

## مروری بر مطالعات روانشناسی و تصمیم گیری های مالی

اعظم یعقوبی\*<sup>۱</sup> و پرویز سعیدی<sup>۲</sup>

۱ دانشجوی دکتری مهندسی مالی، گروه مهندسی مالی، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران  
 ۲ گروه حسابداری و مدیریت، واحد علی آباد کتول، دانشگاه آزاد اسلامی، علی آباد کتول، ایران

### چکیده

در طی سالیان گذشته مطالعات بسیاری در خصوص روانشناسی و اثر آن بر تصمیم گیریهای مالی صورت گرفته است. در حالیکه تئوریهای مالی سنتی مثل تئوری بهینه سازی سبد سهام، مدل قیمت گذاری دارائیهای سرمایه و فرضیه بازار کار بر منطقی بودن تصمیم گیریها تاکید دارد، ظهور مالی رفتاری به تاثیرات روانشناسی بر روی تصمیم گیری افراد، نقض بازار کارا، منطقی نبودن کامل تصمیم گیرندگان، ویژگیهای رفتاری افراد و تاثیر این ویژگیها بر روی تصمیمات افراد پرداخته است. مالی رفتاری تلاش کرده است برای توصیف تعدادی از تعصبات و رفتارهای غیر منطقی نظیر فرا اطمینان، زیان گریزی، پیشیمان گریزی و سایر موضوعات و عناوین رفتاری دیگر را به بوته آزمایش بگذارد. در این مقاله سعی شده است با نگاهی جدید، مروری به سیر تاریخی تعدادی از مطالعاتی که در زمینه مالی رفتاری در داخل و خارج از کشور انجام شده موضوعاتی که در این مطالعات مورد توجه قرار گرفته است مورد بررسی و تحلیل قرار دهد. و تلاش شده است برای پیدا کردن خلاهای مطالعاتی در این زمینه در ایران و همچنین جستجو برای یافتن پاسخ به این سوال که آیا مالی رفتاری حقیقتاً میتواند راه حلهای عملی را برای بهبود تصمیمات مالی پیشنهاد کند؟ و آیا مطالعات انجام شده کفایت لازم برای ایجاد یک تئوری استاندارد و متحد برای توضیح رفتارهای مالی را دارد؟ را پاسخ دهد.

واژه‌های کلیدی: مالی رفتاری، تصمیم گیری مالی، روانشناسی

## ۱-مقدمه

مالی رفتاری یک زمینه جدید مالی میباشد که ریشه در اقتصاد رفتاری، مالی سنتی و روانشناسی دارد و به شناسایی تعصبات و غیر منطقی بودن و جریان تصمیم گیری افراد در ارتباط با مسائل مالی کمک میکند و سعی در ارائه راههایی برای مواجهه با اینها بر نائل شدن به تصمیم گیریهای بهتر دارد. اولین مشاهده روانشناسی در زمینه مالی در سال ۱۹۶۵ توسط داریل بلم صورت گرفته است. در این دوره فرضیه بازار کارا مطرح و فرضیه غالب بود. سپس اولین مقالات و نگرشهای مالی رفتاری در دهه ۱۹۷۰ صورت گرفت که کانمن و تورسکی نقشی اساسی در زمینه مطالعات در این دوره داشتند. طرح نظریه چشم انداز توسط آنان در این دهه پایه گذاری گردید و مباحثی چون ریسک گریزی، شهود نمایندگی، قضاوت در شرایط عدم اطمینان، لحاظ کردن هزینه های از دست رفته در تصمیم گیری ها و ... در این دوره مطرح گردید. در دهه ۱۹۸۰ هر چند نظریه غالب مدل حداکثر سازی منطقی بود مطالعاتی در زمینه مالی رفتاری صورت گرفت و مواردی نظیر نظریه چهارچوب، پدیده دست داغ، فرار از پشیمانی، و بررسی تمایلات برونگراییانه در کنار مسائلی دیگر در این دوره عنوان گردید. دهه ۱۹۹۰ را میتوان دهه نزاع بین فرضیه بازار کارا و مالی رفتاری نامید. در این دوره در ادامه مطالعات قبلی بررسی ویژگیهای افراد برونگرا و درونگرا و تاثیر این ویژگیها بر روی تصمیم گیری افراد، بررسی اثر سن بر روی تصمیمات و بررسی اثر ویژگی فرا اطمینان در تصمیم گیریها به صورت پرننگی مورد مطالعه قرار گرفت. دهه ۲۰۰۰ در ادامه روند مطالعات قبل، موضوع اثر پول خانگی، ویژگی عصبانیت، جنسیت، رفتار گروهی در مطالعات بیشتر لحاظ گردید. همچنین در سال ۲۰۰۵ مالی عصبی به عنوان زمینه مالی جدیدی مطرح گردید. در دهه جاری نیز مطالعات و مقالات در جهت تکمیل و بسط موضوعات سابق نظیر ترس، خشم، سن، ریسک گریزی و ... صورت گرفته است و تلاشهایی در خصوص ارائه مدلهای توصیفی صورت گرفته است. همچنین مالی عصبی رشد نسبتا خوبی در دهه جاری داشته است.

## ۲-مروری جامع بر مطالعات انجام شده

در ذیل به بررسی تعداد از مطالعات و موضوعات انجام شده بر مبنای روند تاریخی می پردازیم:

## دهه ۱۹۶۰

۱۹۶۵ (داریل بلم) اولین مشاهده روانشناسی توسط این روانشناس بیان شد. به طوریکه او دریافت مردم وقایعی را که اعتبار فعالیتشان را تصدیق میکند برای نشان دادن توانایی فوق العاده شان تعریف می کنند در حالیکه رویدادهایی که فعالیتشان را رد میکند با فاکتورهایی تحت عنوان بدشانسی یا کارشکنی تعریف می کنند (جوردن فیگر، ۲۰۱۷)

## دهه ۱۹۷۰

۱۹۷۱- (کانمن و تورسکی) به طور خاص، یک نمونه را به طور تصادفی از یک جمعیت به عنوان نماینده بسیاری در نظر گرفتند و بر اساس آن اولین مقاله خود تحت عنوان "اعتقاد در قانون شماره های کوچک" را منتشر نمودند که در آن بیان نمودند که: "مردم دارای درک نادرستی در مورد قوانین شانس می باشند". ۱۹۷۲- (کانمن و تورسکی) با انتشار مقاله ای با عنوان "احتمال ذهنی: قضاوت نمایندگی"، تعصب نمایندگی را بررسی کردند. ۱۹۷۳- (کانمن و تورسکی) شهود نمایندگی را با انتشار مقاله ای دیگر با عنوان "در مورد روان شناسی پیش بینی" دنبال کردند که بیان می کند که نمایندگی نقش کلیدی در پیش بینی های حسی ایجاد شده توسط افراد دارد. ۱۹۷۴- (کانمن و تورسکی) یکی از آثار برجسته آنان با عنوان "قضاوت در شرایط عدم اطمینان: اکتشافات و تعصبات"، منتشر شد. آنها سه نوع اکتشاف را توصیف کردند: نمایندگی، دسترسی و anchoring. آنها بیان کردند "درک بهتر این اکتشافات و تعصباتی که منجر به آنها می شود می تواند قضاوت و تصمیم گیری را در موقعیت های نامطمئن بهبود بخشد" (چودھاری و اھوجا، ۲۰۱۷)

۱۹۷۵- (کان و همکاران) شواهد تجربی از کاهش ریسک گریزی اشخاص در هنگام افزایش ثروت آنها در بورس های معتبر جهان ارائه نمود (بیدگلی و کردلوئی، ۱۳۸۹). ۱۹۷۶- (استاو) اولین توضیح عمده در خصوص منظور نمودن هزینه های از دست رفته در تصمیم گیری افراد که منجر به رفتارهای غیر منطقی اقتصادی می گردد را بیان نمود. وی عنوان نمود این رفتار

مبتنی بر پایه خود اسنادی است که در آن فرد به دنبال بیان کردن یک پس نگرى منطقی برای تصمیم سرمایه گذاری اولیه خود است (جورج کانان، ۱۹۹۳).

۱۹۷۹- (کانمن و تورسکی) مهمترین کار آنها تحت عنوان "نظریه چشم انداز: تجزیه و تحلیل تصمیم گیری در شرایط ریسک" در اقتصادسنجی ظاهر شد، که "نقد نظریه سود مورد انتظار به عنوان یک مدل توصیفی تصمیم گیری در شرایط خطر" بود و مدل پیشنهادی توسعه یافته نظریه چشم انداز نامیده شد. با توسعه نظریه چشم انداز، نشان دادند که چگونه افراد ریسک و عدم اطمینان را مدیریت می کنند. این نظریه، بی نظمی آشکار در رفتار انسان را هنگام ارزیابی ریسک در شرایط عدم اطمینان توضیح می دهد. این می گوید که انسان ها به طور ثابتی ریسک گریز نیستند؛ در عوض، آنها در زیانها ریسک پذیر. اما در سودها ریسک گریز هستند. "تأثیر قطعی" این است که مردم به نتایجی که مطمئن تر تصور میشوند، نسبت به موارد احتمالی بیشتر اهمیت میدهند. کانمن در سال ۲۰۰۲ جایزه نوبل اقتصاد را برای کار خود در نظریه چشم انداز دریافت کرد. تابع حداکثر سازی ارزش در نظریه چشم انداز از آنچه در تئوری مدرن پرتفولیو است متفاوت است. در تئوری مدرن پرتفولیو، حداکثر سازی ثروت بر اساس ارزش نهایی سرمایه گذاری است در حالی که نظریه چشم انداز سود و زیان را به حساب می آورد. این به این معنی است که مردم در شرایطی با مقادیر ثروت نهایی یکسان ممکن است انتخابهای متفاوتی داشته باشند. افراد بیش از آنکه از سود خوشنود شوند از زیان بیزارند. یکی دیگر از عناصر نظریه چشم انداز، تابع وزن است: ارزش هر نتیجه با وزن تصمیم گیری ضرب می شود. وزن تصمیم گیری تاثیر رویدادها را بر مطلوبیت سرمایه گذاری اندازه گیری می کند. آنها احتمال نیستند و معمولا به وحدت نمی رسند. این ویژگی را عدم اطمینان نامیدند. نظریه چشم انداز چند حالت ذهنی را توصیف می کند که انتظار می رود بر فرایندهای تصمیم گیری فرد تاثیر بگذارد (چودهارى و اهوچا، ۲۰۱۷).

#### دهه ۱۹۸۰

۱۹۸۰ - (ابدل خلیل و الشاعی) ۲۸ مشارکت کننده با تجربه وام تجاری را در نظر گرفتند برای مقایسه اهمیت نسبی نسبتهای مالی مختلف برای قضاوت که آیا شرکتیدر پرداخت بدهیهایش شکست خواهد خورد؟ برای تایید این عمل، هر شرکت کننده از یک لیست شامل ۱۰ نسبت مالی، آن نسبتهایی که می پنداشت بیشترین ارتباط را برای پیش بینی شکست دارند، انتخاب کرد. نسبتهای انتخاب شده به وسیله مشارکت کنندگان و پیش بینی آنها با نسبتها و پیش بینی یک مدل ریاضی با استفاده از داده های مشابه مقایسه شد. نتایج نشان داده شده برای پیش بینی پایین مشارکت کنندگان به طور عمده به انتخاب بهینه کمتر در درک اشارات اطلاعات بستگی داشت و اگر چه به نظر نمیرسید فرآیند پردازش انسان از نسبتهای انتخاب شده سهم با اهمیت برای این عملکرد ضعیف داشته باشد.

۱۹۸۱- (کانمن و تورسکی) اثر معروف به عنوان "چارچوب" در مقاله خود معرفی کردند. نشان داده شد که زمانی که مسایل مشابهی با روش های مختلف طراحی شده بودند، اصول روانشناختی که بر ادراک مسائل تصمیم گیری و ارزیابی احتمالات و نتایج حاکم بود، سبب تغییرات پیش بینی ارجحیت می شد. "چارچوب" اشاره میکند به شیوه ای که مسئله مشابه به روش های مختلف به کار گرفته می شود و به تصمیم گیرندگان ارائه می شود و چگونه این تفاوتها میتواند بر شکل گیری تصمیمات تاثیر بگذارد، به گونه ای که محرک های کلاسیک انتخاب منطقی نداشته باشند. همچنین، زمانی که همان مشکل را با روش های مختلف ارائه می شود، تغییرات سیستماتیک اولویت را نشان داد. یکی از جنبه های مهم فرآیند چارچوب این است که نسبت به ثروت ثابت نهایی، مردم تمایل دارند نتایج را به عنوان سود و زیان درک کنند. سود و زیان در مقایسه با برخی از نقاط اولویت خنثی تعریف میشود و تغییرات نسبت به آن در شرایط نسبی، و نه به صورت مطلق، اندازه گیری می شود (چودهارى و اهوچا، ۲۰۱۷). ۱۹۸۱- (فورنهام) مردم با تمایلات برونگرایانه در جستجوی تعاملات اجتماعی و فعالیتهای فیزیکی هستند و در اوقات فراغتشان به احتمال زیاد فعالیتهایی انجام می دهند که هزینه های اضافی را به آنها متحمل می سازد.

۱۹۸۲ - (بل، لومز و سوگن) افراد بر اساس پشیمانی مورد انتظار تصمیم میگیرند نه بر مبنای ارزش مورد انتظار (هیبتی و همکاران، ۱۳۹۳). ۱۹۸۳- (کانمن و تورسکی) به توصیف ریسک گریزی پرداختند به عنوان کاری پیشرو در تئوری چشم انداز

به عنوان یک شرایطی که جلوه زیانها به صورت با اهمیتی بزرگتر است از سودها و هر دو ضرر و زیان در رابطه با وضعیت موجود و نه در زمینه ایده آل مشاهده می شود. بدان معنی است که مردم تمایل دارند ریسک بیشتر بگیرند برای جلوگیری از زیان نسبت به تحقق سود (چودهارى و اهوچا، ۲۰۱۷).

۱۹۸۴- (گرینبلت و همکاران) شرکت هایی که از عملکرد نامطلوب رنج می بردند، کمتر ریسک گریز بودند و و بیشتر تمایل به ریسک داشتند (چودهارى و اهوچا، ۲۰۱۷). ۱۹۸۴- (مک کلر) برونرهاها به تصمیمات شیوه زندگی عجیب و غریب تمایل دارند در حالیکه درونرهاها بیشتر نگران پول و تاثیرات آن هستند.

۱۹۸۵- (شفرین و استاتمن) افراد سهام بازنده را برای دوره بلندمدت نگهداری می کنند و در مقابل سهام برنده را به زودی به فروش می رسانند، که این روش رفتار تحت عنوان ترس از پشیمانی مطرح گردید (زنجیردار و همکاران، ۱۳۹۳). ۱۹۸۵- (آرکس و بلومر) به انجام کار تجربی بر روی اثرات هزینه های از دست رفته و تشدید تعهدات برای یک فعالیت زیان آور پرداختند. آنها عنوان نمودند که ۱- تصمیم گیرندگان تمایل به تعهد وجوه اضافی بر سرمایه گذاریهای غیر سودآور نسبت به موارد سود آور دارند. ۲- تصمیم به ادامه یا عدم سرمایه گذاری سرکش همچنین به سهم هزینه های برنامه ریزی شده در یک پروژه که در حال حاضر تعهد شده است نسبت به هزینه های قطعی، بستگی دارد. ۳- هنگامی که تصمیم گیرندگان شخصا مسئول عواقب بعدی تصمیم گیری هستند آنها اساسا تمایل بیشتری به تعهد میزان بیشتری از منابع دارند.

۱۹۸۵- (تاها و دی بونت) به بررسی بازار سهام پرداختند و فرض کردند که تعصب شناختی فرد میتواند یک پیش بینی اشتباه قیمت سهام در بورس اوراق بهادار را به همراه داشته باشد. آنها زمینه یافته های روانشناسی تجربی را بکار گرفتند که مردم اغلب اوقات بیش از حد غیرمنتظره هستند و رویدادهای اخبار نمایشی بر بازده سبد سهام آنها اثر می گذارد. آنها یافتند که بازندگان بر سبد برندگان تاثیر می گذارند. به این معنا که مردم بیش از حد به اخبار بد واکنش نشان می دهند و اجازه می دهند که اخبار بد بر روی سبد سرمایه گذاریشان و تصمیم گیری آنها در انتخاب سبد تاثیر بیش از حد داشته باشد.

۱۹۸۶- (وایت) به دومین توضیح در خصوص لحاظ نمودن هزینه های از دست رفته در تصمیم گیری غیر منطقی افراد پرداخت. این توضیح ریشه در تئوری چشم انداز دارد. توضیح خود اسنادی اثرات هزینه های از دست رفته ناشی از این مفهوم است که اشخاص یک نیاز قوی برای دقیق و صحیح بودن دارند که ممکن است آنها را به طور پیش فرض مجبور به توجیه فعالیتهایشان نماید، به دنبال اینکه به خودشان و به دیگران ثابت کنند که آنها منطقی هستند (جورج کانان-۱۹۹۳).

۱۹۸۸- (اندرسون و کرووز) با نشان دادن یک توالی از قیمت های سهام تاریخی به مردم، نظریه بازار کارا را بیشتر به چالش کشیدند. آنها نشان دادند که هنگامی که یک روند ظاهر میشود مردم تمایل دارند به استخراج قیمت های گذشته و اجازه میدهند که بر تصمیمات سرمایه گذاریشان اثر داشته باشد. به عنوان مثال اگر در روند گذشته، یک حساب قیمتی از ارزش یک شاخص وجود داشته باشد افراد یک حساب قیمت جدیدی را در آینده تشکیل میدهند (جوردن فیگر، ۲۰۱۷).

۱۹۸۸- (لوویس و همکاران) آیا اطلاعات انتخابی در پیش بینی عملکرد مطلوب تصمیم گیرندگان فاکتور اصلی است؟ در این مطالعه ۴۷ تحلیلگر باتجربه مشارکت کردند برای پیش بینی اینکه آیا رتبه بندی اوراق قرضه صادر شده شهرداری پس از افشای فراهم شده برای مشارکت کنندگان تغییر خواهد کرد؟ تحلیلگران به دو گروه تقسیم شدند: آنهايي که از بین ۱۲ آیتم اطلاعاتی باید ۵ آیتم را برای پیش بینی اوراق قرضه انتخاب می کردند و کسانی که ۵ آیتم انتخاب شده توسط مدلهای آماری را در اختیار داشتند. پیش بینی هر گروه با پیش بینی مدلهای آماری مقایسه شد. نتایج نشان داد که مدلهای آماری از تحلیلگران هر دو گروه بالاتر است. درصد پیش بینی صحیح یا نرخ موفقیت نائل شده به وسیله مدل آماری ۶۰٪ بود در حالیکه نرخ موفقیت هر دو گروه تحلیل کننده ۴۵٪ و ۴۶٪ به دست آمد. بنابراین به نظر میرسد که انتخاب اطلاعات مطلوب مشارکت داده شده در تصمیم گیری برای پیش بینی نادرست است. به عبارت دیگر نوع انتخاب نسبت های مالی اثر با اهمیتی بر تصمیم گیری ندارد. تحلیلگرانی که نسبت های دریافتی از مدلهای آماری را دریافت کرده بودند نیز پیش بینی صحیح تری نداشتند این نتایج نشان می دهد که به نظر نمی رسد اطلاعات انتخابی تنها فاکتور مربوط برای عملکرد پیش بینی ضعیف تحلیلها باشد. در همین سال یک اعتبار بخشی با اطلاعات اضافی برای تصدیق نتایج فوق بکار گرفته شد اما اینبار توانایی پیش

بینی مدل‌های آماری درمقایسه با نرخ موفقیت ۳۹٪ و ۴۰٪ برای هر دو گروه تحلیلگر به طور عمده ای به ۴۵٪ کاهش یافت. به نظر می‌رسد تحلیلگران ثبات بیشتری در پیش بینی های خود نسبت به مدل‌های آماری دارند (جورج کانان-۱۹۹۳).

۱۹۸۸- (پاکوئیتته و کیدا) به موضوع پیش بینی صحیح تصمیم گیرندگان هنگامی که با سطوح متنوعی از پیچیدگی وظایف مواجه هستند پرداختند. ۴۸ حرفه ای با پیشینه متفاوت در حسابداری عمومی، تحلیلگران مالی و کنترل گرها در مورد چگونگی اعمال ۴ استراتژی مختلف تصمیم برای ارزیابی ۵ نسبت مالی و انتخاب شرکتی با بالاترین رتبه بندی اوراق بهادار مورد مطالعه قرار گرفتند. سطح پیچیدگی وظیفه برای مقایسه موضوعات با فراهم کردن مجموعه های ۲، ۵ و ۹ شرکت دستکاری شد. یافته ها نشان دادند که: ۱- استراتژیهای تصمیم که به طور کامل همه اطلاعات در دسترس را به طور با اهمیتی استفاده نمی کنند نسبت به استراتژیهایی که همه اطلاعات در دسترس را بکار میگیرند، نیاز به زمان کمتری برای تصمیم گیری دارند. ۲- کاهش استراتژیهای پردازش صرف نظر از سطح پیچیدگی و طبقه و اهمیت به کاهش صحت منجر نمی شوند. ۳- دقت موضوعات در انتخاب شرکتی با بالاترین رتبه بندی اوراق قرضه به موازات افزایش تعداد شرکتها در مجموعه اطلاعات از ۲ به ۵ و سپس ۹ شرکت کاهش یافت. به نظر می‌رسد که توانایی پردازش اطلاعات محدود تصمیم گیرندگان زمانیکه میزان اطلاعات در دسترس افزایش می یابد، باعث کاهش دقت پیش بینی میشود.

۱۹۸۹- (تورسکی و گیلویچ) افراد موفقیت‌های شانس خود را ناشی از مهارت خویش می‌پندارند؛ افراد موفقیت‌های خود را یادآوری می‌کنند ولی شکست‌ها را خیر. این پدیده تحت عنوان دست داغ مطرح گردید (هیبتی و همکاران، ۱۳۹۳).

#### دهه ۱۹۹۰

۱۹۹۰- (چینینگ و هارل) اثر افزایش تعداد نشانه های اطلاعات را بر روی استفاده از نشانه و کیفیت تصمیمات آزمون کردند. فرض آنها بر این بود که اشخاصی که به نظر می‌رسد اطلاعات بیش از حد را تجربه کرده اند کیفیت تصمیماتشان بیشتر از کسانی است که اطلاعات زیادی در اختیار ندارند. ۷۰ شرکت کننده حسابرسان و ۶۷ نفر دانشجو مورد مطالعه قرار گرفتند و از آنها خواسته شد که اطلاعات نسبت‌های مالی را برای تخمین احتمال اینکه یک شرکت پریشانی مالی را تجربه خواهد کرد، استفاده کنند. میزان اطلاعات ارائه شده برای مشارکت کنندگان به وسیله تغییر تعداد نسبت‌های مالی که برای پیش بینی آشفته‌گی مالی در دسترس بود، دستکاری شد. سه سطح اطلاعات به وسیله ۴، ۶ و ۸ نسبت مالی ارائه گردید. مشارکت کنندگان به ۲ گروه تقسیم شدند: گروه A شامل ۵۵ شرکت کننده که به نظر نمی‌رسد اطلاعات بیش از حد را تجربه کرده باشند و گروه B شامل ۲۹ شرکت کننده به اعتقاد بر این بود که اطلاعات اضافی را تجربه کرده اند. نتایج آزمایش نشان داد که استفاده مشارکت کنندگان گروه A از تعداد نسبت‌های مالی به طور عمده ای افزایش یافته است به طوریکه تعداد نسبت‌های استفاده شده برای آنها از ۴ به ۶ و سپس ۸ نسبت افزایش یافته است. در مقابل، استفاده اطلاعات برای گروه B از ۴ به ۶ نسبت افزایش یافت. بدین معنا که استفاده مشارکت کنندگان گروه B از نسبتها هنگامی که ۸ نسبت در اختیار آنها قرار گرفت، کاهش یافت. همچنین نتایج نشان داد که ثبات و یکنواختی تصمیمات نائل شده هنگام افزایش بارگیری اطلاعات به ۸ نشانه، به وسیله مشارکت کنندگان گروه B کاهش یافت در حالیکه یکنواختی تصمیمات اتخاذ شده توسط مشارکت کنندگان گروه A نسبتاً بدون تغییر باقی ماند.

۱۹۹۰- (جانسون) به مقایسه ۲ گروه سنی بین ۲۰ تا ۳۰ سال و گروه سنی بزرگتر از ۶۴ سال پرداخت. وی از استراتژیهای ساده در تصمیم گیری استفاده نمود و نتایج نشان داد که بزرگسالان مسن تر یک استراتژی تصمیم گیری را انتخاب نمودند که اطلاعات درباره نشانه های معکوس را با دیگر اطلاعات علی ادغام نمی کرد. بزرگسالان مسن تر نسبت به جوانان به اعتماد بیشتری به نشانه ها در تصمیم گیریهای مالی تمایل دارند.

۱۹۹۲- (لبرون و همکاران) در پژوهش خود بیان کردند که میزان ریسک‌گریزی هر فرد متأثر از عوامل درونی است و عناصر محیطی بر آن بی‌تأثیرند (خواجوی و فتاحی، ۱۳۹۲). ۱۹۹۲- (رایلی و چو) دریافتند که بین ریسک‌گریزی افراد و سن، درآمد، ثروت و تحصیلات افراد رابطه معنا داری وجود دارد. با افزایش درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، درجه ریسک‌پذیری آنها نیز افزایش خواهد یافت. ولی بین سن افراد و ریسک‌پذیری رابطه عکس وجود دارد (بیدگلی و کردلوئی، ۱۳۸۹).

۱۹۹۳- (جورج کانان) با بازبینی چند مطالعه بیان نمود که محتوای تصمیم‌گیریهای مالی، همانند محتوای تصمیمات دیگر، تواناییهای پردازش محدود تصمیم‌گیرندگان ممکن است باعث کاهش در صحت شود به ویژه هنگامی که میزان اطلاعات در دسترس بیش از یک سطح مطلوب افزایش می‌یابد.

۱۹۹۵- (لافران و ریترو، اسپیس و افلک گریوز) پس از عرضه سهام فصلی، بازده سهام فردی ضعیف است و بیش از یک سال پس از عرضه به طور متوسط ادامه می‌یابد. ۱۹۹۵- (میشاییل و همکاران) آغاز سود سهام‌منجر به کاهش رضایت مثبت و تقسیم سود در جهت عکس میشود (چودهاری و اهوچا، ۲۰۱۷).

۱۹۹۵- (کریستی و هوانگ) به تحقیقاتی پیرامون رفتار گروهی در بازار از طریق ۳۳۱ بازگشت سرمایه سرمایه‌گذاران در بازار بورس نیویورک پرداختند. مدل آن‌ها بیان می‌داشت که سرمایه‌گذاران در دوره‌هایی که بازار دارای حرکت معمولی است از اطلاعات خود استفاده می‌کنند اما در دوره‌هایی که بازار حرکت‌های غیرعادی دارد سرمایه‌گذاران تمایل دارند که از رفتار کلی بازار تبعیت کنند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که رفتار گروهی عامل تعیین‌کننده‌ی بازده‌های سهام در زمان تلاطم بازار نیست. آنها مطرح کردند که رفتار گروهی می‌تواند خود را در داده‌های سهام آشکار نماید. به نظر آن‌ها، از آن جایی که سرمایه‌گذاران جهت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری به پیروی از اجماع کل بازار گرایش دارند، می‌توان انتظار داشت انحراف بازده سهام شرکت‌ها از بازده کل بازار کم باشد (جهانگیری راد و همکاران، ۱۳۹۳).

۱۹۹۶- (مرادیان و الور) با تحقیق بر روی رفتارهای خرید دریافتند که هر دو گروه برون‌گرا و درون‌گرا پیش‌بینی‌کنندگان قدرتمندی هستند با توجه به اینکه گروه اول به اهداف اجتماعی و مصرف‌آشکار و گروه دوم به خوشحالی شخصی و مدیریت روحیه مرتبط میشوند.

۱۹۹۷- (دسای و جین) شواهدی از ریزش پس از تقسیم سود سهام پیدا می‌کنند. ۱۹۹۸- (اودن) ویژگی فرا اطمینان را مورد بررسی قرار دارد و مشخص شد که معامله‌گرانی که اغلب معاملات را انجام می‌دهند، به طور متوسط به میزان قابل توجهی بازده پایین‌تری را نسبت به بازاردریافت می‌کنند (چودهاری و اهوچا، ۲۰۱۷).

۱۹۹۹- (اودن) فرا اطمینان را یکی از دلایل حجم بالای معاملات افراد عنوان کرد و بیان نمود که این ویژگی سبب می‌شود افراد تصمیم‌های دیگران را متأثر از اثر تمایلاتی، و در مقابل تصمیم‌های خود را عقلایی‌تر بدانند. این رفتار به‌خصوص در حوزه‌هایی که افراد دانش هم داشته باشند تشدید می‌شود، مثلاً افراد سهام‌آشنای محلی یا مربوط به کشور خود را نسبت به سهام شرکت‌های خارجی ترجیح می‌دهند، چرا که احساس می‌کنند اطلاعات بیشتری نسبت به آن دارند در حالیکه ممکن است این تصور نادرست باشد (زنجیردار و همکاران، ۱۳۹۳). ۱۹۹۹- (تاہلر) نیاز به تمایز بین دو گروه از سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاران کاملاً منطقی که وجود ندارند و سرمایه‌گذاران نسبتاً منطقی را مطرح کرد. سرمایه‌گذار منطقی سعی می‌کند که تصمیمات مناسبی بگیرد، اما ممکن است با پیش‌بینی اشتباه شکست بخورد.

## دهه ۲۰۰۰

۲۰۰۰- (روبرت و روبینز) دانش آموزان با شخصیت برون‌گرا با احتمال بیشتری اهداف زندگی اقتصادی دارند. ۲۰۰۰- (شفرین) فرا اطمینان "به این بستگی دارد که چگونه افراد توانایی‌های خود و محدودیت‌های دانش خود را درک می‌کنند". یک ویژگی مشترک در میان سرمایه‌گذاران، اطمینان عمومی نسبت به توانایی‌های خود در هنگام انتخاب سهام تصمیم به اینکه چه زمانی به یک موقعیت وارد یا خارج شود، است (چودهاری و اهوچا، ۲۰۱۷).

۲۰۰۱- (باربریس و همکاران) به بیان پدیده اثر پول‌خانگی پرداختند و بدین منظور مدلی را ارائه کردند که بر اساس آن افراد پس از یک دوره سود، زیان‌گریزی کمتر و پس از یک دوره زیان، زیان‌گریزی بیشتری از خودبروز دادند (زنجیردار و همکاران همکاران، ۲۰۱۴). ۲۰۰۱- (نوفسینگر) فرا اطمینان باعث می‌شود تا افراد دانش خود را بیش از حد، خطرها را کمتر از حد و توانایی خود را برای کنترل حوادث اغراق‌آمیز تخمین بزنند. انتخاب ایمن ویژه کار بسیار دشواری است. جالب توجه است این نوع فعالیت دقیقاً همان کاری است که مردم در آن بیشترین اطمینان را نشان می‌دهند (چودهاری و اهوچا، ۲۰۱۷).

۲۰۰۱- (لرنر، کلتنر) روانشناسان بیان کرده اند که عصبانیت یک شخص را ریسک پذیرتر و خوش بین تر می سازد. آنها نشان دادند هنگامیکه افراد احساس ترس را تجربه می کنند به بدبینی و ریسک گریزی تمایل بیشتری دارند. ۲۰۰۱- (اودن و باربر) به مطالعه رفتار سرمایه گذاران در رابطه با جنسیت بین سالهای ۱۹۹۱ و ۱۹۹۷ بر مبنای این فرضیه که سرمایه گذاران دارای اعتماد به نفس بیشتر، بیش از حد معامله می کنند و باید نتایج بدتری را در بر داشته باشند، پرداختند. نتایج نشان داد که مردان ۴۵٪ بیشتر از زنان معامله کردند و در حالیکه بازده زنان ۱،۷٪ در طول این دوره کاهش یافت، بازده مربوط به مردان ۲،۵٪ کاهش یافت. این نتیجه ارتباط بین اطمینان، معامله بیش از حد و نتایج بد را تایید نمود.

۲۰۰۲- (هیتون) به خوش بینی مدیریتی نگاه می کند و اینکه چگونه جریان نقدی آزاد می تواند به شرکتها با مدیران بیش از حد خوش بین هم کمک کند و هم آسیب بزند. در این مقاله، هیتون میگوید که مدیران بیش از حد خوش بین ارزش فعلی خالص پروژه های شرکت را بیشتر از حد برآورد می کنند و همچنین اعتقاد دارند که اوراق بهادار خطرناک شرکت کم ارزش هستند. این فرض دو نتیجه دارد. اول این است که مدیر گرایش مییابند به پروژه هایی که در واقع خالص ارزش فعلی منفی دارند، زیرا آنها نسبت به ارزش واقعی پروژه بیش از اندازه خوشبین هستند. به این معنا، جریان نقدی آزاد یک چیز بد است زیرا باعث پذیرفتن آسانتر پروژه های بد می شود. از سوی دیگر، اگر یک مدیر اوراق بهادار شرکت را کمتر از ارزش ارزیابی کند، احتمالاً کمتر مایل به صدور اوراق بهادار جدید برای سرمایه گذاری پروژه های مثبت NPV باشد. این ترکیب منجر به زیان قابل توجهی برای شرکت می شود (چودهاری و اهوچا، ۲۰۱۷).

۲۰۰۳- (وبر و زوخل) عنوان کردند که سرمایه گذارانی که صبح را با سود آغاز نموده اند خود را در معرض ریسک های عصرقرانمی دهند، و بدین ترتیب از زیان احتمالی دوری نموده و سود کسب شده پیشین را حفظ می نمایند (زنجیردار و همکاران، ۲۰۱۴). ۲۰۰۳- (شیلر) مالی رفتاری، رویکرد مالی چهارچوب بازار کارا را یک مرحله به عقب بر میگردداند و به جای آن یک پیش فرض گسترده را به کار می گیرد که زمینه های روانشناسی و جامعه شناسی را با مالی ترکیب می کند. ۲۰۰۳- (مریکاس) با انجام تحقیق در بورس یونان نشان داد که سرمایه گذار برای ورود به سرمایه گذاری تنها معیارهای اقتصادی نیست، بلکه توام با فاکتورهای روانشناختی نیز می باشد. یافته های وی آشکار ساخت که سرمایه گذار تصمیمات کاملاً عقلایی اتخاذ نمی نماید، بلکه اطلاعات موجود را با احساس و انتظارخویش آمیخته نموده و وارد سرمایه گذاری می شود (بیدگلی و کردلوئی، ۱۳۸۹).

۲۰۰۴- (لوییس و ویت) در مطالعه خود به تصمیمات مالی مشتریان و ارزش روانشناسی پرداختند. آنها اشاره کردند که تصمیمات مالی مصرف کننده شامل ارزش های روحی، جسمی و اجتماعی است که در احساسات ریشه دارد. رفتار مصرف کننده به استثنای بازاربازها می تواند به عنوان غیر منطقی و حتی غیر مسئولانه ظاهر شود. اما با شناختن کانالهای احساسی که تبلیغکنندگان از آن برای ترغیب خریداران استفاده می کنند میتوان به کانالهای ارزشمندی دست یافت.

۲۰۰۵- (سوئل) معتقد است که امور مالی رفتاری، بررسی تأثیر روانشناسی بر رفتار متخصصین مالی و به تبع تأثیر آن در بازارها است. علاوه بر این در سال ۲۰۰۷، وی اظهار داشت که ملاحظات مالی رفتاری، تئوری کارایی بازار را به چالش می کشد با در نظر گرفتن اینکه چرا و به چه دلیل بازار به دلیل رفتار انسانی غیر منطقی میتواند ناکارآمد باشد (چودهاری و اهوچا، ۲۰۱۷). ۲۰۰۵- (بیکر و نوفسینگر) مالی رفتاری در مورد رفتار سرمایه گذاران، تصمیم گیرندگان مالی مطالبی بیان می کند، اما در مورد چرایی و چگونگی این رفتارها سخنی به میان نمی آورد. بنابراین نیاز به یک نظریه جامع در این حوزه احساس می شود. منتقدان به فقدان یک نظریه همه جانبه برای توضیح تعصبات روانی و تأثیرات اجتماعی به عنوان مشکل موجود در مالی رفتاری اشاره می کنند. در این سال پژوهشها به سمت مالی عصبی رفت (خواجوی و فتاحی، ۱۳۹۲).

۲۰۰۶- (دمیر و کوتان) به مطالعه رفتار گروهی در بازار چین پرداختند و شواهدی از رفتار گروهی در بین سرمایه گذاران چینی پیدا نکردند. آنها بیان نمودند که سرمایه گذاران در بازار کاهشی بیشتر از بازار افزایشی تمایل به رفتار مشابه دارند.

۲۰۰۷- (یوسفی و شهر آبادی) در تحقیق خود وجود رفتار گروهی بین سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی و آزمون قرار دادند. نتایج حاکی از وجود رفتار گروهی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران داشت. همچنین بیانگر آن بود که بین بازده بازار و پدیده رفتار گروهی رابطه معناداری وجود ندارد. ۲۰۰۷- (سوئل) عنوان کرد که یک اکتشاف

باعث می شود ما بر این باور باشیم که "مانند باعث مانند است" و "ظاهر برابر واقعیت است"؛ او از این بیانات برای توضیح اینکه چگونه مردم بر اساس شباهت به قضاوت می رسند و وضعیت را بر مبنای موقعیت های دیگریا نمونه هایی از همان موقعیت ارزیابی می کنند، استفاده کرد (دنيسا والسووا, ۲۰۱۶). ۲۰۰۷- (علی سعیدی) باتبیین وجودعکس العمل احساسی در بازار سرمایه، چگونگی اندازه گیری آن را در مدلی توصیفی تشریح نموده و مدلی رفتاری را برای توضیح ارزش گذاری سهام از دیدگاه سرمایه گذاران در مقایسه با دیدگاه عقلایی ارائه می دهد (هیبتی و همکاران, ۱۳۹۳)

۲۰۰۹- (هات) یکی از جنبه های منفی رفتار گروهی حباب قیمت است که بازار را از حالت تعادل خارج میکند. حباب قیمت میتواند به وسیله رفتار گروهی شکل گیرد (جهانگیری راد و همکاران, ۱۳۹۳). ۲۰۰۹- (فرناندز و دیگران) تورشهای رفتاری را به دو گروه تورشهای شناختی مانند در دسترس بودن که ریشه در ادراک و تورشهای احساسی مانند زیان گریزی که ریشه در عواطف دارد طبقه بندی کردند و ابراز نمودند که هر دوی این موارد موجب اتخاذ تصمیمات غیر منطقی توسط افراد می گردد (زنجیردار و همکاران, ۱۳۹۳). ۲۰۰۹- (رهنمای رودپشتی و یزدانی) باننتشار مقاله ای تحت عنوان "کاربرد تئوری های روانشناسی در حسابداری" به بررسی کاربردهای روانشناسی در حسابداری در مورد درک مدیریت سود شرکت ها، چگونگی تأثیر نحوه افشای اطلاعات بر کاربرد اطلاعات مالی توسط سرمایه گذاران و نحوه تأثیر انگیزه تحلیل گران بر گزارش های تحلیلی شان پرداختند.

۲۰۰۹- (مک کری) ۲۰۰۴- (کارور و شیر) اگر در بررسی روانشناسی و تصمیمات مالی عامل سن حذف گردد، می توان مشاهده کرد که نوع شخصیت و خصوصیات افراد نیز در تصمیم گیری آنها در انتخابهای زندگی تأثیر دارد و آن را با شخصیت روانشناسی و بدهی دانشجویان ارتباط داد. این مطالعه دو نوع شخصیت درونگرا و برونگرا را مورد بررسی قرار می دهد و اشاره میکند به خصوصیات افراد برونگرا شامل گرما، اعتماد به نفس، مثبت بودن و در مقابل عنوان میکند که افراد درونگرا مستعد عصبانیت، اضطراب، افسردگی و تغییرات خلقی هستند در حالیکه عموماً عاطفی هستند و به سوالات که چرا دانشجویان پول قرض میگیرند پاسخ می دهد (ایماشووا و کیم, ۲۰۱۶).

#### دهه جاری (۲۰۱۶-۲۰۱۰)

۲۰۱۰- (دیکات و همکاران) چرایی و چگونگی رخداد رفتارها، نیاز به بررسی عملکرد مغز انسان دارد. این زمینه نوین از حسابداری به نام مالی عصبی مطرح شد که تلاش می کند فرآیندهای مغز را به رفتار سرمایه گذاران مرتبط کند (خواجهی و فتاحی ۱۳۹۲). ۲۰۱۰- (اسلامی بیدگلی و کردلوئی) به دوری از تاسف و پشیمانی اشاره می کنند. در مواقعی اتفاق می افتد با وجود آنکه یک سرمایه گذاری به نظر خوب می آید اما سرمایه گذار از آن احتراز نموده و نوعی ترس برای ورود به آن سرمایه گذاری خاص از خود نشان می دهد، در چنین حالتی ریسک گریزی سرمایه گذار به علت فرار از حالت تاسف و پشیمان شدن در آینده می باشد. چنین حالتی باعث می شود که سرمایه گذار با تاخیر وارد سرمایه گذاری شود. ضمناً اتفاق می افتد که نیات و تصمیمات خوب اقتصادی سرمایه گذار بالفعل نشود و این خود نوعی زیان است.

۲۰۱۱- (فینک میثائیل و همکاران) امتیاز سواد مالی حدود ۱ درصد در سال بعد از ۶۰ سالگی کاهش می یابد (ایماشووا و کیم, ۲۰۱۶). ۲۰۱۱- (کوهن و نوتسن) حالت روحی خوب، خوش بینی و ریسک پذیری را در افراد افزایش می دهد. ۲۰۱۱- (هیبتی و همکاران) به مقایسه و ارزیابی الگوی انتخاب پرتفوی کلاسیک و رفتاری بر اساس شاخص های ریسک کلاسیک و مدرن پرداخته است. در این تحقیق داده های ده ساله بازدهی شاخص قیمت و بازدهی نقدی بورس اوراق بهادار تهران مورد استفاده قرار گرفته آزمون آماری فرضیه های تحقیق در سطح خطای ۵٪ حاکی از آنست که هر چند بازدهی پرتفوی های حاصله در دو مدل کلاسیک و رفتاری تفاوت معنادار نداشته اند، لیکن ریسک پرتفوی رفتاری با استفاده از شاخص نیم انحراف معیار به طور معنادار کمتر از پرتفوی های کلاسیک بوده است. همچنین آزمون آماری فرضیه های تحقیق نشان دهنده آنست که بازدهی و ریسک پرتفوی های رفتاری بر اساس هر دو شاخص انحراف معیار و نیم انحراف معیار تفاوت معنادار نداشته اند.



۲۰۱۲- (سویاش) ریسک‌گریزی و فرا اطمینان، تنها تعصبات در حال حاضر و مهم، تا کنون نیستند. تحقیقات روانشناختی و رفتاری طیف وسیعی از تعصبات خاص را تشخیص می‌دهد. کارها و مطالعات اخیر در مالی رفتاری بیش از پنجاه مورد از این موارد رفتار سرمایه‌گذار شخصی در موقعیت‌ها و زمینه‌های مختلف اشاره کرده است. برخی از محققان بین تعصبات و اکتشافات تمایز قائل نیستند و از اصطلاحات قابل جایگزین استفاده می‌کنند، برخی دیگر تمایز قائل می‌شوند و می‌نامند تعصبات "باورها، قضاوت‌ها، یا ترجیحات"، و در عین حال دیگران هنوز برای معناداری دسته‌بندی تعصبات به یک چارچوب، به عنوان مثال در خطوط شناختی عاطفی تلاش می‌کنند. ۲۰۱۲- (بنیت دیوید و همکاران) شناخت با افزایش سن کاهش می‌یابد و چندین مطالعه اخیر اثر کاهش شناخت بر تصمیم‌گیریهای مالی را ارزیابی کرده‌اند (ایماشو و کیم، ۲۰۱۶).

۲۰۱۲- (الیسا گمبتی و فیورلا گیوسبرتی) بررسی کردند که افراد تا چه حد بر اساس آمادگی سرشتی که برای هیجانی خاص مانند خشم یا اضطراب دارند اقدام به تصمیم‌گیری مالی می‌کنند. آنها از پرسشنامه شش سؤالی استفاده نمودند که تصمیمات سرمایه‌گذاری در زندگی واقعی، قابلیت پیش‌بینی روند تغییرات سهام و ترجیح دادن سرمایه‌گذاری‌های پرریسک را بررسی می‌کرد. نتایج نشان داد که ویژگی خشم تصمیمات پرریسک را پیش‌بینی می‌کند: خشم با تمایل به سرمایه‌گذاری پول در انواع مختلف سهام، ترجیح دادن سرمایه‌گذاری‌های میان‌مدت و بلندمدت و برآورد بالای قابلیت پیش‌بینی روند تغییرات قیمت سهام ارتباط مثبتی داشت. در مقابل، ویژگی اضطراب تصمیمات مالی محافظه‌کارانه را پیش‌بینی می‌کند: اضطراب با تصمیم به عدم سرمایه‌گذاری پس‌اندازها، داشتن حساب بهره‌دار و قابلیت پیش‌بینی اندک روند سهام ارتباط داشت. در سناریوهای فرضی، ویژگی خشم پورتنوی با ریسک متوسط و تصمیم برای منتظر ماندن قبل از فروش سرمایه‌گذار با سود یا با زیان را پیش‌بینی می‌کند، در حالی که ویژگی اضطراب با ترجیح دادن پورتنوی با ریسک اندک و تصمیم برای فروش فوری سهام در صورت افزایش یا کاهش ارزش آن ارتباط داشت.

۲۰۱۳- (رابرت) اثرهزینه‌های از دست رفته را در یک بازی کارت تجربی با کارت‌های با قیمت‌های متفاوت بررسی می‌کند و نشان می‌دهد که هزینه‌های از دست رفته بر رفتار قمار شرکت‌کنندگان تأثیر می‌گذارد (استفان روت و همکاران، ۲۰۱۵).

۲۰۱۴- (گمبل و همکاران) افراد مسن‌تر در یک نمونه مهارت سرمایه‌گذاری کمتری نشان می‌دهند (ایماشو و کیم، ۲۰۱۶). ۲۰۱۴- (جهانگیری راد و همکاران) رفتار گروهی سرمایه‌گذاران را در بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار دادند و نتایج نشان داد سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران رفتار گروهی دارند یعنی هنگامی که بازار در حال تلاطم است با کاهش انحراف بازده شرکتها مواجه است بدین معنا که افراد از یکدیگر تأثیر می‌گیرند و این رفتار در بازار افزایشی را از بازار کاهشی قابل مشاهده است. رفتار گروهی عبارت است از آن دسته رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازار، که منجر به نادیده گرفتن پیش‌بینی‌ها و عقاید خود در رابطه با قیمت سهام و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، تنها بر پایه رفتار کل بازار می‌شود. به عبارت دیگر، رفتارهای احساسی و در برخی موارد غیر عقلایی تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران نسبت به صف‌های خرید و فروش و حرکت گروهی آنها به تبعیت از افرادی است که به گمان آنها به دلیل بهره‌مندی از اطلاعات نهانی، بهترین زمان ورود و خروج از بازار در رابطه با سهام خاصی رزودتر از سایر سرمایه‌گذاران تشخیص داده‌اند.

شناخت رفتار گروهی در بازار از دو جنبه مفید است: اولاً با شناخت رفتار گروهی در بازار توسط سرمایه‌گذاران و تحلیل بنیادی سهام شرکت‌ها می‌توان به سودهایی فراتر از عرف بازار دست یافت. ثانیاً از آنجا که رفتار گروهی باعث کاهش اثربخشی بازار و افزایش ناپایداری و عدم ثبات بازار می‌شود، نهادهای مسئول بازار سرمایه می‌توانند با شناخت آن و اعمال تدابیر لازم بازار را به سمت پایداری بیشتر سوق دهند.

۲۰۱۴- (زنجیردار و همکاران) با بررسی ۱۱۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سالهای ۱۳۸۵ و ۱۳۸۹ به مقایسه پرتفوی انتخابی بر اساس مدل رفتاری با تأکید بر حسابداری ذهنی و پرتفوی انتخابی بر اساس مدل استاندارد مارکوییتز پرداختند. نتایج حاکی از این بود که پرتفوی انتخابی مبتنی بر مفروضات مالی کلاسیک (مدل مارکوییتز) بازدهی بیشتری نسبت به پرتفوی انتخابی بر اساس مدل رفتاری دارد، اما پرتفوی انتخابی بر اساس مدل رفتاری ریسک‌انتظاری

کمتری نسبت به پرتفوی انتخابی بر اساس مدل مارکوییتز دارد. این یافته های نشان دهنده این است که عامل اساسی در الگوی ریسک سرمایه گذاری می باشد یعنی تمایل سرمایه گذاران به تشکیل پرتفوی با ریسک کمتر می باشد.

۲۰۱۴- (استاتمن) جایگزین شدن مردم عادی در مالی رفتاری را بر مردم منطقی که در مالی استاندارد پیش فرض است، توضیح داد. وی معتقد بود موضوع این نیست که مردم عادی کاملا غیر منطقی هستند، بلکه فقط کاملا منطقی نیستند از ن انجائیکه آنها می توانند به وسیله اشتباهات شناختی مانند فرا اطمینان و احساسات تحت سلطه قرار گیرند. وی همچنین بیان نمود بین آنچه که سرمایه گذار می گوید که میخواهد با آنچه که واقعا میخواهد تمایز قایل شد. او دریافت که سرمایه گذاران خواهند گفت که آنها نرخ بازده بالا با سود کم راه را میخواهند اما در واقعیت آنها به سه سود تمایل دارند: سود ملموسی که یک سرمایه گذاری به یک سرمایه گذار میدهد، سودی که از توصیف اثر یک سرمایه گذاری می تواند در انتقال وضعیت و ارزش به دیگران داشته باشد، و سود عاطفی یعنی اینکه سرمایه گذار از سرمایه گذاری خود چه احساسی دارد.

۲۰۱۴- (استاتمن) ترس را سرزنش نمود به این دلیل که حالت ترس درک خطر سرمایه گذاران را در همه زمانها بالا میبرد، درحالیکه درک آنها از بازده پایین می باشد و باعث می شود سرمایه گذاران زیادی سهام خود را زیر قیمت بازار بفروشند. نقش احساسات در تصمیم گیری سرمایه گذار احتمالا اغلب اوقات در قله و کف بازار قرار دارد. موضوع دیگری که ممکن است رخ دهد دودلی (تردید) سرمایه گذاری برای فروش یک زیان در یک امنیت شخصی است زیرا او نمیخواهد بر روی سهام زیان کند (جوردن فیگر، ۲۰۱۷). ۲۰۱۴- (آصم و زویینکل) یک واکنش بیش از حد سرمایه گذار برای معامله کردن به طور قوی با سطح تعجب او از شنیدن اخبار سرمایه گذاری ارتباط دارد.

۲۰۱۵- (هیرشلیفر) مثالی از احساسات کوتاه مدت یک سرمایه گذار را و اثر آن بر خرید داغ سهام به دلیل احاطه هیجان در اطراف آن سهام و یا فروش سهام به دلیل وحشت بیان نمود. ۲۰۱۵- (هیرشلیفر) بررسی نمود که قیمت سهام شرکت EnterMed با دنبال کردن انتشار مجدد اخباری که اخیرا در رابطه با یک داروی جدید سرطانی منتشر شده بود و ۵ ماه زودتر در دسترس عموم قرار گرفته، در طی یک هفته ۶۰٪ جهش پیدا کرد. این بررسی ظاهرا اصول بازار کارا (EMH) را نقض می کند بخصوص شکل نیمه قوی، که فرض میکند قیمتتها به سرعت با اخبار جدید تغییر پیدا کرده و به طور صحیح اطلاعات عمومی را منعکس می کند (جوردن فیگر، ۲۰۱۷).

۲۰۱۵- (هیدتوشی یاماجی و همکاران) با انجام آزمایشات آزمایشگاهی تجربی و اسکن مغز افراد بیان کردند که افزایش سطح اطلاعات در بازارهای حراج منجر به افزایش ناامنی و اضطراب میگردد. نتیجتا باعث تغییر قوانین تصمیم گیری دنبال شده برای سرمایه گذاری اوراق بهادار وابسته به حداکثر سازی مطلوبیت مورد انتظار در شرایط عادی می گردد. آنها عنوان نمودند اگر اضطراب و عدم اطمینان در بین سرمایه گذاران مطلع متوسط افزایش یابد منجر به فعالیت بیشتر در فضاهای مطمئن تر می شود که احتمالا قانون تصمیم گیری ویژه ای متفاوت از بکارگیری در اوراق بهادار دیگر اخذ کرده اند.

۲۰۱۶- (ایما شوا و کیم) به بررسی سن و ویژگیهای افراد در هر سن بر تصمیم گیریهای مالی پرداختند. بررسی خود را بروی گروهی شامل ۳۸ بزرگسال و ۴۲ جوان در قزاقستان انجام دادند. از مشارکت کننده پرسیدند که اگر یک شهروند یک حساب پس انداز در یکی از بانکهای قزاقستان داشته باشد و بانک ورشکسته شود آیا میدانند چه سطحی از پول توسط دولت بیمه شده است؟ این سوال را به همراه ۳۲ سوال دیگر مطرح نمودند. نتایج نشان داد ۵۴٫۷۶٪ آنها دانش کافی در زمینه مالی ندارند و ۱۹٫۵٪ پاسخ درست دادند. جوانان بیشتر به عقیده دوستان و آشنایان اعتماد می کنند و نظر دوستان و آشنایان بر روی آنها تاثیر بیشتری دارد. در کل تحقیقات آنها بیان کرد که نگرش جوانان بر اساس تمایل آنها به کسب ثروت و رسیدن به یک زندگی خوب شکل گرفته و پول به آنها اعتماد به نفس و استقلال می دهد. درحالیکه پول برای بزرگسالان یک فرصت برای زندگی آرام است. جوانان فشار زیادی از احساسات و اجتماع بر روی تصمیماتشان دریافت میکنند در صورتیکه این فشار بر روی بزرگسالان و افراد بازنشسته کمتر است.

۲۰۱۶- (کونته) مکانیسم انگیزه و ترس سرمایه گذاری را یک فرایند ذاتا احساسی می سازد. ۲۰۱۶- (تاهلر) بیان میکند که اقتصاد دانان باید ۲ تئوری متمایز مدلهای اقتصادی استاندارد و مدلهای توصیفی را ترکیب کنند. مدلهای اقتصادی استاندارد

باید راه‌های بهینه برای مسائل خاص را نشان بدهد در صورتیکه مدل‌های توصیفی باید چگونگی رفتار انسانها در عمل را نشان بدهد.

### ۳- نتیجه‌گیری

مالی رفتاری به عنوان یک چالش یا یک پارادایم غالب با مالی سنتی به عنوان یک مبحث با اهمیت رو به رشد در بحث مالی در سالهای اخیر مورد توجه قرار گرفته است. مالی رفتاری قادر است تعدادی از تصمیمات ناهنجار مالی را توضیح بدهد و حتی گاهی اوقات آنها را تصدیق نماید. مالی رفتاری یک تغییر عمده از فهم مالی از رفتار بازارهای مالی را آغاز نموده است. عمده یافته‌های مالی رفتاری هم برای حرفه‌ای‌های در امر سرمایه‌گذاری برای اینکه تصمیمات مناسب برای سرمایه‌گذاری و یا جذب سرمایه بگیرند و هم برای مشاوره مشتریان آنها و نیازهای ضروری برای موفقیت در انجام سرمایه‌گذاریها مناسب و کاربردی میباشد. مالی رفتاری به گرفتن تصمیمات بهتر برای دریافت بازدهی بیشتر کمک میکند.

طی مطالعه صورت گرفته میتوان گفت علرغم اینکه مالی رفتاری در حال انجام روندی خوبی برای شفاف ساختن تعدادی از وجوه تصمیم‌گیریهای بشر میباشد اما هنوز قادر نیست یک تئوری استاندارد متحد و واحد را برای توضیح رفتار افراد ایجاد کند. یک سیستم قابل فهم برای پاسخگویی باید به طور مداوم به روز باشد و تغییرات اجتماعی را در رفتار افراد منعکس نماید در حالیکه مالی رفتاری در سطح جاری آن نمیتواند همه تضادها و چالشها را در تحقیقات و بهینه‌سازی تصمیم‌گیریهای مالی توضیح بدهد. مبرهن است که طبیعت بشر با همه کاستیها، احساسات و محدودیت‌هایشان برای منطقی بودن باید فهمیده بشود و در تصمیم‌گیریها به حساب آورده شود. اگر این امر توسط سرمایه‌گذاران خصوصی و حرفه‌ای‌های سرمایه‌گذاری و حتی سیاستهای کلان سرمایه‌گذاری مد نظر قرار گیرد منجر به گرفتن تصمیماتی مناسبتر خواهد شد و نتایج ممکن‌تری در بر خواهد داشت. با نائل شدن به شناخت محدودیتهای رفتارهای مالی افراد بدون شک این پتانسیل وجود دارد که نه تنها نتایج مالی مرتبط با فعالیتهای اشخاص بهبود یابد بلکه به نتایج سیستماتیک‌تری در بازارهای مالی منجر خواهد شد. شناخت رفتارهای مالی تمایلات مردم به ایجاد حباب را کاهش میدهد و افزایش ثبات سیستم و منافع عمومی را در بر خواهد داشت. در این مقاله با ارائه روند تاریخی تعدادی از مطالعات انجام شده در زمینه مالی رفتاری و نقش روانشناسی در تصمیم‌گیریهای مالی، سعی در ارائه موضوعاتی بوده است که در سالهای پیدایش مالی رفتاری تا کنون مورد مطالعه قرار گرفته است و نتایج این بررسی نشان داد که مطالعات صورت گرفته در زمینه مالی رفتاری در ایران به هیچ عنوان کافی نمی‌باشد. بخصوص در زمینه رفتارهای خاص نظیر تمایلات برون‌گرایانه و درون‌گرایانه، عصبانیت، ترس و تاثیر محیط زندگی بر تصمیمات مالی دارای خلا مطالعاتی میباشد و عواملی نظیر تاثیر سن، جنسیت و مالی عصبی و ... نیاز به مطالعات جدیدتر در کشور ما دارد. امید است این مطالعه بتواند چراغ راهی باشد برای مطالعات آینده و رهنمودی باشد در زمینه بخشهایی که کمتر مورد توجه قرار گرفته است و یا بسط موارد مطرح شده و ارائه مدل‌های جدید در زمینه رفتار و بتواند به تصمیم‌گیرندگان و سرمایه‌گذاران در جهت تصمیم‌گیری بهینه کمک نماید.

در ذیل پیشنهادهای در خصوص مطالعات آینده ارائه می‌گردد:

بررسی تاثیر تمایلات برون‌گرایانه و درون‌گرایانه بر روی تصمیم‌گیری‌های مالی افراد

بررسی تاثیر عصبانیت بر خرید و فروش سبد سهام و تصمیمات مالی

بررسی ویژگی ترس بر تصمیمات خرید و فروش و سرمایه‌گذاری

بررسی تاثیر جنسیت بر درستی تصمیمات مالی و کاهش خطای تصمیم‌گیری

بررسی تاثیر محیط زندگی افراد بر شکل‌گیری تصمیمات مالی

بررسی تاثیر محیط رشد افراد بر شکل‌گیری تصمیمات مالی

بررسی تاثیر نوع شغل بر رفتارهای مالی افراد.

## منابع فارسی

- ۱- دکتر غلامرضا اسلامی بیدگلی و حمیدرضا کردلوئی، (بهار ۸۹-۲۰۱۰)، " مالی رفتاری - مرحله ی گذر از مالی استاندارد تا نوروفایناس "، مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، سال اول، شماره اول، ص ۳۶-۱۹
- ۲- فرشاد هیبتی، مهدی تقوی، سیدرضا موسوی، (بهار ۱۳۹۳-۲۰۱۱)، " ارزیابی تاثیر شاخص های کلاسیک و مدرن اندازه گیری ریسک بر انتخاب پرتفوی در چارچوب تئوری مالی رفتاری "، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال هفتم، شماره بیست و یکم، ص ۹۹-۸۷
- ۳- مجید زنجیردار، رضا موسوی، مریم صابری، (بهار ۱۳۹۳-۲۰۱۴)، " تبیین عوامل رفتاری انسان در انتخاب پرتفوی بهینه در مقایسه با مالی استاندارد "، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال سوم، شماره نهم، ص ۲۲۲-۲۰۷
- ۴- شکراله خواجوی، حسن فتاحی نافچی، (پاییز ۱۳۹۲-۲۰۱۳)، " مالی عصبی افق پیش روی مالی رفتاری "، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری سال دوم، شماره هفتم، ص ۳۴-۲۱
- ۵- مصطفی جهانگیری راد، محمد مرفوع، محمد جواد سلیمی، (تابستان ۱۳۹۳-۲۰۱۴)، " بررسی رفتار گروهی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران "، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال یازدهم، شماره ۴۲، ص ۱۵۸-۱۴۱
- ۶- راحله یوسفی و ابوالفضل شهرآبادی، (۱۳۸۸-۲۰۰۷)، " بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران "، مدیریت توسعه و تحول، ص ۶۴-۵۷
- ۷- علی سعیدی، (۱۳۸۶-۲۰۰۷)، " تبیین و ارائه الگوی عکس العمل رفتاری سرمایه گذاران در بازار اوراق بهادار تهران (عکس العمل بیش از حد و کمتر از حد) "، رساله دکتری مدیریت بازرگانی گرایش مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران
- ۸- رهنمای رودپشتی، فریدون، و شهره یزدانی، (۱۳۸۸-۲۰۰۹)، " کاربرد تئوری های روانشناسی در حسابداری "، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۴، ص ۲۶-۱

## منابع لاتین

- 9- Bem, D, (1965), "An experimental analysis of self-persuasion" Journal of Experimental Social Psychology, 1(3), 199-218. doi:10.1016/0022-1031(65)90026-0
- 10- Jordan Fieger, (2017), "Behavioral Finance and Its Impact on Investing", A Senior Thesis submitted in partial fulfillment of the requirements for graduation in the Honors Program Liberty University
- 11- Sarita Choudhary, Dr. Hem Ahuja, (2017), "Behavioral Finance in Investment Decisions: A Literature Review and Related Issues", International Journal of Engineering Technology, Management and Applied Sciences, Volume 5 Issue 3, pp.174-177, [www.ijetmas.com](http://www.ijetmas.com)
- 12- Staw, B. m. Knee, (June 1976), "Deep in the big mood: a study of escalating commitment to a chosen course of action", Organizational Behavior and Human Performance pp.27-44
- 13- George K. Kanaan, (1993), "Psychology and Financial Decisions: A Literature Assessment", Managerial Finance, Vol. 19 Issue 5, pp. 1 – 10

- 14- Khaneman,D. and A. Tversky, ( march 1979), " Prospect theory:an analisis of decisions under risk" , econometrica,pp.263-291
- 15- Abdel-Khalil.A.R and K.M. El-SheShai , (autumn 1980), " information choice and utilization in an experiment on default prediction " , journal of accounting research , pp.325-342
- 16- Furnham A ,(1981), " Personality and activity preference" , British Journal of Psychology ,20, pp. 6-57
- 17- Imasheva A.B , Kim A.M ,(2016) , " Psychological differences in financial desicion making by people from different generations " , Al-Farabi Kazakh National University , KazNU Bulletin , Psychology and sociology ,series. №4 (59), pp.50-56
- 18- Loomes, Graham, and Sugden, Robert, (1982), "Regret Theory: An Alternative Theory of Rational Choice under Uncertainty", The Economic Journal, Vol. 92, No. 368
- 19- McClure .R, (1984), "The relationship between money attitudes and overall pathology", Psychology: A Quarterly Journal of Human Behaviour, 21, no. 1, pp. 4-6
- 20- Arkes,H.R. and C.Blumer, (February 1985), "The psychology of sunk costs" , organizational behavior and human decision processes, pp.124-140
- 21- De Bondt. W, & Thaler. R, (1985), " Does the stock market overreact?", The Journal of Finance , 40(3),pp. 793-805. doi:10.1111/j.1540-6261.1985.tb05004.x
- 22- Whyte.G , ( april 1986), " escalating commitment to a course of action: a reinterpretation" , academy of management review, pp.311-321
- 23- Lewis,B.L.,J.M.Patton and S.L.Green ,( april 1988),"The effect of information choice and information use on analysis predictions of municipal bond rating changes " , The accounting review, pp.270-282
- 24- Paquette ,L. and T.kida , (February 1988) ,"The effect of decision strategy and task complexity on decision performance" , organizational behavior and human decision processes, pp128-142
- 25- Tversky, Amos and Gilovich T, (1989), "The Hot Hand: Statistical Reality or Cognitive Illusion?", Chance, Vol. 2, No. 1.
- 26- Chewning.E.G and A.M.Harrell ,(1990), "The effect of information load on decision makers cue utilization levels and decision quality in a financial distress decision task" , accounting organization and society,Vol 15, no.6,pp.527-542
- 27- Johnson. M , (1990), "Age differences in decision making: A process methodology for examining strategic information processing" , Journal of Gerontology: Psychological Sciences, 45(2), pp.75-78.
- 28- Christie. W. G & Huang. R. D , (1995)," Following the Pied Piper: Do Individual Returns Herd around the Market?", Financial Analysts Journal
- 29- Mooradian.T and J.Olver, (1996)," Shopping motives and the Five Factor Model: an integration and preliminary study", Psychological Reports ,78, pp. 579-592.

- 30- Thaler. R. H , (1999), "The end of behavioral finance", Financial Analysts Journal, 55(6),pp.12-17. doi:10.2469/faj.v55.n6.2310
- 31- Roberts. B and Robins. R ,(2000), " Broad dispositions, broad aspirations: the intersection of personality traits and major life goals ", Personality and Social Psychology Bulletin ,26, pp. 1284-1296.
- 32- Barberis, Nicholas and Ming Huang ,(2001) , "Mental Accounting, Loss Aversion and Individual Stock Return" , Journal of Finance, Vol. 56, pp. 1247–1292
- 33- Nofsinger, John, (2001), " Investment madness: how psychology affects your investing – and what to do about it,"USA: Pearson Education
- 34- Lerner. J & Keltner. D ,(2001)," Fear, anger and risk ", Journal of Personality and Social Psychology, 81(1), pp.146-159. doi:10.1037//0022-3514.81.1.146
- 35- Barber. B. M, and Odean. T, (2001), "Boys will be Boys: Gender, Overconfidence and Common Stock Investment " , The Quarterly Journal of Economics, 116:1,pp. 261 – 292
- 36- Shiller. R. J , (2003), "From efficient markets theory to behavioral finance", The Journal of Economic Perspectives, 17(1),pp. 83-104. doi:10.1257/089533003321164967
- 37- Lois A. Vitt, PhD ,(NOVEMBER 2004), "Consumers' Financial Decisions and the Psychology of Values", Journal of Financial Service Professionals, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1856318>,pp.68-77
- 38- Demirer. R & Kutan. A. M , (2006), "Does herding behavior exist in Chinese stock arkets?" ,Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 12, pp.132-142
- 39- Denisa Valsová ,(2016), "Thesis Behavioral Finance and Its Practical Implications for Investment Professionals",Submitted in Partial fulfillment Of the Requirements for the degree of Bachelor of Arts In Business Administration And International Economic Relations ,State University of New York Empire State College
- 40- Hott. C , (2009), "Herding behavior in asset markets ", Journal of Financial Stability, pp. 35-56
- 41- McCrae. R , (2009), " The- Fivefactor Model of personality: consensus and controversy", in Coor P and G Matthews ,The Cambridge Handbook of Personality Psychology. Cambridge: Cambridge University Press.
- 42- Dickaut. J , Basu. S, Mc Cabe. K, and Waymire. C , (2010), "Neuroaccounting: Consilience between the Biologically EROLVED Vrain and Culturally Evolved", Accounting Horizon, vol. 24, No. 2, pp. 221-225.
- 43- Kuhnen. C. M & Knutson. B , (2011) , "The influence of affect on beliefs", preferences,and financial decisions. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 46(3), pp. 605-626. doi:10.1017/S0022109011000123
- 44- Subash. R ,(2012), "Role of Behavioral Finance in Portfolio Investment Decisions: Evidence from India" , Retrieved from the Charles University in Prague, Faculty of Social Sciences, Institute of Economic Studies, web site: [ies.fsv.cuni.cz /default/file/download /id/20803](http://ies.fsv.cuni.cz/default/file/download/id/20803)

- 45- Elisa Gambetti, Fiorella Giusberti , (2012) , " The effect of anger and anxiety traits on investment decisions" , Journal of Economic Psychology,33,pp.1059-1069
- 46- Stefan Roth , Thomas Robbert , Lennart Straus, (2015) , "On the sunk-cost effect in economic decision-making: a meta-analytic review", Business Research, 8 ,pp. 99–138, DOI 10.1007/s40685-014-0014-8
- 47- Gamble Keith Jacks, Patricia A Boyle, Lei Yu, David A Bennett ,(2014), "Aging and Financial Decision Making", Management Science (published online in Articles in Advance, October 29.
- 48- Statman. M , (2014), "Behavioral finance: Finance with normal people".Borsa Istanbul Review, 14(2), pp. 65-73, doi:10.1016/j.bir.2014.03.001
- 49- Kliger. D, van den Assem. M, & Zwinkels. R , (2014) , "Empirical behavioral finance", Journal of Economic Behavior & Organization, 107, pp. 421-427, doi:10.1016/j.jebo.2014.10.012
- 50- Hirshleifer. D , (2015) , " Behavioral finance , Annual Review of Financial Economics", 7(1), pp.133-159, doi:10.1146/annurev-financial-092214-043752
- 51- Hidetoshi Yamaji, Masatoshi Gotoh, Yoshinori Yamakawa,( 2015)," Additional Information Increases Uncertainty in the Securities Market: Using both Laboratory and fMRI Experiments", Springer Science+Business Media New York, doi:10.1007/s10614-015-9532-5
- 52- Kunte. S , (2016), "Behavioral biases: What is the weakest link in the investment profession? Enterprising Investor" , Retrieved from the CFA Institute web site: <https://blogs.cfainstitute.org/investor/2016/02/11/behavioralbiaseswhatistheweakest> link in the investment profession
- 53- Thaler. R , (2016) , ' Behavioral economics: Past, present and future" , American Economic Review, 106(7), pp.1577-1600, doi:10.1257/aer.106.7.1577