

# جزوه مالی رفتاری

## مقطع: کارشناسی ارشد مدیریت مالی

منابع:

کتاب مالی رفتاری ترجمه دکتر احمد بدری

پایان نامه دکتری و ارشد برخی محققین

### ماهیت دانش مالی رفتاری

"مالی رفتاری" که عموماً از آن به عنوان کاربرد روانشناسی در دانش مالی تعبیر می شود، به ویژه پس از ترکیدن "حباب قیمتی سهام شرکت های تکنولوژی"<sup>۱</sup> در مارس ۲۰۰۰، به یک موضوع روز تبدیل شده است. تشابه اسمی واژه هایی نظیر "علوم رفتاری"<sup>۲</sup> "روانشناسی سرمایه گذار"<sup>۳</sup>، "روانشناسی شناختی"<sup>۴</sup>، "اقتصاد رفتاری"<sup>۵</sup>، "اقتصاد تجربی"<sup>۶</sup> و "علوم شناختی"<sup>۷</sup> باشد.

### چهره های برجسته دانش "مالی رفتاری"

با کار مشهور پرفسور "رابرت شیلر"<sup>۸</sup> استاد دانشگاه "ییل"<sup>۹</sup> با عنوان "کثرت غیرعقلایی"<sup>۱۰</sup> آشنا باشند. در این کتاب به سرمایه گذاران هشدار می دهد که براساس معیارهای تاریخی مختلف، قیمت سهام شرکت ها افزایش بی رویه ای داشته است. او پیش بینی می کند که ممکن است مردم از عملکرد آتی

---

<sup>1</sup> Tech- stock bubble

<sup>2</sup> Behavioral Science

<sup>3</sup> Investor Psychology

<sup>4</sup> Cognitive Psychology

<sup>5</sup> Behavioral Economies

<sup>6</sup> Experimental Economies

<sup>7</sup> Cognitive science

<sup>8</sup> Robert shiller

<sup>9</sup> yale

<sup>10</sup> Irrational Exuberance

بازار سهام ناخشنود شوند. با این حال تعداد کمی این هشدار را جدی گرفتند، اما پیش بینی او درست از آب درآمد و حباب ترکید.

یکی دیگر از محققین برجسته "مالی رفتاری" دکتر "ریچارد تالر"<sup>۱</sup> استاد دانشگاه "شیکاگو"<sup>۲</sup> است که با کمک "اون لامونت"<sup>۳</sup> مطلبی را با عنوان "آیا بازارها می توانند جمع و تفریق کنند؟" منتشر نمود. از دیگر چهره های برجسته در زمینه "مالی رفتاری" پرفسور "هرش شفرین"<sup>۴</sup> از دانشگاه "سانتا کلارا"<sup>۵</sup> است که با نگارش مقالات بسیار، به توسعه دانش "مالی رفتاری" کمک قابل ملاحظه ای نموده است. کتاب وی با عنوان "آن سوی حرص و نگرانی: درک "مالی رفتاری" و روانشناسی سرمایه گذاری"،<sup>۶</sup> ترکیدن حباب قیمتی اوراق بهادار را پیش بینی می کند. وی معتقد است سرمایه گذاران به جنبه های مثبت رویدادهای گذشته بیش از رویدادهای منفی اهمیت می دهند و این نگرش نهایتاً منجر به ترویج خوش بینی بیش از حد در بازار می شود.

دو محقق دانشگاهی دیگر "آندری شلیفر"<sup>۶</sup> از دانشگاه "هاروارد"<sup>۷</sup> و "میراستمن"<sup>۸</sup> از دانشگاه "سانتا کلارا" است که با نگارش مقالات بسیار به توسعه دانش "مالی رفتاری" موثر بوده اند. پرفسور شلیفر کتابی با عنوان "بازارهای ناکارآ: مقدمه ای بر مالی رفتاری" منتشر کرد که مطالعه آن برای علاقمندان به مباحث بازار کارآ جالب است.

بزرگترین موفقیت دانش "مالی رفتاری" به عنوان یک رشته مستقل دانشگاهی و حزفه ای مدیون پرفسور "دانیل کانمن"<sup>۸</sup> و پرفسور "ورنون اسمیت"<sup>۹</sup> است.

موسسه نوبل، کانمن را به خاطر وارد کردن بینش های روانشناسی به علوم اقتصادی، به ویژه توجه به قضاوت و تصمیم گیری افراد تحت شرایط عدم اطمینان و اسمیت را به خاطر استفاده از تجربیات آزمایشگاهی به عنوان ابزاری در تحلیل های تجربی اقتصادی، مورد قدردانی قرار داد.

---

<sup>1</sup> Richard Thaler

<sup>2</sup> Chicago

<sup>3</sup> Owen Lamont

<sup>4</sup> Hersh Sherrin

<sup>5</sup> Santa Clara

<sup>6</sup> Andrei Shleifer

<sup>7</sup> Harvard

<sup>8</sup> Daniel Kahneman

<sup>9</sup> Vernon Smith

پرفسور کانمن در تحقیقات خود به این نتیجه رسید که تحت شرایط عدم اطمینان، تصمیمات انسان بطور سیستماتیک از تصمیمات پیش بینی شده توسط تئوری های اقتصادی فاصله می گیرد. کانمن به همراه "تورسکی" نظریه تأثیر گذاری را که به "تئوری چشم انداز" معروف شد، ارائه نمود. تحقیقات کانمن نسل جدید از بصیرت های علمی مبتنی بر روانشناسی شناختی را برای غنی سازی مدل های اقتصادی و مالی پدید آورد. اسمیت به خاطر توسعه استانداردهای روش شناسی آزمایشگاهی در اقتصاد تجربی شهرت یافت. در کارهای تجربی او اهمیت عرف های جایگزین بازار (به عنوان مثال، منطقی که با آن درآمد مورد انتظار فروشنده تابع نوع روش حراج می باشد) نشان داده شده است.

#### مهمترین تئوری های مطرح شده در حوزه مالی رفتاری

عنوان تئوری	نام محقق
تئوری دورنما <sup>۱</sup>	کانمن و تورسکی (۱۹۷۹)
تئوری ناهنجاری های شناختی <sup>۲</sup>	فستینگر (۱۹۵۷)
عوامل شهودی <sup>۳</sup>	تورسکی و کانمن (۱۹۷۴)، کانمن، اسلویک و همکاران (۱۹۸۲)
اثر تمایلاتی <sup>۴</sup>	تورسکی و کانمن (۱۹۸۱)
حسابداری ذهنی	تورسکی و کانمن (۱۹۸۱)، تالر (۱۹۸۵) و (۱۹۹۹)
اثر انعکاسی <sup>۵</sup>	تورسکی و کانمن (۱۹۸۱)
تئوری پشیمانی <sup>۶</sup>	لومز و سوگن (۱۹۸۲)، بل (۱۹۸۲)
تئوری پشیمانی گریزی	استاتمن (۱۹۸۸)
اثر تفکیک <sup>۷</sup>	تورسکی و شافیر (۱۹۹۲)
سفه بازی	بولن و بوید (۱۹۶۸)، فریدمن و سویج (۱۹۴۸)
رفتار دسته جمعی <sup>۸</sup>	شیلر (۲۰۰۰)

<sup>1</sup> -Prospect Theory

<sup>2</sup> -Cognitive Dissonance Theory

<sup>3</sup> -Heuristics

<sup>4</sup> -Framing Effect

<sup>5</sup> -Reflection Effect

<sup>6</sup> -Regret Theory

<sup>7</sup> -Disjunction Effect

<sup>8</sup> -Herd Behaviors

## دانش "مالی رفتاری" در دو سطح خرد و کلان

۱- "مالی رفتاری" خرد (BFMI) تمایلات یا "سوگیری های" سرمایه گذاران را در سطح فردی بررسی می کند، به گونه ای که آنها را از "بازیگران عقلایی" مفروض در تئوری اقتصاد کلاسیک، متمایز می سازد.

در بحث "مدیریت دارایی" و سرمایه گذاری، تمرکز اصلی ما بر "مالی رفتاری" خرد" است.

۲- "مالی رفتاری" کلان (BFMA) خلاف قاعده های "فرضیه بازار کارآ" را که مدل های رفتاری قادر به توضیح آن است، شناسایی و توصیف می کند.

## دو منازعه عمده بین مالی کلاسیک و مالی رفتاری

"یوجین فاما" یکی از ارکان اصلی و نظریه پرداز معروف بازار کارآی سرمایه، در این مقاله اذعان نموده بود که قیمت های سهام در بازار می تواند تا حدودی غیرعقلایی باشد. استتمن دانش مالی کلاسیک را اینگونه توصیف می نماید. "مالی کلاسیک مجموعه ای از دانش بنا شده بر پایه اصول آریترائز "میلر" و مودیلیانی " مبانی تئوری پرتفوی "مارکوویتز" تئوری قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای "شارپ"، "لینتر" و "بلک" و تئوری قیمت گذاری اختیار معامله گبلک"، "شولز" و "مرتون" است. تئوری مالی کلاسیک ایجاد شده تا برای پرسش هایی که هنگام بروز پدیده هایی در دنیای واقعی پیچیده شکل می گیرد، توضیحی محاسباتی ارائه نماید. در عین حال مالی کلاسیک بر پایه مجموعه ای از مفروضات ساده کننده (دنیای واقعی) بنا شده است.

مالی کلاسیک اصولاً بر پایه توصیف قواعدی که حکم می کند سرمایه گذار چگونه باید رفتار کند، شکل گرفته است. اما "مالی رفتاری" سعی دارد که پدیده های روانشناختی انسان در کل بازار و در سطح فردی را شناسایی کرده و از آنها بیاموزد. نهایتاً دانش "مالی رفتاری" همانند دانش "مالی کلاسیک" بر پایه هایی از مفاهیم و مفروضات اساسی بنا شده است، با این تفاوت که مالی کلاسیک مفروضات خود را در بستری ایده آل بنا نهاده است، در حالی که "مالی رفتاری" این مفروضات را در بستری مشاهده شده (واقع گرایانه) بنا می کند.

## بازارهای کارآ در مقابل بازارهای ناکارآ

فاما با بیان متقاعد کننده ای نشان داد، در بازاری که جمع کثیری از معامله گران آگاه در آن فعالیت می کنند، اوراق بهادار به نحو مناسبی قیمت گذارش شده و همه اطلاعات موجود را منعکس می کند. او سه شکل از کارایی بازار را معرفی کرد.

۱- شکل "ضعیف": مبین این است که تمام قیمت ها و داده های تاریخی به طور کامل در قیمت جاری اوراق بهادار منعکس شده است و لذا تحلیل تکنیکی بسیار کم ارزش یا اصلاً فاقد ارزش است.

۲- شکل "نیمه قوی": بیانگر این است که تمام اطلاعات در دسترس (عموم) بطور کامل در قیمت جاری اوراق بهادار منعکس شده است و لذا تحلیل بنیادی ارزشی ندارد.

۳- شکل "قوی": می گوید که همه اطلاعات (آنچه که وجود دارد) بطور کامل در قیمت جاری اوراق بهادار منعکس شده است و لذا اطلاعات محرمانه دارای ارزش نیست یا به بیانی دیگر اصولاً اطلاعات محرمانه ای به معنای واقعی کلمه وجود ندارد.

**خلاف قاعده بنیادی:** بی نظمی های مرتبط با ارزیابی بنیادی عملکرد یک سهم را خلاف قاعده بنیادی می نامند. سرمایه گذاری در سهام ارزشی یکی از اثر بخش ترین روش های سرمایه گذاری، یک خلاف قاعده بنیادی در فرضیه بازار کارآ است. مجموعه شواهد بسیاری نشان می دهد که سرمایه گذاران مستمراً در مورد چشم انداز "شرکت های رشدی" مبالغه کرده و متقابلاً ارزش شرکت های بی طرفدار را کمتر از واقع برآورد می کنند.

یک نمونه قابل اتکاء در این رابطه، مطالعه فاما و فرنچ روی سهام با نسبت قیمت به ارزش دفتری (P/B) پایین در یک دوره نسبتاً طولانی از ۱۹۶۳ تا ۱۹۹۰ است.

سهام براساس نسبت های ارزش بازار به ارزش دفتری (P/B) در ده گروه طبقه بندی شد، این طبقه بندی در هر سال مجدداً تکرار می شد. نتایج نشان داد که سهام دارای کمترین نسبت P/B در مقایسه با سهام دارای بالاترین نسبت P/B از عملکرد بهتری برخوردار بوده است.

سهام دارای نسبت پایین قیمت به فروش نیز اغلب عملکردی از خود بروز می دهند که از دیدگاه تحلیل بنیادی یک خلاف قاعده محسوب می شود. در مقاله ای با عنوان در وال استریت چه می گذرد؟ محقق نشان داده است که سهام با نسبت های پایین قیمت به فروش، عملکرد بهتری دارد. نویسنده معتقد است که نسبت قیمت به فروش یک عامل قوی موثر بر بایده اضافی است.

نسبت پایین قیمت به سود هر سهم (P/E) یکی دیگر از شاخص هایی است که همبستگی غیرمتعارف (خلاف قاعده) با عملکرد دارد. مطالعات بسیاری حاکی از وجود این خلاف قاعده است، از جمله کار دریمن نشان داد که سهام با P/E پایین هم در مقایسه با بازار و هم در قیاس با سهام دارای P/E بالاتر عملکرد بهتری دارد.

نشان می دهد که سهام با نسبت سود تقسیمی بالاتر نسبت به سایر سهام عملکرد بهتری دارد.

### **خلاف قاعده تکنیکی**

آیا قیمت های تاریخی اوراق بهادار را میتوان در پیش بین آتی قیمت مورد استفاده قرار داد؟ اصولاً تحلیل تکنیکی به مجموعه روش هایی اطلاق می شود که سعی دارد با مطالعه رفتار قیمت های گذشته قیمت های آتی اوراق بهادار را پیش بینی کند. ناسازگاری تحلیل های تکنیکی در مقایسه با فرضیه بازار کارآ را خلاف قاعده تکنیکی می نامند.

در مجموعه تحقیقات مرتبط با اکثر روشهای تحلیل تکنیکی (با توسعه شکل ضعیف بازار کارآ) به این نتیجه رسیده است که قیمت ها سریعاً به اطلاعات جدید واکنش نشان می دهد و نتیجتاً روش های تحلیل تکنیکی به احتمال زیاد منفعتی برای سرمایه گذاران به همراه ندارد.

### **خلاف قاعده تقویمی (زمانی)**

یکی از رایج ترین خلاف قاعده های تقویمی "اثر ژانویه" است. برخی بررسی های تاریخی نشان می دهد که اغلب سهام و به ویژه سهام شرکت های کوچک در طول ماه ژانویه بازده های غیرعادی بالایی داشته است. رابرت هاگن و فیلیپ جوریون در بررسی خود دریافتند که تأثیر ژانویه، شناخته شده ترین رفتار غیرعادی در بازارهای سرمایه و سهام اغلب بورس های دنیا است.

تأثیر ژانویه از این نظر قابل تأمل است که علی رغم سابقه تاریخی ۲۵ ساله اش هرگز از بین نرفته و دائماً تکرار می شود. مطابق تئوری "آربیتراژ" نیز تدام چنین پدیده ای یک خلاف قاعده آشکار است.

تأثیر ژانویه به عکس العمل سهامداران در جهت استفاده هر چه بیشتر از مزایای مالیاتی ناشی از منفعت یا زیان سرمایه ای پایان سال نسبت داده شده است. محققین دیگری به شناسایی تأثیر دسامبر پرداخته اند که از الزامات گزارشگری بسیاری از صندوق های سرمایه گذاری مشاع و نیز استراتژی آن دسته از سرمایه گذارانی است که زودتر از ماه ژانویه و به امید دستیابی به پتانسیل افزایش قیمت نسبت به خرید سهم اقدام می کنند.

یک اثر تغییر ماه نیز وجود دارد. برخی مطالعات نشان داده است که سهام در چهار روز ابتدائی و انتهای هر ماه در مقایسه با سایر ایام بازده بیشتری دارد. موسسه راسل بازده های شاخص S&P500 را در یک بازده زمانی طولانی ۶۵ ساله بررسی کرده است، نتایج نشان می دهد که سهام شرکت های بزرگ آمریکایی به طور مداوم در زمان تغییر ماه بازده بالاتری دارد.

### طبقه‌بندی بیست نوع تورش رفتاری

ردیف	نوع	نام محقق	توصیف
۱	فرا اعتمادی در: - پیش‌بینی <sup>۱</sup> - اعتماد <sup>۲</sup>	کلارک و استاتمن (۲۰۰۰) باربر و اودین (۲۰۰۱)	- سرمایه‌گذاران به توانایی‌های خود در پیش‌بینی بیش از اندازه اعتماد دارند. - اغلب سرمایه‌گذاران در قضاوت‌های خود خیلی مطمئن هستند.
۲	معرف <sup>۳</sup>	کانمن، اسلویک و تورسکی (۱۹۸۲)	- سرمایه‌گذاری در شرکتی خاص از طریق قرار دادن آن در یک طبقه‌بندی آشنا و قابل درک - قصور در توجه دقیق و درست به اندازه نمونه و تبعیت از قانون اعداد کوچک
۳	ناسازگاری شناختی <sup>۴</sup>	فستینگر (۱۹۵۷) گاتزمن و پی لز <sup>۵</sup> (۱۹۹۷)	اغلب انسان‌ها تلاش می‌کنند از موقعیت‌های ناسازگار بهره‌مند و در این راه برای جلوگیری از تعارض روانی، اطلاعات بالقوه مربوطه را نادیده می‌گیرند.
۴	اتکاء و تعدیل <sup>۶</sup>	نورث کرفت و نی ال <sup>۷</sup> (۱۹۸۷)	سرمایه‌گذاران بر پایه ترجیحات فردی (و نه ضابطه‌ای روشن) عمل می‌کنند، بدان معنی که بر روی نقاط اتکای روانشناختی و نه آماری متمرکز شده و نقاط از پیش تعیین شده مثل قیمت خرید و یا قیمت هدف را در تصمیم‌گیری خود دخالت می‌دهند.
۵	خود اسنادی <sup>۸</sup> با دو گرایش: - خود ارتقائی <sup>۹</sup> - خود پشتیبانی <sup>۱۰</sup>	دان <sup>۱۱</sup> (۱۹۸۹) گرویس و اودین (۲۰۰۱)	افراد شکست‌های خود را به عوامل محیطی و موفقیت‌های خود را به عوامل ذاتی نسبت می‌دهند.

<sup>1</sup> Prediction Overconfidence Bias

<sup>2</sup> Certainty Overconfidence Bias

<sup>3</sup> Representativeness Bias

<sup>4</sup> Cognitive Dissonance Bias

<sup>5</sup> William N. Goetzmann and Nadave Peles

<sup>6</sup> Anchoring and Adjustment Bias

<sup>7</sup> Gregory North-Creft and Margaret Neale

<sup>8</sup> Self-Attribution Bias

<sup>9</sup> Self-Enhancing Bias

<sup>10</sup> Self-Protecting Bias

<sup>11</sup> Dana Dan



طبقه‌بندی بیست نوع تورش رفتاری			
ردیف	نوع	نام محقق	توصیف
۶	دردسترس بودن <sup>۱</sup> در چهار طبقه: - قابلیت بازیابی <sup>۲</sup> - طبقه‌بندی <sup>۳</sup> - طیف محدود تجربیات <sup>۴</sup> - هم‌آوایی [تشدید] <sup>۵</sup>	گاداروسکی <sup>۶</sup> (۲۰۰۱) اودین و باربر (۲۰۰۲) سانتا کلارا و والکانوف <sup>۷</sup> (۲۰۰۳)	افراد غالباً به‌طور ناخودآگاه فرض می‌کنند که تصورات، ایده‌ها یا تفکراتی که در دسترس تر هستند، نشانگرهای غیرسوگیرانه‌ای از احتمالات آماری ارائه می‌دهد.
۷	رویدادگرایی <sup>۸</sup>	فیشوف <sup>۹</sup> (۱۹۷۵) کوپر، گوتیرز و مارکوم <sup>۱۰</sup> (۲۰۵۵)	از قبل قابل پیش‌بینی توصیف کردن یک رویداد در جهت تقلیل شرمساری بوجود آمده ناشی از مراقب نبودن، حواس پرتی و غافلگیر شدن در اتخاذ تصمیمات ناخوشایند
۸	توهم کنترل <sup>۱۱</sup>	لانگر <sup>۱۲</sup> (۱۹۷۵) فلنر <sup>۱۳</sup> (۲۰۰۴)	انتظار یک موفقیت شخصی که احتمال وقوع آن به‌طور نامتناسبی بالاتر از احتمال عینی و موجه آن است.
۹	محافظه کاری <sup>۱۴</sup>	ادواردز <sup>۱۵</sup> (۱۹۶۸) دی‌بونت و تالر (۱۹۸۵)	سرمایه‌گذار به اطلاعات جدید کمتر یا بیش‌تر از حد انتظار واکنش نشان داده و به‌جای اقدام بر اساس اطلاعات بروز شده، تصورات و ذهنیت‌های قبلی خود را حفظ می‌کند.

<sup>1</sup> Availability Bias

<sup>2</sup> Retrievability

<sup>3</sup> Categorization

<sup>4</sup> Narrow Range of Experience

<sup>5</sup> Resonance

<sup>6</sup> Gadarowski

<sup>7</sup> Pedro Santa-Clara and Rossin Valkanov

<sup>8</sup> Hindsight Bias

<sup>9</sup> Baruch Fischeff

<sup>10</sup> Michael Cooper, Roberto Gutierrez and William Marcum

<sup>11</sup> Illusion of Control Bias

<sup>12</sup> Ellen Longor

<sup>13</sup> Gerlinde Fellner

<sup>14</sup> Conservatism Bias

<sup>15</sup> Ward Edwards

	باربریز، ویشنی و اشلايفر (۱۹۹۷) هراشلايفر (۲۰۰۱) مانتير <sup>۱</sup> (۲۰۰۲)		
انسان‌ها در مواجهه با توزيع احتمال نامعلوم تمایلی به پذیرش ريسک از خود نشان نمی‌دهند و عموماً در موقعیت‌های مهم، دچار تردید می‌شوند.	نايت <sup>۳</sup> (۱۹۲۱) الزبرگ (۱۹۶۱) هیت <sup>۴</sup> و تورسکی (۱۹۹۱) منوت <sup>۵</sup> (۱۹۹۹) گراهام، هاروی و هانگ <sup>۶</sup> (۲۰۰۳)	ابهام‌گریزی <sup>۲</sup>	۱۰
تمایل افراد به کدگذاری، طبقه‌بندی و ارزیابی پیامدهای اقتصادی از طریق گروه‌بندی امتیازات آن‌ها در مجموعه‌ای از حساب‌های ذهنی.	پريلک و سی‌مستر <sup>۸</sup> (۲۰۰۱) دی‌وز، چرچ، چاراپت و آکرت <sup>۹</sup> (۲۰۰۳)	حسابداری ذهنی <sup>۷</sup>	۱۱
بر ایده‌هایی تأکید می‌شود که مؤید باورهای ما باشد و در مقابل هر آنچه را که با نظرات ما در تضاد است، بی‌اهمیت جلوه می‌کند.	گیلوویچ (۱۹۹۳) استاتمن و فیشر <sup>۱۱</sup> (۲۰۰۰)	باورگرایی <sup>۱۰</sup>	۱۲
تصمیم‌گیرندگان به یک موقعیت خاص بر اساس نحوه (شکل) ارائه آن واکنش‌های متفاوتی را نشان می‌دهند. همچنین ممکن است افراد بر یک یا دو جنبه از یک موقعیت، به‌طور بسیار انحصاری تمرکز کرده و سایر جنبه‌های مهم آن را نادیده بگیرند و تصمیم‌گیری خود را به خطر اندازند، پدیده‌ای که از آن به	کانمن و تورسکی (۱۹۸۴)	صورت بندی <sup>۱۲</sup>	۱۳

<sup>1</sup> James Montier

<sup>2</sup> Ambiguity Aversion Bias

<sup>3</sup> Frank H. Knight

<sup>4</sup> Chip Heath

<sup>5</sup> Pascal Maenhout

<sup>6</sup> Johnk Graham, Campbell R. Harvey and Hai Haung

<sup>7</sup> Mental Accounting

<sup>8</sup> Drazen Prelec and Duncan Simester

<sup>9</sup> Richard Deaves, Bryank Church, Narat Charupt and Lucy Ackert

<sup>10</sup> Confirmation Bias

<sup>11</sup> Fisher

<sup>12</sup> Framing Bias

			چارچوب‌بندی محدود <sup>۱</sup> تعبیر می‌شود.
۱۴	کوتاه‌نگری <sup>۲</sup>	تالر و شفرین (۱۹۸۸) لوساردی <sup>۳</sup> (۱۹۹۹) و (۲۰۰۰) بنارتزی و تالر (۲۰۰۴)	افراد را برمی‌انگیزاند که به جای آن که برای فردا پس‌انداز کنند، امروز خرج کنند.
۱۵	داشته بیش‌نگری <sup>۴</sup>	ساموتلسون و زکهاوسر (۱۹۸۸) نتش (۱۹۸۹) لیست <sup>۵</sup> (۲۰۰۳)	افراد زمانیکه از حق مالکیت یک دارایی برخوردار هستند ارزش بیشتری در مقایسه با زمانی که آن دارایی مایملک آن‌ها نیست، برای آن قائل هستند.
۱۶	تازه‌گرایی <sup>۶</sup>	مانتیر (۲۰۰۳)	افراد به شکل بارزی رویدادها و مشاهدات اخیر را بیش از وقایع گذشته به یاد آورده و بر آن‌ها تمرکز می‌یابند.
۱۷	بهینه‌بینی <sup>۷</sup>	شیلر، کان‌یا و تیسوتسی <sup>۸</sup> (۱۹۹۶) لووالو و کانمن (۲۰۰۳) لوت‌جی و من‌هاف <sup>۹</sup> (۲۰۰۴)	سرمایه‌گذاران تمایل دارند در مورد پتانسیل‌های عملکرد مطلوب سرمایه‌گذاری خود بیش از اندازه بهینه‌بینی‌شانند. بسیاری از آنان معتقدند که سرمایه‌گذارانی‌های نامطلوب برای آن‌ها اتفاق نخواهد افتاد و این نوع سرمایه‌گذاری‌ها تنها دیگران را متأثر می‌سازد.
۱۸	زیان‌گریزی <sup>۱۰</sup>	کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) شفرین و استاتمن (۱۹۸۵) پرسکات و مرا <sup>۱۱</sup> (۱۹۸۵) بنارتزی و تالر (۱۹۹۵)	تمایل افراد به پرهیز از زیان، بیشتر از کشش آن‌ها به سمت کسب سود است، به طوری که مانع می‌شود تا فرد خود را از دست سرمایه‌گذاری‌های غیرسودآور حتی هنگامی که خود نیز انتظار تغییر و بهبود اساسی در آن‌ها را ندارد، خلاص شود.

<sup>1</sup> Narrow Framing

<sup>2</sup> Self-Control Bias

<sup>3</sup> Annamaria Lusardi

<sup>4</sup> Endowment Bias

<sup>5</sup> John A. List

<sup>6</sup> Recency Bias

<sup>7</sup> Optimism Bias

<sup>8</sup> Fumiko Kan-ya and Yashiro Tsutsi

<sup>9</sup> Torben Lutje and Lukas Menhaff

<sup>10</sup> Loss Aversion Bias

<sup>11</sup> Edward C. Perscott and Rajnish Mehra

جدول (۲-۲) - طبقه‌بندی بیست نوع تورش رفتاری (ادامه)

ردیف	نوع	نام محقق	توصیف
۱۹	دگرگون‌گری <sup>۱</sup>	ساموئلسون و زکهاوسر (۱۹۸۸) کانمن، نتش و تالر (۱۹۹۱)	چینش گزینه‌های انتخاب <sup>۲</sup> بگونه‌ای که فرد مجبور به انتخابی گردد که شرایط فعلی و وضع موجود را تأیید نماید.
۲۰	پشیمان‌گری <sup>۳</sup>	استاتمن و شفرین (۱۹۸۴)	گریز از احساس تأسف و ندامت و در نتیجه پرهیز از انجام اعمال و اقدامات قاطعانه در تصمیم‌گیری‌های ضعیف، به‌گونه‌ای که سبب گردد تا سرمایه‌گذاران تا مدت‌ها به موقعیت‌های سرمایه‌گذاری زیان-ده خود وفادار باقی بمانند و از قبول اشتباه و تحقق زیان پرهیز کنند.

<sup>1</sup> Status Quo Bias

<sup>2</sup> Alternatives

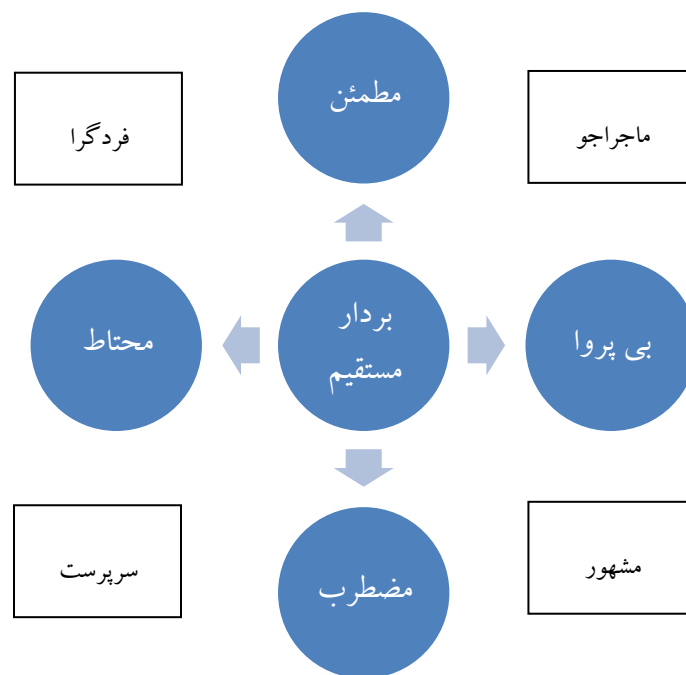
<sup>3</sup> Regret Aversion Bias

## تیپ های شخصیتی سرمایه گذار

## مدل پنج جهت BB&amp;K

مدل BB&K شخصیت های سرمایه گذار را روی دو محور طبقه بندی می کند: محور عمومی نشان دهنده سطح اطمینان و محور افقی بیانگر نحوه عمل است.

جزء دوم مدل BB&K به این موضوع می پردازد که آیا سرمایه گذاران در شیوه نگرش به زندگی روشمند، محتاط و تحلیلگر هستند یا اینکه احساسی، شهودی، عجول و کم تابقت می باشند. این دو جزء را می توان به عنوان دو محور روانشناسی فردی تلقی کرد: یک محور، "مطمئن-مضطرب" و محور دیگر "محتاط - بی پروا" خوانده می شود نمایه زیر توصیف های BB&K از هر یک از پنج تیپ شخصیتی را ارائه می دهد.



## مدل گرافیکی پنج طرفه BB&amp;K

مدل دو جهت بارن وال

مدل بارن وال بین دو تیپ شخصیتی نسبتاً ساده تمایز قائل می شود: سرمایه گذاران منفعل و سرمایه گذاران فعال. سرمایه گذاران منفعل آنهایی هستند که ثروت خود را منفعلانه (بدون تلاش) بدست آورده اند.

سرمایه گذاران منفعل با شرط بندی و به خطر انداختن دارایی های خود، ثروتمند نشده اند. نیاز به امنیت و مصون ماندن در برابر خطر در این افراد بیشتر از ظرفیت ریسک پذیری آنهاست. مدیران شرکت ها، مشاوران حقوقی، حسابداران رسمی، پزشکان و دندانپزشکان، افرادی که ثروت خود را به ارث برده اند. سرمایه گذاران فعال افرادی هستند که ثروت خود را از به مخاطره انداختن سرمایه شان بدست آورده اند. ظرفیت پذیرش ریسک در این افراد بیشتر از نیاز آنها به امنیت و مصون ماندن در برابر خطر است. سرمایه گذاران فعال ترجیح می دهند که کنترل سرمایه گذاری های خود را در دست داشته باشند. این افراد اگر درگیر سرمایه گذاری هایی تهاجمی شوند که خارج از کنترل آنهاست، ریسک پذیری خود را سریعاً کاهش می دهند. بارن وال می گوید معمولاً کارآفرینان، صاحبان صنایع کوچک که خود کسب و کار به راه انداخته اند و افراد حرفه ای که ریاست شرکت های خود را بر عهده دارند، نمونه هایی از سرمایه گذاران فعال را شامل می شوند.

تحقیقات دانشگاهی حاکی از وجود برخی ارتباط و همبستگی های جالب بین خصیصه های روانی و رفتار مالی است به عنوان مثال برخی از تیپ های شخصیتی، وقت یا طاقت کافی برای مدیرتی و جوه نقدی ندارند، برخی سرمایه گذاری را خیلی دیر آغاز می کنند و برخی دیگر نظم و انضباط بیشتری را نسبت به دیگران نشان می دهند. پیشرفته ترین طرح های طبقه بندی، سرمایه گذاران را در قالب های شخصیتی خاصی گروه بندی می کنند. ممکن است به جان اسمیت عنوان سرمایه گذار منفعل و به جین اسمیت عنوان سرمایه گذار مشهور داده شود.

هشت تیپ شخصیتی سرمایه گذار

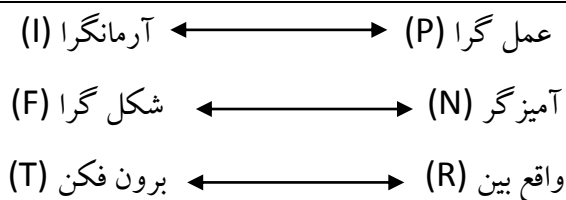
سه بعد شخصیتی سرمایه گذار به ترتیب زیر شناسایی می شود.

۱- آرمانگرا (I) در مقابل عمل گرا (P)

۲- شکل گرا (F) در مقابل آمیزگر (N)

۳- برون فکن (T) در مقابل واقع بین (R)

در نمایه ۲۶-۳ تصویر این سه طیف ارائه شده است.



بنابراین هشت تی شخصیتی سرمایه گذار وجود دارد: PNR, PNT, PFR, PFT, INR, TNT, IFR, IFT

آرمان گرایی / عمل گرایی (P/I) افرادی که در سمت آرمان گرایی طیف قرار می گیرند، در مورد توانایی های خود در عرصه سرمایه گذاری مبالغه می کنند، به بازار سرمایه بسیار خوشبین هستند و به اطلاعاتی که با نظرات آنها در تضاد است توجه نمی کنند. آنها امیدوارانه الگوها و روندهایی را شناسایی می کنند که واقعاً وجود خارج ی ندارد و معتقدند که تیزهوشی و فراست بالاتر از حد متوسط آنها در بازار کنترل و تسلط بر نتایج سرمایه گذاری را برای آنها به ارمغان می آورد. این افراد اغلب تمایلی به انجام تحقیقات کامل ندارند و از این رو می توانند طعه گرایش های عمومی نامطمئن در بازار شوند. آرمان گرایان می توانند در معرض این سوگیری ها قرار گیرند: فرااعتمادی، بهینه بینی، آشناگرایی، خود اسنادی، توان پنداری، باور گرایی، تازه گرایی و نمارگری

عمل گرایان درک و تصویر واقع بینانه ای از مهارت ها و محدودیت های خود به عنوان سرمایه گذار دارند. آنها به بازار سرمایه خیلی مطمئن نبوده و به توانایی های خود در امر سرمایه گذاری با شک و تردید منطقی می نگرند. آنها می دانند که سرمایه گذاری با احتمالات عجین است و برای تأیید عقد خود دست به تحقیق می زنند. عمل گرایان سرمایه گذارانی هستند که معمولاً استعداد ابتلاع به سوگیری های یاد شده را ندارند.

شکل گرایی / آمیزگری (N/F): شکل گرایان تمایل دارند که سرمایه گذاری های خود را با وسواس و دقت زیاد و جزء به جزء ارزیابی کنند و به نحوه جاگیری و سرمایه گذاری در طرح کلی پرتفوی توجهی ندارد. آنها در تجزیه و تحلیل ذهنی مشکلات، بسیار خشک و غیرمنعطف بوده و در مورد عوامل برون زا و خارجی ژرف اندیشی نمی کنند. به نظر می رسد که پرتفوی این افراد به جای ترکیبی از سرمایه گذاری به هم پیوسته و مکمل، شامل مبالغ زیادی وجوه نقد است. شکل گرایان، همچنین بطور ناخودآگاه برآوردهای خود از بازار یا سطوح قیمت اوراق بهادار را تثبیت کرده و به زمان های خرید سلیقه ای که در محاسبات آتی منجر به بروز سوگیری می شود، وابسته می شوند.

آمیزگران توانایی آن را دارند که در مورد عوامل بیرونی و شرایط به گونه وسیع تری ژرف اندیشی کنند. آنها پرتفوی های خود را سیستم هایی در نظر می گیرند که جزای آنها با هم در تعامل بوده و یکدیگر را پوشش

می دهند. این افراد همبستگی هایی را که بین عملکرد ابزارهای مختلف مالی وجود دارد، درک کرده و پرتفوی های خود را براساس آن تنظیم می کنند. آنها در نحوه نگرش خود به بازار و سطوح قیمت اوراق بهادار منعطف هستند. شکل گرایان ممکن است در معرض این سوگیری ها باشند. اتکاء، دیرپذیری، حساب انگاری، شکل گرایی و ابهام گریزی. آمیزگران سرمایه گذارانی هستند که معمولاً قابلیت ابتلا به سوگیری های ذکر شده را ندارند.

برون فکنی / واقع بینی (R/T): برون فکنان به سختی با پیامدهای تصمیمات خود کنار آمده و آنها را می پذیرند و در اقدام برای اصلاح رفتارهای خود مشکل دارند. آنها تصمیمات اشتباه خود را توجیه کرده و در اعتراف به پذیرش مسئولیت تصمیماتی که نتیجه مطلوبی نداشته، مقاومت می کنند. آنها همچنین در تصمیم گیری کند عمل می کنند، زیرا از احساس تأسف و ندامت به دلیل تصمیم نادرست واهمه دارند. واقع بینان با پیامدهای انتخاب خود راحت تر کنار می آیند. آنها تمایلی به تلاش برای بهانه تراشی به منظور توجیه تصمیم اشتباه خود ندارند و مسئولیت اشتباهات خود را به گردن می گیرند. افراد واقع بین، هنگام تصمیم گیری تحت فشار نسبت به برون فکنان، آسایش بیشتری دارند زیرا به اندازه آنها احساس تأسف و ندامت نمی کنند و از این رو پیشاپیش ترس به خود راه نمی دهند.

برون فکنان ممکن است در معرض این سوگیری ها باشند: سازگارگرایی، زیان گرایی، داشته بیش نگری، کوتاه نگری، پشیمان گریزی، دگرگون گریزی و رویدادگرایی. افراد واقع بین سرمایه گذارانی هستند که معمولاً به این سوگیری ها مبتلا نیستند.

## پیشنهادات

I/P زمانی که به آزمون اول پاسخ داده اید و امتیاز شما نشان دهد که آرمانگرا هستید، این مشاوره بطور خاص در مورد رفتار آرمانگرایی ارائه می شود: آرمان گرایان باید مطمئن شوند که در مورد سرمایه گذاری های خود تحقیقات بنیادین انجام داده و قبل از اتخاذ تصمیم در زمینه سرمایه گذاری باید سوالات جدی را مطرح کنند. به دنبال اطلاعاتی باشید که احتمالاً با نظرات شما در تضاد است. شک و تردید خود را در مورد چشم اندازهای عملکرد سرمایه گذاری بیشتر کنید. در مورد زیرکی و فراست خود در بازار مبالغه نکنید. شما به آن اندازه ای که فکر می کنید بر نتایج و پیامدهای سرمایه گذاری خود کنترل ندارید. در حقیقت حتی ماهرترین سرمایه گذاران هم نمی توانند بر بازارها کنترل داشته باشند. ممکن است نتیجه اقدامات شما درست از آب در نیاید



(گاهی اوقات قطعاً اینگونه می شود). شما باید در برخورد با این موضوع به عنوان یک سرمایه گذار بهتر عمل کنید.

F/N. پس از اینکه آزمون دوم را انجام داده و امتیاز شما مشخص کرد که یک شکل گرا هستید، توصیه ای که بطور خاص در مورد رفتار شکل گرایی ارائه می شود این است که هنگام تصمیم گیری در زمینه سرمایه گذاری، چارچوب ذهنی خود را وسیع تر کنید (تصویر بزرگتری از پرتفوی خود داشته باشید. به سرمایه گذاری خود در حسابهای جداگانه نگاه نکنید مگر اینکه به شما کمک کند که به اهداف مالی تان دست یابید. اگر در سرمایه گذاری خود حساب های جداگانه قائل هستید، مطمئن شوید که این سرمایه گذاری ها با یکدیگر همبستگی ندارند. تلاش کنی که یک دید کلی از پرتفوی خود داشته باشید و یک سرمایه گذاری یا سرمایه گذاری های بالقوه را جدای از این دید، مورد ارزیابی قرار ندهید.

R/T پس از اینکه آزمون سوم را انجام داده و امتیاز شما مشخص کرد که یک برون فکن هستید، این مشاوره را که بطور خاص در مورد رفتار برون فکنی ارائه می شود بکار ببندید. زمانی که مرتکب یک اشتباه می شوید به آن اقرار کنید و سپس نکات آموزنده ای را که از این اشتباه یاد گرفته اید، در تجربه سرمایه گذاری بعدی بکار ببندید. رفتار خود را توجیه نکرده یا بهانه تراشی نکنید. در عوض منطق تصمیم خود را به یاد داشته باشید اگر لازم است دلایل خود برای گرفتن یک تصمیم را بنویسید. زمانی که یک سرمایه گذاری نتیجه نمی دهند، مبانی و اصول خود برای وارد شدن به این موقعیت را مرور کنید. از دل مشغولی به ضرر و زیان پرهیزید، چرا که حتماً در آینده رخ خواهد داد. بهترین کار برای متوقف کردن زیان، این است که دارایی زیان ده را فروخته و از پول آن در جای بهتری استفاده کنید.

اگر تیپ شخصیتی شما PNR (عمل گرا، آمیز گرا، واقع بین) است باید به شما تبریک گفت. بر مبنای پاسخ های داده شده به این سوالات می توان گفت که تیپ شخصیتی شما به عنوان یک سرمایه گذار، زمینه بروز سوگیری های رفتاری را در شما نشان نمی دهد. با جدیت به این خصیصه های غریزی خود توجه کنید و در حفظ آن بکوشید.