**فصل اول**

**مقدمه و هدف**

**1-1- مقدمه**

امروزه يكي از نشانه هاي سلامت اقتصاد، وجود زمينه‌ هاي متعدد جهت تبديل مازاد نقدينگي و پس‌انداز موجود به سرمايه‌گذاري، توليد ثروت و ارزش‌آفريني است. در اين بين بازار سرمايه، ابزاري مناسب براي هدايت نقدينگي مازاد به سوي اين مقاصد بوده كه با توجه به گسترش آن، تقريباً امكان حضور و مشاركت در آن براي همگان وجود دارد. كاركرد مطلوب بازار سرمايه زماني اتفاق مي‌افتد كه سرمايه‌گذاران با اطلاعات جامع و آگاهي كامل در آن فعاليت كنند تا اين بازار بتواند نقش خود را در ارزش‌آفريني براي افراد و كمك به چرخه توليد در سطح كلان اقتصادي به خوبي ايفا كند. همواره وجود يك بازار سرمايه فعال و پر رونق بعنوان يكي از نشانه هاي توسعه يافتگي كشورها در سطح بين المللي شناخته ميشود .در كشورهاي توسعه يافته اكثر سرمايه گذاريها از طريق بازارهاي مالي انجام ميپذيرد .مشاركت فعال افراد جامعه در بورس متضمن حيات بازار سرمايه و توسعه پايدار كشور است .عمده ترين مساله كه سرمايه گذاران در اين بازارها با آن مواجه هستند، تصميم گيري جهت انتخاب اوراق بهادار مناسب براي سرمايه گذاري و تشكيل سبد بهينه سهام است. اگر سرمايه گذار در انتخاب سهام به طور منطقي تصميم گيري نمايد، ميتواند به بازدهي مطلوب دست يابد (آبادیان و شجری، 1395).

در اين ميان نكته قابل توجه اين است كه سرمايه‌گذاران بايد با توجه به ويژگي شخصيتي خود اقدام به انتخاب ابزار سرمايه‌گذاري كنند. اين مبحث كه در نظريات نوين مالي تحت عنوان مالي رفتاري[[1]](#footnote-1) مطرح شده است، چنين بيان مي‌كند كه همه افراد در يك سطح ريسك پذيري قرار نداشته و در نتيجه انتظارات يكساني ندارند. از طرفي تئوري هاي مالي كلاسيك (كارايي بازار – رفتار عقلايي) فرض را بر آن نهاده اند كه انتظارات سرمايه گذاران از قيمت هاي آتي، منجر به تنزيل آني تمامي اطلاعات بازار در قيمت ها مي شود. طبق اين تئوري ها، افراد بر اساس اصول مطلوبيت مورد انتظار تصميم گيري نموده و پيش بيني هايي در مورد آينده انجام مي دهند. در اين بازار ها واكنش منطقي سرمايه گذاران موجب تعديل قيمت اوراق بهادار براي رسيدن به ارزش هاي واقعي (ذاتي) مي شود. چنين مفروضاتي مبناي شكل گيري انتقادات به پارادايم تئوري بازار كارا و رفتار عقلايي سرمايه گذاران قرار گرفت، زيرا شواهد در دنياي واقعي به گونه ديگري بود. طي دهه 1990 عمده مطالعات دانشگاهي به بسط مدل هايي پرداختند كه افراد را به بازارهاي مالي ارتباط مي داد. محققين استثناهاي فراواني را در بازارهاي مالي پيش رو داشتند كه نظريه هاي مالي كلاسيك قادر به تبيين آنها نبودند. در اين ميان، مالي رفتاري به عنوان پارادايم جديدي در بازارهاي مالي، در پاسخ گويي به مشكلاتي كه تئوري هاي مالي كلاسيك با آن رو برو بودند، نمود يافت (اسلامی بیدگلی و شهریاری، 1386).

سوگیری‌های رفتاری یکی از مفاهیم کلیدی در علم مالی رفتاری است که از دهه 1980 میلادی مورد توجه فزاینده محققان قرار گرفته است (پمپین[[2]](#footnote-2)، 2022). سوگیری‌های رفتاری از مباحث مهم در حوزه مالی رفتاری است که به بررسی تأثیر عوامل روان‌شناختی بر رفتار سرمایه‌گذاران و تصمیم‌گیری آن‌ها در بازارهای مالی می‌پردازد (ماکری و فیلیپس[[3]](#footnote-3)، ۲۰۰۵). سوگیری‌های رفتاری به الگوهای غیرمنطقی تفکر اشاره دارد که منجر به خطاهای شناختی در افراد می‌شود و بر تصمیم‌گیری آن‌ها در زمینه‌های مختلف از جمله مسائل مالی و سرمایه‌گذاری تأثیر می‌گذارد (کاهنمن و تورسکی[[4]](#footnote-4)، 1979؛ باربر و اودین[[5]](#footnote-5)، 2013). سوگیری‌ها در بازار سهام باعث ایجاد رفتارهای غیرعقلانی در سرمایه‌گذاران شده و منجر به تصمیم‌گیری‌های اشتباه می‌شوند (باربر و اودین[[6]](#footnote-6)، ۲۰۰۰). یکی از مهم‌ترین بازارهای مالی که سوگیری‌های رفتاری در آن نقش بسزایی دارند، بازار بورس اوراق بهادار است. سوگیری‌های متعددی مانند سوگیری تأیید، اثر گله، سوگیری نگهداری وضع موجود و سوگیری خوش‌بینی باعث تحریف در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در این بازار می‌شوند (شیلر[[7]](#footnote-7)، ۲۰۰۳). بر اساس مطالعات انجام شده، سوگیری‌های رفتاری نقش مهمی در ایجاد حباب‌های قیمتی و نوسانات شدید در بازارهای مالی ایفا می‌کنند (دی آنجلو و دی بوندت[[8]](#footnote-8)، ۲۰۱۱). سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار یکی از راه‌های متداول برای سرمایه‌گذاری و کسب بازدهی در بلندمدت است. تصمیم‌گیری درست در خصوص سرمایه‌گذاری در بورس مستلزم در نظر گرفتن عوامل متعددی از جمله ریسک‌پذیری سرمایه‌گذار، اهداف سرمایه‌گذاری، بازده مورد انتظار و زمان سرمایه‌گذاری است (لینتنر[[9]](#footnote-9)، 1998). از آنجایی که سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه با ریسک همراه است، سرمایه‌گذاران باید تصمیمات منطقی و بر اساس تجزیه و تحلیل دقیق اطلاعات اتخاذ کنند تا بتوانند بازدهی مطلوب و ریسک قابل قبولی داشته باشند (پمپین، 2022). یکی از مراحل مهم در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، انتخاب نوع دارایی مالی است. انواع دارایی‌های مالی در بورس عبارتند از: سهام عادی، سهام ممتاز، اوراق مشارکت، اوراق صکوک و اوراق قرضه. هر کدام از این دارایی‌ها ویژگی‌های خاص خود را از لحاظ ریسک و بازدهی دارند. به عنوان مثال، سهام عادی ریسک بالاتر و بازده بالقوه بیشتری نسبت به اوراق قرضه دارند (اسدپور و همکاران، 1398). بنابراین یکی از عواملی که می‌تواند بر تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس تأثیرگذار باشد، ویژگی‌های شخصیتی سرمایه‌گذاران است. مطالعات نشان داده‌اند که شخصیت افراد بر گرایش آن‌ها به سوگیری‌های رفتاری و همچنین نحوه تصمیم‌گیری مالی آن‌ها تأثیر می‌گذارد (لی[[10]](#footnote-10) و همکاران، 2018).

بنابراین با توجه به مطالب مطرح شده هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر سوگیری­های رفتاری بر تصمیمات سرمایه­گذاری در بورس اوراق بهادار تهران با نقش تعدیلگر شخصیت سرمایه­گذار می­باشد.

**2-1- بیان مساله**

بی شک فرض عقلايي بودن سرمايه گذاران به عنوان مدل ساده اي از رفتار انسان، يكي از پايه هاي اصلي دانش مالي كلاسيك است و تقريبا تمامي نظريه هاي مالي کلاسيك مثل نظريه پرتفوي[[11]](#footnote-11)، بازار كاراي سرمايه[[12]](#footnote-12)، مدل قيمت گذاري دارايي هاي سرمايه اي[[13]](#footnote-13) و تئوري نمايندگي[[14]](#footnote-14) و نظريه هاي فرعي منشعب از آنها، متاثر از اين فرض است (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

در سال 1970، فاما[[15]](#footnote-15) مقاله اي را تحت عنوان «بازارهاي كاراي سرمايه، مروري بر نظريه و مطالعات تجربي» منتشر نمود. وي در اين مقاله ديدگاه قبلي خود را در مورد كارايي بازارهاي سرمايه مجدداً تعريف نمود و ادعا نمود كه در يك بازار كارا، قيمت ها تمامي آنچه كه در مورد يك دارايي فهميده مي شود را در خود منعكس مي كنند. طبق فرضيه بازار كارا، قيمت دارايي هاي مالي در برگيرنده همه اطلاعات موجود مربوط به آن دارايي ها است و قيمت ها در هر زماني به عنوان تخمين بهينه اي از ارزش صحيح سرمايه گذاري شكل مي گيرند. اين فرضيه بر اين اساس قرار دارد كه سرمايه گذاران رفتار عقلايي دارند به اين معني كه همه اطلاعات موجود و در دسترس را پردازش كرده و به دنبال حداكثر ساختن مطلوبيت مورد انتظار هستند. به بيان ديگر، دارايي هاي مالي هميشه به صورت عقلايي قيمت گذاري مي شوند، بنابراين قيمت ها زماني كه ظهور پيدا مي كنند حركت ها و تغييرات بعدي آنها قابل پيش بيني نيست زيرا تغييرات قيمت تنها به علت اطلاعات جديدي كه در بازار جريان مي يابد اتفاق مي افتد و در نتيجه كسي نمی تواند بازده غير عادي و بالاتر از ميانگين را داشته باشد (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

تاكنون مقالات بي شماري به تبيين تئوري هاي مالي كلاسيك (كارايي بازار – رفتار عقلايي) پرداخته اند كه نقصان اين نظريه ها را در مدل سازي بازده سهام آشكار نموده اند .در طي دهه اخير انديشمندان مالي سعي در تبيين و يافتن علل موارد خاص با كمك از ساير علوم همانند روانشناسي، علوم اجتماعي و فيزيك بوده اند از اينرو حوزه هاي ميان رشته اي تحت عناوين اقتصاد مالي، اقتصاد سنجي مالي، رياضيات مالي و نظريه تصميم گيري شكل گرفته است. يكي از مطالعاتي كه در اين زمينه به سرعت گسترش يافت و تا حدودي توانست پديده هاي مذكور را تبيين نمايد ادغام نظريه هاي اقتصادي با نظريه هاي رايج روانشناسي بود كه تحت عنوان مالي رفتاري مطرح شد. از بنيانگذاران اين حوزه از دانش مالي، روانشناس مشهور دانيل كانمن[[16]](#footnote-16) است كه در سال ٢٠٠١ به خاطر ارائه مدل هايي جهت تبيين رفتار سرمايه گذاران، تحت شرايط عدم اطمينان، به دريافت جايزه نوبل اقتصادي نائل شد. مالي رفتاري ارتباط علم مالي و ساير رشته هاي علوم اجتماعي است كه به عنوان روانشناسي مالي نيز معروف مي باشد و به بررسي فرآيند تصميم گيري سرمايه گذاران و عكس العمل آنها نسبت به شرايط مختلف بازارهاي مالي مي پردازد و تأکید آن بيشتر به تاثير شخصيت، فرهنگ و قضاوت هاي سرمايه گذاران بر تصميم گيري سرمايه گذاري مي باشد. روانشناسي مالي در واقع در مقابل پارادايم رفتارهاي منطقي سرمايه گذاران مطرح شده كه براساس و بنيان همه مدل هاي مالي ارائه شده مي باشد. بسياري از تحليل هاي انجام شده بر روي بحران هاي مالي تأكيد ويژه اي بر نقش اشتباهات سرمايه گذاري به دليل ناآگاهي يا ضعف هاي شناختي و ادراكي بشر، در بوجود آمدن اين بحران ها دارند. مالي رفتاري به مطالعه اين خطاها و تورش هاي رفتاري[[17]](#footnote-17) مي پردازد (فرهانيان، 1388، ص 6).

بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از ارکان مهم نظام مالی، نقش محوری در تأمین مالی بنگاه‌های اقتصادی و تخصیص بهینه منابع در اقتصاد دارد. تصمیم‌گیری صحیح و عقلانی سرمایه‌گذاران در این بازار، منجر به کارایی بازار سرمایه شده و باعث رشد و توسعه اقتصادی می‌شود. از این رو، شناخت الگوها و عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از اهمیت بسزایی برخوردار است (لو[[18]](#footnote-18) و همکاران، 2021). یکی از مفاهیم مهمی که در دهه‌های اخیر مورد توجه محققان حوزه مالی قرار گرفته، سوگیری‌های رفتاری است. سوگیری‌های رفتاری به الگوهای غیرمنطقی تفکر افراد در تصمیم‌گیری اشاره دارد که منجر به خطاهای شناختی می‌شود (شفرین[[19]](#footnote-19)، 2021). مطالعات متعدد نشان داده‌اند که سوگیری‌های رفتاری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه تأثیرگذار بوده و منجر به کاهش بازده سرمایه‌گذاری‌های آن‌ها می‌شود (باربر و اودین[[20]](#footnote-20)، 2013). همچنین، سوگیری‌های رفتاری به ایجاد حباب قیمت‌ها و نوسانات بیش از حد در بازار سهام منجر می‌شوند که می‌تواند ثبات و کارایی بازار را به مخاطره اندازد (هیرشلیفر[[21]](#footnote-21) و همکاران، 2022). با این حال، تمام سرمایه‌گذاران به یک اندازه تحت تأثیر سوگیری‌های رفتاری قرار نمی‌گیرند. برخی عوامل فردی چون شخصیت، سطح سواد مالی و تجربه سرمایه‌گذاری می‌تواند بر میزان تأثیرپذیری سرمایه‌گذاران از سوگیری‌های رفتاری تأثیرگذار باشد (لی و همکاران، 2018). همچنین یکی از مهمترین بازارهای مالی و سرمایه‌گذاری در اقتصاد کشورها بورس اوراق بهادار است. که تصمیمات سرمایه‌گذاری در این بازار حساسیت ویژه‌ای دارد و می‌تواند تأثیر قابل توجه­ی بر بازدهی سرمایه‌گذاران و کارایی بازار سرمایه داشته باشد (بیلیا[[22]](#footnote-22) و همکاران، 2020). در این میان تصمیمات درست سرمایه‌گذاری منجر به افزایش بازدهی و ثروت سرمایه‌گذاران می‌شود. در مقابل، تصمیمات نادرست مبتنی بر سوگیری‌های رفتاری می‌تواند بازدهی سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش دهد (باربر و اودین[[23]](#footnote-23)، 2013). بازار سرمایه کارا با هدایت سرمایه به سمت فرصت‌های سرمایه‌گذاری سودآور، موجب رشد اقتصادی می‌شود. ولی تصمیمات غلط سرمایه‌گذاری می‌تواند مانعی برای رشد اقتصاد باشد (چن[[24]](#footnote-24) و همکاران، 2020). در این یکی از عوامل مهم در تصمیم­گیری شخصیت سرمایه­گذار می­باشد، شخصیت، الگوهای فکری و رفتاری نسبتاً ثابت و منحصر به فرد در افراد است که طیف وسیعی از ویژگی‌های روان‌شناختی از جمله هیجان‌خواهی، برون‌گرایی، میزان اعتماد و غیره را در بر می‌گیرد (کاستا و مک‌کرا[[25]](#footnote-25)، 1992). مطالعات نشان داده‌اند ویژگی‌های شخصیتی افراد بر تصمیم‌گیری‌های مالی و سرمایه‌گذاری آن‌ها تأثیر می‌گذارد. به عنوان مثال، افراد برون‌گرا به دلیل گرایش بیشتر به ریسک‌پذیری، تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارند (رابینسون[[26]](#footnote-26) و همکاران، 2019). همچنین، افراد با سطح بالای عامل شخصیتی توافق پذیری[[27]](#footnote-27)، کمتر در معرض سوگیری‌های رفتاری هستند (هافمن و بروکر[[28]](#footnote-28)، 2016). علاوه بر این، شواهدی وجود دارد که نشان می‌دهد شخصیت سرمایه‌گذاران بر نحوه تصمیم‌گیری آن‌ها در بازار سهام و میزان تأثیرپذیری‌شان از سوگیری‌های رفتاری تأثیر می‌گذارد. بنابراین، شخصیت به عنوان یک عامل کلیدی در تبیین الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی تصمیمات آن‌ها محسوب می‌شود (پمپین و لینتنر[[29]](#footnote-29)، 2008). با توجه به مطالب مطرح شده درک شخصیت سرمایه‌گذاران و تأثیر آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌تواند به کاهش خطرات سرمایه‌گذاری کمک کند و در بهبود عملکرد بازار اوراق بهادار نقش موثری داشته باشد. در واقع، با درک شخصیت سرمایه‌گذاران، می‌توان به آن‌ها راهنمایی کرد تا در برابر سوگیری‌های رفتاری مختلف مقاومت بیشتری داشته باشند و تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتری بگیرند. بنابراین در این پژوهش محقق در پی پاسخ به این سوال است که آیا سوگیری­های رفتاری بر تصمیمات سرمایه­گذاری در بورس اوراق بهادار: نقش تعدیلگر شخصیت سرمایه­گذار از برازش مناسبی برخودار است؟

**3-1- اهمیت وضرورت تحقیق**

بورس اوراق بهادار یکی از مهم‌ترین بازارهای مالی برای تأمین مالی شرکت‌ها و تخصیص بهینه سرمایه در اقتصاد محسوب می‌شود (هوانگ[[30]](#footnote-30) و همکاران، 2021). تصمیمات سرمایه‌گذاری در این بازار تأثیر قابل توجهی بر بازدهی سرمایه‌گذاران و کارایی بازار سرمایه دارد. بنابراین، شناخت عواملی که بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد، از اهمیت بالایی برخوردار است (فنگ[[31]](#footnote-31) و همکاران، 2020). مطالعات نشان داده‌اند که سوگیری‌های رفتاری یکی از مهم‌ترین عوامل تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است که می‌تواند منجر به کاهش بازده سرمایه‌گذاری‌ها شود (گوپتا و وچوری[[32]](#footnote-32)، 2021). از سوی دیگر، شخصیت و ویژگی‌های روان‌شناختی سرمایه‌گذاران بر میزان تأثیرپذیری آن‌ها از سوگیری‌های رفتاری تأثیرگذار است (آگاروال[[33]](#footnote-33) و همکاران، 2021).

بنابراین درک شخصیت سرمایه‌گذاران و تأثیر آن بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، به عنوان یک موضوع مهم در حوزه بازار سرمایه، نیازمند توجه و تحقیقات بیشتر است. با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران با شخصیت‌های مختلف، به دلایل مختلف، در برابر سوگیری‌های رفتاری مقاومت متفاوتی دارند، بررسی و شناخت این شخصیت‌ها می‌تواند به بهبود عملکرد بازار اوراق بهادار کمک کند. بنابراین، برای کاهش خطرات سرمایه‌گذاری و افزایش سودآوری، لازم است که تحقیقات و مطالعات بیشتری در این زمینه انجام شود و راهکارهای مناسبی برای هدایت سرمایه‌گذاران به تصمیمات بهتر و پایدارتر ارائه شود. با این حال، تاکنون مطالعه‌ای جامع در خصوص بررسی نقش تعدیل‌گر شخصیت سرمایه‌گذاران در ارتباط بین سوگیری‌های رفتاری و تصمیمات سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار انجام نشده است. انجام چنین مطالعه‌ای می‌تواند به درک بهتر عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و ارائه راهکارهایی برای بهبود عملکرد آنها کمک نماید. همچنین نتایج این پژوهش می‌تواند برای سیاست‌گذاران بازار سرمایه جهت اتخاذ سیاست‌هایی به منظور کاهش اثرات منفی سوگیری‌های رفتاری بر بازار سهام مفید باشد. بنابراین، انجام پژوهش حاضر با توجه به خلاء موجود، از اهمیت و ضرورت بالایی برخوردار است.

**4-1- هدف کلی**

بررسی نقش تعدیلگر شخصیت سرمایه­گذار در رابطه سوگیری­های رفتاری بر تصمیمات سرمایه­گذاری در بورس اوراق بهادار

**1-4-1- اهداف جزئی**

بررسی تاثیر سوگیری­های رفتاری بر تصمیمات سرمایه­گذاری در بورس اوراق بهادار

بررسی تاثیر سوگیری­های رفتاری بر شخصیت سرمایه­گذار

بررسی تاثیر تصمیمات سرمایه­گذاری در بورس اوراق بهادار بر شخصیت سرمایه­گذار

بررسی تاثیر سوگیری­های رفتاری بر تصمیمات سرمایه­گذاری در بورس اوراق بهادار: نقش تعدیلگر شخصیت سرمایه­گذار

**5-1- فرضیات تحقیق**

1. سوگیری­های شناختی(بیش اطمینانی، اتکاء و تعدیل، نمایندگی، خود اسنادی و حسابداری ذهنی) بر تصمیمات سرمایه­گذاران حقیقی (افق زمانی، ریسک، نوع شرکت و هدف) در بورس اوراق بهادار تهران اثر دارد.
2. سوگیری­های احساسی(خوش بینی، زیان گریزی، پشیمان گریزی، خودکنترلی و دگرگون گریزی) بر تصمیمات سرمایه­گذاران حقیقی (افق زمانی، ریسک، نوع شرکت و هدف) در بورس اوراق بهادار تهران اثر دارد.
3. ویژگی های شخصیتی (برون گرایی، روان رنجوری، پذیرش تجربه های جدید، مسئولیت پذیری و موافق بودن) در ارتباط بین سوگیرهای شناختی (بیش اطمینانی، اتکاء و تعدیل، نمایندگی، خود اسنادی و حسابداری ذهنی) و تصمیمات سرمایه گذاران حقیقی (افق زمانی، ریسک، نوع شرکت و هدف) در بورس اوراق بهادار تهران نقش تعدیل گر دارد.
4. ویژگی های شخصیتی (برون گرایی، روان رنجوری، پذیرش تجربه های جدید، مسئولیت پذیری و موافق بودن) در ارتباط بین سوگیرهای احساسی (خوش بینی، زیان گریزی، پشیمان گریزی، خودکنترلی و دگرگون گریزی) و تصمیمات سرمایه گذاران حقیقی (افق زمانی، ریسک، نوع شرکت و هدف) در بورس اوراق بهادار تهران نقش تعدیل گر دارد.

**6-1- قلمرو تحقیق**

**قلمرو زمانی:** از نظر زمانی پژوهش حاضر در بازه­ی زمانی بهار و تابستان 1402 انجام شد.

**قلمرو مکانی:** از نظر مکانی پژوهش حاضر در مشتریان بورس اوراق بهادار تهران انجام شد.

**قلمرو موضوعی:** این موضوع در حوزه رشته مدیریت دولتی گرایش مدیریت کسب و کار مالی که مبتنی بر بررسی تاثیر سوگیری­های رفتاری بر تصمیمات سرمایه­گذاری در بورس اوراق بهادار: نقش تعدیلگر شخصیت سرمایه­گذار می­باشد.

**7-1- پیش­فرض­های تحقیق**

- پاسخ‌دهندگان درک مطلوبی از سؤالات پرسش­نامه دارند.

- پاسخ‌دهندگان باصداقت به پرسشنامه پاسخ داده‌اند.

- پاسخ­دهندگان سوالات پرسش­نامه را با دقت پاسخ داده­اند

**8-1- تعریف مفهومی واژه‌ها و اصطلاحات**

سوگیری رفتاری

یکی از مفاهیم مهمی که در دهه‌های اخیر مورد توجه محققان حوزه مالی قرار گرفته، سوگیری‌های رفتاری است. سوگیری‌های رفتاری به الگوهای غیرمنطقی تفکر افراد در تصمیم‌گیری اشاره دارد که منجر به خطاهای شناختی می‌شود (شفرین، 2021).

تصمیمات سرمایه­گذاری

تصمیم‌گیری صحیح و عقلانی سرمایه‌گذاران در این بازار، منجر به کارایی بازار سرمایه شده و باعث رشد و توسعه اقتصادی می‌شود. از این رو، شناخت الگوها و عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران از اهمیت بسزایی برخوردار است (لو و همکاران، 2021).

شخصیت سرمایه­گذار

شخصیت، الگوهای فکری و رفتاری نسبتاً ثابت و منحصر به فرد در افراد است که طیف وسیعی از ویژگی‌های روان‌شناختی از جمله هیجان‌خواهی، برون‌گرایی، میزان اعتماد و غیره را در بر می‌گیرد (کاستا و مک‌کرا، 1992).

**فصل دوم**

**مبانی نظری و پیشینه تحقیق**

**1-2- مقدمه**

فصل حاضر از دو بخش مبانی نظری و بررسی تحقیقات صورت گرفته در این زمینه تشکیل شده است. به طوری که در بخش اول ابتدا مبنای نظری بورس، مالی رفتاری و سوگیری های رفتاری، تصمیمات سرمایه­گذاری، شخصیت سرمایه­گذار و در بخش دوم تحقیقات داخلی و خارجی مرتبط با موضوع تحقیق ارائه شده است.

**2-2- بورس اوراق بهادار**

یکی از اهداف مهمی که از تشکیل بورس ها تعقیب می شود، ایجاد ساز و کار منظم و شفاف در تقابل عرضه و تقاضا برای تعیین قیمت دارایی های مالی است(عسگری و ایرانپاک، 1389). بورس نوعی از بازار مالی است که در آن سرمایه های بلند مدت توسط بازرگانان، دلالان و سرمایه داران مورد معامله قرار می گیرد. در اصطلاح کلی بورس به مکانی گفته می شود که در آنجا پاره ای از کالاها و اوراق بهادار را تحت شرایطی قیمت گذاری می کنند اگر در مکان مورد نظر کالا را قیمت گذاری و مورد معامله قرار دهند آن را بورس کالا گویند، به عنوان مثال بورس قهوه در برزیل، بورس چای در سیلان و بورس نفت در اوپک. اما در صورتیکه اوراق بهادار شرکت های بازرگانی یا تولیدی مورد قیمت گذاری و معامله قرار گیرد آن را بورس اوراق بهادار می گویند و از نظر بازرگانی بازاری که سهام و اوراق بهادار موسسات صنعتی و تجاری در آن معامله می شود بورس سهام نام دارد(رمضانی، 1392).

نقش سازمان هاي مالی و عمق بازار سرمایه در تشریح و تفسیر روند رشد اقتصادي بلند مدت نقش مهمی در پژوهش هاي گذشته داشته است. برخی بررسی ها نشان داده اند که بازارهاي مالی نه تنها بر سطح درآمد بلکه بر نرخ رشد اقتصادي اثري دائمی دارند که بطور عمده این تاثیرگذاري ناشی از بهبود فن آوري و همچنین افزایش پس انداز می باشد. برخی از اقتصاددانان توسعه، بازار سهام را به عنوان یک ابزار مهم در تجدید ساختار و اصلاح شرکت هاي بزرگ دولتی به ویژه کشورهاي داراي اقتصاد دولتی می دانند. یافته هاي بسیاري از تحقیقات نیز نشان داده اند که تأثیر بازار سهام در توسعه اقتصادي کشورهاي داراي نظام دولت مدار بسیار ناچیز است. با این وجود شناخت رفتار بازار سرمایه و متغیرهاي مبین چنین رفتاري در تعامل با رشد اقتصادي با توجه به شرایط کنونی اقتصاد کشور مسئله اي است که در برنامه ریزي توسعه از اهمیت ویژه اي برخوردار است(احدی سرکانی، 1389). بازار سرمايه بعنوان يكي از مهمترين گزينه هاي سرمايه گذاري، جايگاه مناسبي براي جذب سرمايه ها به شمار مي رود و سرمايه گذاران با در نظر گرفتن درجه ريسك پذيري و بازدهي مورد انتظار، سهام مورد نظر خود را انتخاب مي كنند. در نتيجه بازارهاي سرمايه بايد كارايي لازم را براي جذب سرمايه گذاران و تامين منابع مالي و در نتيجه تخصيص بهينه منابع جهت بازدهي بيشتر آنها داشته باشند(وکیلی فرد و همکاران، 1389).

**3-2- تاریخچه پیدایش بورس**

بورس مانند هر پدیده دیگر در جوامع اقتصاد سرمایه گذاری هماهنگ با پیشرفت و توسعه اقتصادی رونق یافت تا به امروز که در اغلب کشورهای بزرگ جهان سازمان ها و تشکیلات بسیار منظم و متمرکز و متشکل یافته ای برای معاملات اوراق و سهام به وجود آمده که کوچک ترین نوسان و تحول اقتصادی تاثیر بسیار عمیقی در آن دارد. در قرون وسطی ابتدا گروه بازرگانان در میدان های مخصوصی دور هم جمع شده و به داد و ستد می پرداختند و به تدریج بازارهای مکاره برای کالاهای مختلف به وجود آمد که در آنها مقرراتی به صورت عرف مقرراتی به صورت عرف تجاری نیز اجرا می گردید. مبادله چند جانبه پول و کالا در بازارهای مکاره قرون وسطی و دریافت وام در ازاء بروات تجاری و قبوض اقساطی در پیدایش بورس سهم به سزایی داشته اند. از سال 1409 میلادی میدان های مبادله کالا، پول و سایر وسایل پرداخت در بورژ[[34]](#footnote-34) مرکز فنلاند واقع در شمال غربی بلژیک به وجود آمد که صرافان همه روزه در مقابل خانه بازرگانی معروف به نام واندربورس[[35]](#footnote-35) برای داد وستد پول و بروات جمع می شدند و به همین مناسبت به این گروه ها به طور اختصار نام بورس داده شود. بعدها عده زیادی از بازرگانان بورژ به بندر آنورس در بلژیک کوچ کردند و اولین بورس واقعی را در سال 1460 میلادی در آن شهر تحت عنوان بورس به وجود آوردند. نام بورس در ابتدا به اجتماع بازرگانان و صرافانی اطلاق می شود که در نقاط غیر مسقف دور هم جمع می شدند اما در قرون 16 و 17 میلادی سایر ساختمان های مربوط به معاملات بورسی را هم بورس می گفتند. بعضی از بورس های مهم دنیا عبارتند از: بورس نیویورک-آمریکا، بورس لندن-انگلستان، بورس توکیو-ژاپن، بورس زوریخ–آلمان، بورس فرانسه، بورس آمستردام– هلند(جعفری، 1386).

**4-2- نقش بورس اوراق بهادار در اقتصاد جامعه**

در بیشتر حوزه هاي مربوط به ادبیات مالی، فرض وجود بازارهاي سرمایه با کارکرد مناسب و برخوردار از قابلیت نقدینگی یک فرض اساسی است. با این وجود کارکردهاي نامناسب در بازار سهام در یک اقتصاد می تواند پیامدهاي متفاوتی را به دنبال داشته باشد. اولین پیامد این است که در غیاب یک بازار سرمایه کارا و مناسب، فرصت هاي متنوع سازي براي سرمایه گذاران و شرکت هاي در شرف تاسیس محدود می گردد و هزینه متنوع سازي را افزایش می دهد. چنین وضعیتی شرکت ها را وادار می کند که از بازار سرمایه دور شوند و بدین ترتیب تصمیمات سرمایه گذاري آنان متاثر گردد. زیرا در چنین شرایطی آنان سرمایه گذاري در فرصت هایی با ریسک کمتر را ترجیح خواهند داد. دومین پیامد حاصل از فقدان بازار سرمایه کارا و مناسب، ناتوانی شرکت ها در انتخاب یک ساختار مالی بهینه است. تضاد منافعی که بین مدیران شرکت ها و مشتریان و همچنین ارایه کنندگان منابع وجود دارد مشابه تضاد منافعی است که بین شرکت ها و سایر سهامداران دیده می شود. به عنوان مثال در صورتی که یک شرکت حجم بالایی از منابع خود را از طریق ایجاد بدهی فراهم نموده باشد، بدین دلیل که خود را در معرض مخاطره قرار داده است وادار به سرمایه گذاري در پروژه هاي ریسکی شده و بدین ترتیب بر بستانکاران و اعتبار دهندگان آسیب جدي وارد می سازد. سومین پیامد نیز به نقش بازارهاي سرمایه در فراهم نمودن اطلاعات کافی پیرامون وضعیت شرکت ها از یک سو و نقش کنترلی آنها در بهبود وضعیت اداره شرکت ها مربوط می شود. چنین نقشی کارایی شرکت ها را ارتقاء می بخشد(احدی سرکانی، 1389). در کشورهایی که بورس اوراق بهادار تشکیل نشده و سهام شرکت ها مورد معامله قرار نگرفته و یا رواج کامل ندارد پس اندازهای مردم یا مصرف خرید و فروش مستغلات زمین و کالا می شود و یا اینکه با سپردن آن به بانکها یا مردم بهره ای به دست می آورند. نظر به اینکه معاملات زمین، مستغلات و کالا احتیاج به سرمایه کافی و تخصص دارد برای اکثر پس انداز کنندگان مخصوصا پس انداز کنندگان کوچک امکان پذیر نیست. به همین ترتیب سپردن پس اندازها به شکل وام به اشخاص با اینکه بازده آن نسبت به سایر معاملات پولی بسیار جالب ست ولی خالی از مخاطره نمی باشد همینطور چنانچه این گونه پس انداز به عنوان سپرده ثابت و ی پس انداز به بانک ها سپرده شود با در نظر گرفتن ینکه بازگشت اصل و بهره آن تقریباٌ خالی از مخاطره است ولی از آنجا که ارزش پول طی مرور زمان تقلیل می یابد پس انداز کننده پس از مدتی مقداری از ارزش پس اندازهای خود ر از دست می دهد، حال اگر این گونه پس اندازها صرف خریدسهام شرکت ها شوند چنانچه انتخاب شرکت مزبور دقیقاٌ انجام گیرد علاوه براینکه اصل سرمایه بدون مخاطره خواهد بود و طی شریط عادی سود حاصله آن نیز قابل مقایسه با سایر سودهای حاصله از منافع دیگر می باشد مضافاٌ اینکه طی مرور زمان به اثبات رسیده که ارزش سهام افزوده شده است(زال نژاد، 1392). گرچه اکثر بررسی هاي انجام شده در کشورهاي در حال توسعه تاثیرات مثبت بسیار کم بازار سرمایه بر رشد اقتصادي را تجربه نموده اند، اما شواهد جدید بدست آمده، شدت چنین تاثیري را مورد تائید قرار داده اند. این شواهد نشان می دهند که بازار سرمایه قادر است از طریق ایجاد نقدینگی بر رشد اقتصادي تاثیر بگذارد. هرچند که بسیاري از سرمایه گذاري هاي سود آور نیازمند جذب سرمایه هاي بلند مدت است، با این حال سرمایه گذاران همواره نسبت به موضوع از دست دادن کنترل سرمایه هایشان در شرکت ها حساس بوده و در مواجهه با آن مقاومت نشان داده اند. یک بازار سرمایه با قابلیت نقدینگی بالا، زمینه سرمایه گذاري با ریسک پائین را فراهم می نماید و به همین دلیل سرمایه هاي بسیاري را جذب خواهد نمود. در چنین بازاري سرمایه گذاران از این امتیاز برخوردارند که در صورت احساس نیاز به تغییر در پورتفوي خود، بلافاصله و به سهولت قادرند سهام خود را به نقد تبدیل نمایند؛ از سوي دیگر برخی از شواهد تاثیرگذاري بازارهاي سرمایه بزرگ بر رشد اقتصادي را کاملا تائید می نمایند (احدی سرکانی، 1389).

**5-2- تاریخچه بورس اوراق بهادار تهران**

در سال 1315 شمسی یک نفر بلژیکی مطالعاتی درباره تاسیس یک بورس در تهران به عمل آورد و طرح قانون، تصویبنامه، اساسنامه و نظام نامه داخلی آنرا تهیه کرد اما چون شرایط آن زمان برای به وجود آمدن بورس مساعد نبود و همچنین وقوع جنگ جهانی دوم و گرفتاریهای ناشی از آن از افتتاح بورس در ایران حدود سی سال به تاخیر انداخت در دوره چهارم قانون گذاری به اقتباس از قانون تجارت فرانسه مقرراتی راجع به سهام شرکت ها تدوین گردید؛ سال ها بعد در قانون اطاق های بازرگانی مصوب 1333 مقرر گردید که وزارت اقتصاد نظریات اطاق های بازرگانی راجع به مسائل مربوط به بورس بخواهد و آنها را مورد توجه قرار دهد. در سال 1341 کمیسیونی در وزارت بازرگانی مرکب از نمایندگان وزارت دارایی و بازرگانی تشکیل شده که نماینده بانک توسعه صنعتی و معدنی ایران نیز در آن شرکت داشت، نتیجه مذاکرات کمیسیون علمی گزارشی پیرامون وزارت دولت بر امور بورس، اداره بورس، مسائل مالی بورس، دلالان بورس و راه حل هایی که پیشنهاد شده بود به وزیر بازرگانی وقت ارائه شود نتیجه این شد که در اواخر سال 1341 به دعوت وزارت بازرگانی و با موافقت دولت بلژیک هیئتی دو نفره از بورس آن کشور به منظور همکاری با دولت ایران به ایران آمدند و مدت سه ماه مشغول تهیه ی طرح تاسیس سهام بورس ایران و تنظیم سازمان اصلی آن شدند. سرانجام در اردیبهشت ماه 1345 قانون تشکیل بورس اوراق بهادار به تصویب رسید و به وسیله وزارت اقتصاد به بانک مرکزی ایران ابلاغ شود و از بانک مرکزی ایران خواسته شد تا نسبت به شروع کار شورای بورس اقدامات لازم را به عمل آورد، بانک مرکزی در تهیه مقررات تشکیل بورس از کارشناسان بورس لندن بهره گیری نمود(رمضانی، 1392).

**6-2- دوره های فعالیت بورس در ایران**

فعالیت بورس اوراق بهادار تهران در اولین سال تاسیس آن با معاملات سهام بانک توسعه صنعتی و معدنی آغاز شد. در سال 1347 با پذیرفته شدن سهام چند شرکت تولیدی و راه یافتن اسناد خزانه و قبوض اصلاحات ارضی به بورس اوراق بهادار بر حجم معاملات آن افزوده شود. مقایسه حجم معاملات انجام شده در بورس اوراق بهادار با تولید ناخالصی داخلی (به قیمت جاری) موءید حجم ناچیز معاملات بورس در کل اقتصاد و ناتوانی بورس در تجهیز پس انداز های خصوصی و تخصیص آنها به سرمایه گذاری های صنعتی و تولیدی است. دوران فعاليت بورس اوراق بهادار را مي‌توان به چهار دوره تقسيم کرد(رمضانی، 1392):

**1- دوره نخست (1357- 1346)**

بورس اوراق بهادار از پانزدهم بهمن سال 1346 فعاليت خود را با انجام چند معامله بر روي سهام بانك توسعه صنعتي و معدني آغاز كرد. در پي آن شركت نفت پارس، اوراق قرضه دولتي، اسناد خزانه، اوراق قرضه سازمان گسترش مالكيت صنعتي و اوراق قرضه عباس‌آباد به بورس تهران راه يافتند. در اين دوره گسترش فعاليت بورس اوراق بهادار بيشتر مرهون قوانين و مقررات دولتي بود. طي 11 سال فعاليت بورس تا پيش از انقلاب اسلامي در ايران، تعداد شركت‌ها و بانك‌ها و شركت‌هاي بيمه پذيرفته شده از 6 بنگاه اقتصادي با 6/2 ميليارد ريال سرمايه در سال 1346 به 105 بنگاه با بيش از 230 ميليارد ريال در سال 1357 افزايش يافت. همچنين ارزش مبادلات در بورس از 15 ميليون ريال در سال 1346 به بيش از 34 ميليارد ريال طي سال1357 افزايش يافت.

**2- دوره دوم (1367-1358)**

در سال‌هاي پس از انقلاب اسلامي و تا پيش از نخستين برنامه پنج ساله توسعه اقتصادي، دگرگوني‌هاي چشمگيري در اقتصاد ملي پديد آمد كه بورس اوراق بهادار تهران را نيز در برگرفت. حجم معاملات سهام در اين دوره از 2/34 ميليارد ريال در سال 1357 به 9/9 ميليارد ريال در سال 1367 کاهش يافت و ميانگين نسبت حجم معاملات سهام به GDP به کمترين ميزان در دوران فعاليت بورس رسيد که از مهمترين دلايل آن شرايط جنگي و روشن نبودن خطوط کلي اقتصاد کشور بود. بدين ترتيب در طي اين سال‌ها، بورس اوراق بهادار تهران دوران فترت خود را آغاز كرد كه تا پايان سال 1367 ادامه يافت.

**3- دوره سوم (1383- 1368)**

با پايان يافتن جنگ، در چارچوب برنامه پنج ساله اول توسعه اقتصادي، اجتماعي و فرهنگي جمهوري اسلامي ايران تجديد فعاليت بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان زمينه‌اي براي اجراي سياست‌هاي خصوصي‌سازي مورد توجه قرار گرفت. در هر حال، گرايش سياست‌گذاري‌هاي كلان اقتصادي به استفاده از ساز و كار بورس، افزايش چشمگير شمار شركت‌هاي پذيرفته شده و افزايش حجم فعاليت بورس تهران را در بر داشت، به‌گونه‌اي که حجم معاملات از 9/9 ميليارد ريال سال 1367 به 104.202 ميليارد ريال در پايان سال 1383 رسيد و تعداد بنگاه‌هاي اقتصادي پذيرفته شده در بورس تهران از 56 شركت به 422 شركت افزايش يافت.

**4- دوره چهارم (از سال 1384 تاکنون)**

در سال 1384، نماگرهاي مختلف فعاليت بورس اوراق بهادار در ادامه روند حرکتي نيمه دوم سال 1383، همچنان تحت تأثير رويدادهاي مختلف داخلي و خارجي و افزايش بي‌رويه شاخص‌ها در سال‌هاي قبل، از روندي کاهشي برخوردار بودند و اين روند، به جز دوره کوتاهي در آذرماه تا پايان سال قابل ملاحظه بود. به‌‌ هرحال از آذرماه سال 1384، سياست‌ها و تلاش دولت و سازمان بورس باعث کند شدن سرعت روند کاهشي معيارهاي فعاليت بورس شد. درحالي‌که شاخص کل در پايان سال 1384 به 9.459 واحد رسيده بود، طي سال 1385 از مرز 10.000 واحد عبور کرد و در نهايت در پايان سال مذکور 9.821 واحد را تجربه کرد. همچنين کاهش چشمگير معاملات سهام در سال 1384، با توجه به اقدامات مؤثر فوق‌الذکر در سال 1385 به تعادل نسبي رسيد، به نحوي که ارزش معاملات سهام و حق تقدم در سال 1384 در حدود 56.529 ميليارد ريال و در سال 1385 معادل 55.645 ميليارد ريال ارزيابي شد.تعداد شرکت‌هاي پذيرفته شده در بورس اوراق بهادار از 422 شرکت در پايان سال 1383 به 435 شرکت در پايان سال 1385 افزايش يافت. از جمله رويدادهاي اساسي اين دوره عبارتند از:

1. تصويب قانون بازار اوراق بهادار جمهوري اسلامي ايران (1/9/1384)
2. تشکيل شوراي عالي بورس و اوراق بهادار
3. تشکيل سازمان بورس و اوراق بهادار
4. تشکيل بورس اوراق بهادار تهران (شركت سهامي عام)
5. تشکيل شرکت سپرده‌گذاري مرکزي اوراق بهادار و تسويه وجوه

**7-2- توسعه بازار اوراق بهادار و عوامل موثر بر آن**

بر اساس مطالعات انجام شده، توسعه مالی مفهومی چند وجهی است چرا که ساختار مالی یک کشور از بازارها و محصولات مالی مختلف تشکیل شده است و چند معیار محدود نمی تواند تمام جنبه هاي لازم توسعه مالی را در بر بگیرد. توسعه مالی را می توان در شش بعد مختلف شامل توسعه بخش بانکی، توسعه بخش مالی غیر بانکی، توسعه بخش پولی و سیاست گذاري پولی، مقررات و نظارت بانکی، باز بودن بخش مالی و محیط نهادي تعریف کرد. توسعه بورس اوراق بهادار را می توان از طریق سه مشخصه اصلی عمق، عرض و خبرگی توصیف کرد. مشخصه عمق اشاره به اندازه و نقد شوندگی بورس اوراق بهادار دارد. اندازه بازار با توانایی براي تجهیز سرمایه و تنوع سازي ریسک همبستگی مثبت دارد. عرض به معنی تنوع بازار بر حسب مشارکت شرکت هاي بزرگ و کوچک، انواع شرکت ها از بخش هاي مختلف صنعت و خارجیان می باشد. عرض ریسک کل بازار را کاهش می دهد، مالکیت گسترده را ترغیب می کند که به نوبه خود سرمایه را افزایش می دهد و شرکت هاي کوچکتر را قادر می سازد تا به سرمایه اي دسترسی داشته باشند که در غیاب شرکت هاي بزرگتر در بازار موجود نبود. خبرگی نیز بر مدیریت و اداره بازار اشاره دارد. زمانی که تعداد بنگاه هاي اقتصادي بیشتري در بازار حضور دارند، متوسط هزینه فن آوري هاي پیچیده معاملاتی کاهش می یابد و شرکت ها و سرمایه گذاران حساسیت بیشتري در بازار براي انجام معاملات از خود نشان خواهند داد. فساد که مختص برخی از بازارهاي کوچک می باشد، می تواند به واسطه نظارت بیشتر کاهش یافته یا برعکس به دلیل اجراي ناکارآمد برنامه هاي خصوصی سازي و در نتیجه مالکیت مطلق تعداد اندکی از سهامداران بر سهام افزایش یابد(فتحی و همکاران، 1389). به طور کلی عوامل موثر بر توسعه بورس اوراق بهادار را می توان به سه دسته عوامل درونی شرکت ها، عوامل بیرونی غیر اقتصادي و عوامل بیرونی اقتصاد کلان تقسیم بندي کرد. عایدي هر سهم، ساختار مالی شرکت، تقاضا براي محصول شرکت، مدیریت شرکت، سود و سیاست هاي تقسیم سود، سهام جایزه و تجزیه سهام، افزایش سرمایه و ادغام و تملک و غیره از جمله عوامل درون سازمانی موثر بر توسعه بورس اوراق بهادار می باشد. عوامل بیرونی غیر اقتصادي موثر بر توسعه بورس اوراق بهادر نیز عبارتند از عوامل سیاسی، قانونی، اجتماعی و فرهنگی و تکنولوژیکی. عوامل اقتصادي به دو دسته کلان و خرد تقسیم می شوند. عوامل اقتصاد کلان کلیه شرکت هاي بورس را تحت اثر قرار می دهد و عوامل اقتصاد خرد بر شرکت هاي مختلف (حتی از یک صنعت) اثرات متفاوتی می گذارند. با بررسی پژوهش هاي خارجی و داخلی این نتیجه به دست آمد که درآمد ملی، نرخ پس انداز، نرخ سرمایه گذاري، سطح توسعه موسسات مالی واسطه، نقد شوندگی بورس اوراق بهادار، آزادسازي بورس اوراق بهادار، خصوصی سازي، بی ثباتی اقتصاد کلان، نرخ مالیات، نرخ بهره، نرخ تورم و نرخ ارز از مهم ترین متغیرهاي اقتصاد کلان اثر گذار بر توسعه بورس اوراق بهادار می باشد. درآمدهاي مالی افراد به دو بخش مصرف و پس انداز تقسیم بندي می گردد. هر گاه اوضاع اقتصادي کشور به گونه اي باشد که نرخ پس انداز در کشور بالا باشد یعنی مردم علاوه بر صرف هزینه هاي روزانه قادر به انباشته کردن بخشی از درآمد خود باشند می توان گفت سرمایه گذاري در آن کشور تقویت خواهد شد. از طرفی چون نرخ سرمایه گذاري به نرخ پس انداز بستگی دارد می توان حدس زد که سرمایه گذاري یکی از عوامل تعیین کننده مهم سرمایه بورس اوراق بهادار باشد. از طرف دیگر، بورس اوراق بهادار بدون وجود سیستمی کارآمد از واسطه هاي مالی شامل پذیره نویسان، معامله گران و غیره نمی تواند توسعه یابد. از آنجایی که بانک ها و بازارهاي سهام به عنوان واسطه در هدایت پس اندازهاي مردم به سمت پروژه هاي سرمایه گذاري عمل می کنند، می توانند مکمل یا جایگزین یکدیگر باشند. همچنین هر چه بی ثباتی اقتصادي بیشتر باشد (براي مثال نرخ تورم مستمر تغییر یابد) شرکت ها و سرمایه گذاران انگیزه کمتري براي سرمایه گذاري پول خود در بورس اوراق بهادار خواهند داشت و در نتیجه بورس اوراق بهادار چندان توسعه یافته نخواهد بود(فتحی و همکاران، 1389).

**8-2- مزایای بورس برای شرکت ها**

پذیرش سهام یا اوراق قرضه شرکتی در بورس، مزایایی به شرح زیر دارد (جعفری، 1386):

الف- نشانه قدرت مالی: نظر به اینکه شرایط پذیرش بورس معمولا" سنگین است لذا وقتی سهام شرکتی در بورس پذیرفته می شود مردم این طور استنباط می کنند که قدرت مالی شرکت بسیار خوب بوده است که مورد قبول مقامات بورس واقع شده است.

ب- ارزش تبلیغاتی: وقتی بورس با شرایط سنگین خود سهام شرکتی را پذیرفت این خود عامل مهمی در تبلیغات های نشان دادن مقام و در نتیجه فعالیت آن خواهد بود به طور یقین در دریافت اعتبار از بانک ها و فروش محصولات و مصنوعات آن موثر می باشد.

ج- ایجاد بازار وسیعتر: چنانچه سهام شرکتی در بورس پذیرفته شود نظر به این که سهام مزبور در معرض خرید و فروش عامه قرار می گیرد افراد بیشتری مالک آن سهام خواهند شود به این ترتیب بدیهی است که حساسیت نوسانات قیمت در مقدار فروش کمتر می شود در صورتی که وقتی مقدار زیادی از سهام شرکت متعلق به یک نفر باشد آن شخص به منظور جلوگیری از ضرر خود فورا اقدام به فروش سهام خود می کند که عملا" اثر عمیقی در بازار آن می گذارد.

د- فروش سهام: وقتی سهام شرکتی در بورس پذیرفته شود چنانچه شرکت مزبور بخواهد سهام جدیدی منتشر کند فروش آن به آسانی انجام می گیرد چون قدرت مالی شرکت به ثبات رسیده و سهامداران قبلی از آن استقبال خواهند نمود.

ه- مزایای مالی: گاهی اوقات به منظور تشویق شرکتها جهت ارائه سهام خود در بورس مزایی مالی مخصوصی برای آنها قائل می شوند در ایران طبق ماده 116 قانون مالیات های مسقیم مصوب اسفند ماه 1345 شرکت هایی که سهام آنها در بورس پذیرفته می شود از سال پذیرش تا زمانی که سهام آنها از لیست قیمت بورس خارج نشود از 5/1 درصد معافیت مالیاتی استفاده خواهند کرد.

و- افزایش تقاضا برای سهام: نظر به اینکه عده ای از مردم به بورس دسترسی خواهند داشت تقاضا برای سهام مزبور زیادتر از سهامی است که در بورس پذیرفته نشده اند.

ز- بازار آماده: هر موقع صاحب سهم مایل باشد فورا می تواند سهام خود را به فروش برساند.

**9-2- شعب منطقه ای بورس**

شعب بورس اوراق بهادار هر كشور، نقش حساسي در جلب و توسعه سرمايه هاي مفيد و اثربخش اقتصادي دارند و مي توانند در صورت كارا و اثربخش بودن به عنوان يك عامل كنترلي بر تورم (از طريق جذب نقدينگي)، تقويت كننده زيرساختهاي توسعه صنعتي (از طريق گسترش سرمايه گذاري) و همچنين پشتيباني كننده از تبادلات سرمايه عمل كنند و تأثيرات مفيدي بر توسعه پايدار بگذارند(فرید و همکاران، 1389). هر شعبه منطقه اي بورس، بنابر تعاريف سازمان كارگزاران بورس اوراق بهادار، داراي درآمدهاي عملياتي و غير عملياتي است. مهمترين عناوين درآمد هاي عملياتي يك شعبه بورس اوراق بهادار شامل حجم خريد و نيز حجم فروش در معاملات، كارمزد معامله و حق الدرج سهام شركتهاي پذيرفته شده در بورس است و مهمترين عناوين درآمد هاي غير عملياتي شامل حق عضويت كارگزاران، ذخيره پروژه هاي گسترش بورس، درآمد حاصل از تسعير ارز، درآمد حاصل از سرمايه گذاري در اوراق مشاركت، درآمد حاصل از مسدود نمودن سهام وثيقه و اجاره دريافتي از شعب بانك ها مي باشد. اما نكته حائز اهميت آن است كه شعب بورس در تأمين درآمدهاي غير عملياتي خود از اختيارات كافي برخوردار نيستند. تعيين و كنترل ميزان سرمايه گذاري هاي كوتاه مدت و بلندمدت توسط شعب بورس، درآمد حاصل از ارائه تسهيلات به كارگزاران، ذخيره پروژ ه هاي گسترش بورس، درآمد حاصل از تسعير ارز و ساير درآمدهاي غير عملياتي بر عهده سازمان مركزي بورس اوراق بهادار بوده و شعب بورس بر برنامه ريزي ، تحصيل و كنترل آنها از اختيار لازم برخوردار نيستند (فرید و همکاران، 1389).

**10-2- مالی‌ رفتاری‌**

اگرچه نظريه‌ هاي مالي رفتاري جديد است و پيشينه آن به تقریباً چهار دهه پيش باز مي گردد، ولي موضوع دخيل بودن ويژگي هاي روانشناختي و رفتاري افراد در تصميم هاي خريد به دوره هاي پيشتر باز مي گردد. نخستين مطالعات در زمينه رفتار سرمايه‌گذاران در بازار سرمايه، به دهه 70 بر‌ مي‌گردد.

بسیاری از سرمایه گذاران مدت های زیادی به این مسئله توجه کرده اند که روانشناسی نقشی کلیدی در تعیین رفتار بازارها ایفا میکند؛ اما مطالعات معروف و جدی در این زمینه به سال های اخیر باز می گردد. ارتباط علم مالی و سایر رشته های علوم اجتماعی که به عنوان روانشناسی مالی معروف شده است، به بررسی فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و عکس العمل آن ها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی می پردازد. حوزه مالی رفتاری و اقتصادِ رفتاری در ارتباط نزدیک با یکدیگرند. رفتار سرمایه گذاران که از عوامل مختلفی از جمله ادراک و حس آنان سرچشمه میگیرد، بر فرآیند تصمیم گیری آنان تأثیر می گذارد. در واقع مالی رفتاری، مباحث روانشناسی و جامعه شناسی ای را بررسی می نماید که بر فرآیند تصمیم سازی افراد، گروه ها و سازمان- ها اثرگذار است؛ بنابراین انتخاب سرمایه گذاری، تخصیص منابع پولی، قیمت و بازدهی، تابعی از رفتار سرمایه گذاران است(شادمان و همکاران، 1392).

کانمن و تورسکی (1979) جزء اولین نویسندگانی هستند که از پایه و اساس امور مالی رفتاری با مطالعه در مورد عوامل شهودی (ابتکاری) و همچنین تئوری چشم انداز به تحقیق و پژوهش پرداخته اند و طی سلسه مقالاتی به توسعه کاربردهای دانش روانشناسی در علوم مالی و اقتصاد پرداختند که این تلاشها نوبل اقتصاد 2002 را نصیب دنیل کانمن نمود. اولسن (1998) اظهار می کند که مالی رفتاری تلاش نمی کند که رفتار عقلایی را تعریف کند و یا به تصمیم گیری، برچسب تورش یا اشتباه بزند، بلکه به دنبال فهم و پیش بینی بازار مالی مبتنی بر فرآیندهای تصمیم روانشناسی میباشد. نکته قابل ذکر این است که هم اکنون هیچ تئوری جامع مالی رفتاری وجود ندارد. اولسن خاطر نشان میکند که بیشتر تاکید در ادبیات تشخیص مشخصه های تصمیم گیری های رفتاری است که احتمالا اثرات سیستماتیک بر روی رفتار بازار مالی دارند. اولسن (1998) مالی رفتاری تلفیقی از دانش های روانشناسی، مدیریت مالی و سرمایه گذاری است و با توجه به تعاریف به عمل آمده، می توان چنین اظهار داشت که مالی رفتاری:

* حاصل ادغام اقتصاد کلاسیک و رشته ی مالی با علوم روانشناسی و تصمیم گیری است.
* تلاشی برای تبیین دلایل بروز پدیده های غیرعادی در ادبیات حوزه مالی می باشد.
* به مطالعه این موضوع می پردازد که چگونه سرمایه گذاران در قضاوت های خود دچار خطاهای ذهنی می شوند (میرجعفری و همکاران، 1394).

رشته‌ علمی‌ مالی‌ رفتاری‌ در سال ١٩٧٩ آغاز شد، زمانی‌ که‌ روانشناسان دانیل‌ کانمن [[36]](#footnote-36)و آمورس تورسکی[[37]](#footnote-37)، تئوری‌ چشم انداز[[38]](#footnote-38) را ارائه‌ کردند. تئوری‌ چشم انداز به‌ عنوان موضوعی‌ برای‌ درك چگونگی‌ چارچوب اثر ریسک‌ در تصمیمات اقتصادی‌ معرفی‌ شده است‌. تورسکی و کانمن رشته‌ مالی‌ رفتاری‌ را در زمینه‌ روانشناسی‌ ریسک‌ گسترش دادند. کار آنان و در کل اقتصاد رفتاری‌ در پی‌ به‌ چالش‌ کشیدن مفروضات اصلی‌ و عقلانیت‌ ذاتی‌ در مدل تصمیم‌ گیری‌ اقتصاد کلاسیک‌ بود. در این‌ ارتباط تورسکی و کانمن سه‌ حوزه اصلی‌ را بررسی‌ و مطالعه‌ کردند: نگرشهای‌ ریسک، حسابداری‌ ذهنی و اطمینان بیش‌ از حد.

**نگرشهای‌ ریسک‌:** در حالی‌ که‌ تئوری‌ اقتصادی‌ کلاسیک‌ ها می‌‌گوید سرمایه‌ گذاران ریسک‌ گریز هستند، مالی‌ رفتاری‌ معتقد است‌ که‌ سرمایه‌ گذاران تناقض‌ ها را به‌ معرض نمایش‌ می‌‌گذارند و اغلب‌ نگرشهای‌ متضادی‌ درباره ریسک‌ مالی‌ دارند. تورسکی‌ و کانمن دریافتند که‌ سرمایه‌ گذاران یک‌ نقطه‌ مبنای‌ فردی‌ در مورد ریسک‌ دارند و بیشتر اوقات هنگامی‌ که‌ نقطه‌ مبنا به‌ دست‌ می‌‌آید آنها نسبت‌ به‌ ریسک‌ حساسیت‌ بیشتری‌ خواهند داشت‌

**حسابداری‌ ذهنی‌**: در حالی‌ که‌ تئوری‌ اقتصادی‌ ادعا می‌‌کند که‌ پول قابلیت‌ معاوضه‌ و مبادله‌ را دارد، مالی‌ رفتاری‌ معتقد است‌ که‌ پول به‌ طور کامل‌ برای‌ بیشتر مردم قابلیت‌ معاوضه‌ ندارد. تورسکی‌ و کانمن این‌ ایده را از حسابداری‌ ذهنی‌ فردی‌ برای‌ بیان این‌ که‌ چرا پول به‌ طور کامل‌ برای‌ بیشتر مردم قابلیت‌ معاوضه‌ ندارد، توسعه‌ دادند. حسابداری‌ ذهنی‌، یک‌ شکل‌ کاملاً شهودی‌ از حسابداری‌ است‌ که‌ منابع‌ مالی‌ را برای‌ استفاده اشخاص در برمی‌ گیرد و اغلب‌ بدون دلایل‌ منطقی‌ به‌ آسانی‌ نقل‌ وانتقال پذیر نیستند. خیلی‌ از سرمایه‌ گذاران از حسابداری‌ ذهنی‌ برای‌ نگه‌ داری‌ پیشنهادهای‌ سرمایه‌ گذاری‌ استفاده می‌‌کنند. همان گونه‌ که‌ سیستمهای‌ حسابداری‌ جریان پول را طبقه‌ بندی‌ و ردیابی‌ می‌‌کنند، افراد نیز از مغز خود به‌ عنوان یک‌ سیستم‌ حسابداری‌ ذهنی‌ استفاده می‌‌کنند که‌ مشابه‌ یک‌ قفسه‌ بایگانی‌ است‌. هر سرمایه‌ گذار مالک‌ قفسه‌ خود است‌ و از فعل‌ وانفعالات سهام در پرونده های‌ مختلف‌ استفاده می‌‌شود.

**اطمینان بیش‌ از حد:** در حالی‌ که‌ تئوری‌ اقتصادی‌ مدعی‌ است‌ که‌ سرمایه‌ گذاران، تصمیم‌ گیرندگان عقلایی‌ هستند و به‌ اطلاعات مالی‌ که‌ وجود دارد دسترسی‌ دارند، مالی‌ رفتاری‌ معتقد است‌، سرمایه‌ گذاران به‌ اطمینان بیش‌ از حد و تصمیم‌ های‌ جانبدارانه‌ متمایل‌ اند. تورسکی‌ و کانمن دریافتند که‌ سرمایه‌ گذاران اغلب‌ در مورد تصمیمهای‌ سرمایه‌ گذاری‌کاملاً خوشبین‌ هستند و شانس‌ موفقیتشان در مسائل‌ مالی‌ بیشتر پیش‌ بینی‌ می‌‌شود. اطمینان بیش‌ از حد باعث‌ می‌‌شود معرفت‌ افراد در سرمایه‌ گذاری‌ بیشتر شود و مخاطرات سرمایه‌ گذاری‌ کاهش‌ یابد و توانایی‌ آنها روی‌ کنترل رویدادها اغراق آمیز گردد (لینتنر[[39]](#footnote-39)، 1998).

**11-2- شکوفا شدن مالی‌ رفتاری‌**

مالی‌ رفتاری‌، مطالعه‌ چگونگی‌ تفسیر افراد از اطلاعات برای‌ اتخاذ تصمیمات سرمایه‌ گذاری‌ آگاهانه‌ می‌‌باشد. به‌ عبارت دیگر مالی‌ رفتاری‌ به‌ دنبال تأثیر فرایندهای‌ روانشناختی‌ در تصمیم‌ گیری‌ است‌. علاوه بر آن مالی‌ رفتاری‌ را می‌‌توان پارادایمی‌ دانست‌ که‌ با توجه‌ به‌ آن، بازارهای‌ مالی‌ با استفاده از مدل هایی‌ مورد مطالعه‌ قرار می‌‌گیرند که‌ دو فرض اصلی‌ و محدودکننده پارادایم‌ سنتی‌ - بیشینه‌ سازی‌ مطلوبیت‌ مورد انتظار و عقلانیت‌ کامل‌- را کنار می‌‌گذارد. مالی‌ رفتاری‌ دو پایه‌ اصلی‌ دارد، یکی‌ محدودیت‌ در آربیتراژ است‌ که‌ عنوان می‌‌کند سرمایه‌ گذاران عقلایی‌ به‌ راحتی‌ نمی‌ توانند از فرصت‌ های‌ آربیتراژ استفاده کنند، زیرا این‌ کار مستلزم پذیرفتن‌ برخی‌ ریسک‌ ها است‌. دوم روان شناسی‌ است‌ که‌ با استفاده ازآن رفتار و قضاوت سرمایه‌ گذاران و همچنین‌ خطاهایی‌ که‌ اشخاص در هنگام قضاوت مرتکب‌ می‌‌شوند، بررسی‌ می‌‌شود (راعی و فلاح پور، 1383). یافته‌ ها حاکی‌ از آن است‌ که‌ سرمایه‌ گذاران همیشه‌ به‌ طور منطقی‌، قابل‌ پیش‌ بینی‌ و بدون اریب‌، همان گونه‌ که‌ توسط‌ مدل های‌ رایج‌ نشان داده شده اند، رفتار نمی‌ کنند. بر اساس نظریه‌ های‌ روان شناسی‌، انسان ها تمایل‌ به‌ نگهداری‌ حوادث خاصی‌ در ذهن‌ خود به‌ صورت تصورات دارند و این‌ تصورات ذهنی‌ در بعضی‌ از مواقع‌ اثرات بیشتری‌ از خود حوادث بر رفتار افراد دارند .مطالعات زیادی‌ نحوه عملکرد غیر منطقی‌ افراد در مباحث‌ سرمایه‌ گذاری‌ و پولی‌ را نشان داده است ‌(گرینبلات و هان[[40]](#footnote-40)، 2005). بیشتر نظریه‌ های‌ اقتصادی‌ بر این‌ اساس بنا شده است‌ که‌ افراد در مواجه‌ با رویدادهای‌ اقتصادی‌ به‌ صورت منطقی‌ عمل‌ می‌‌کنند و کلیه‌ اطلاعات موجود را در فرآیند سرمایه‌ گذاری‌ در نظر می‌‌گیرند. 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 درك 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 می‌‌توانند 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 سرمایه‌ گذاران می‌‌شود. طی‌ دهه‌ ٩٠ میلادی‌، اکثر تحقیقات مالی‌ از تحلیل‌ های‌ اقتصادسنجی‌ سری‌ های‌ زمانی‌ قیمت‌ ها، سودهای‌ نقدی‌ و درآمدها به‌ بسط‌ مدل های‌ روانشناسی‌ افراد و ارتباط آن با بازارهای‌ مالی‌ سوق پیدا کرد. محققین‌ استثناهای‌ فراوانی‌ را در بازار های‌ مالی‌ پیش‌ رو داشتند که‌ مدل های‌ نظری‌ قادر به‌ تبیین‌ آن نبود. بسیاری‌ از سرمایه‌ گذاران در گذشته‌ به‌ این‌ نتیجه‌ رسیده بودند که‌ پدیده های‌ روانشناختی‌ نقش‌ مهمی‌ در تعیین‌ رفتارهای‌ بازارهای‌ مالی‌ دارد (شفیر، تالر[[41]](#footnote-41)، 2005).

**12-2- چارچوب های‌ نظریه‌ نوین‌ مالی‌:**

پارادایم‌ اصلی‌ نظریه‌ نوین‌ مالی‌ ودر واقع‌ منازعه‌ بین‌ مالی‌ کلاسیک‌ و مالی‌ رفتاری‌ دو مفهوم انسان اقتصادی‌ عاقل‌ وبازارهای‌ عقلایی‌(نظریه‌ بازارهای‌ کارا) می‌‌باشد.

1-12-2- بازارهای‌ کارا در مقابل‌ بازارهای‌ نا کارا:

در دهه‌ ١٩٧٠ فرضیه‌ کارایی‌ بازار برای‌ اکثر دانشگاهیان و جمع‌ کثیری‌ از حرفه‌ ای‌ ها به‌ عنوان مدل قابل‌ قبولی‌ از رفتار بازار پذیرفته‌ شد. فرضیه‌ بازار کارا که‌ بر خاسته‌ از رساله‌ دکتری‌ »فاما[[42]](#footnote-42) « بود در دهه‌١٩٦٠ آغاز و به‌ تکامل‌ رسید. فاما با بیان متقاعدکننده ای‌ نشان داد، در بازاری‌ که‌ جمع‌ کثیری‌ از معامله‌ گران آگاه در آن فعالیت‌ می‌‌کنند، اوراق بهادار به‌ نحو مناسبی‌ قیمت‌ گذاری‌ شده و همه‌ اطلاعات موجود را منعکس‌ می‌‌کند. او سه‌ شکل‌ از کارایی‌ بازار را معرفی‌ کرد (فاما، فرانسوی[[43]](#footnote-43)، 1992).

1-1-12-2-شکل‌ ضعیف‌:

مبین‌ این‌ است‌ که‌ تمام قیمت‌ ها وداده های‌ تاریخی‌ به‌ طور کامل‌ در قیمت‌ جاری‌ اوراق بهادار منعکس‌ شده است‌ ولذا تحلیل‌ تکنیکی[[44]](#footnote-44)‌ بسیار کم‌ ارزش یا اصلا فاقد ارزش است‌. در این‌ حالت‌ فرض می‌شود که‌ قیمت‌ اوراق بهادار فقط‌ منعکس‌ کننده اطلاعات تاریخی‌ است‌ و این‌ اطلاعات بلافاصله‌ در قیمت‌های‌ جاری‌ منعکس‌ می‌شود. پس‌ شکل‌ ضعیف‌ بازار کارا می‌‌گوید که‌ با مطالعه‌ روند تاریخی‌ قیمت‌ سهام، قادر نیستیم‌ روند آینده قیمت‌ سهام را پیش‌بینی‌ کنیم‌. قیمت‌ سهام روند خاصی‌ ندارد، بازار سهام حافظه‌ای‌ ندارد، یعنی‌ قیمت‌ سهام در بازار کارا به‌ شکل‌ تصادفی‌ تغییر می‌کند( نظریه‌ گشت‌ تصادفی‌ ). اگر این‌ نظریه‌ صحت‌ داشته‌ باشد، آن دسته‌ از سرمایه‌گذاران که‌ بر اساس نمودار سهام را انتخاب می‌کنند راه خطا می‌روند به‌ عنوان مثال اگر الگویی‌ فصلی‌ در قیمتهای‌ سهام بافت‌ شود، مثلاً کاهش‌ قیمتها در آخرین‌ روز معامله‌ سال و افزایش‌ آن در اولین‌ روز معامله‌ سال جدید، بازار، این‌ الگو را به‌سرعت‌ شناسایی‌ و با تعدیل‌ قیمت‌ اثر این‌ پدیده را خنثی‌ می‌کند. هنگامی‌ که‌ کارگزاران پخته‌تر و باهوشتر فرا می‌گیرند که‌ خرید سهام در روزهای‌ پایانی‌ سال سودآور است‌ چرا که‌ در این‌ ساعتها قیمتها پایین‌تر است‌، تلاش آنان برای‌ خرید سهام در روز آخر باعث‌ تقویت‌ قیمتها شده و دامنه‌ کاهش‌ قیمت‌ در روز آخر را کاهش‌ می‌دهد. این‌ روند خرید زودتر و زودتر آنقدر ادامه‌ می‌یابد تا اینکه‌ اثری‌ از آن بالا رفتنهای‌ عمده و پایین‌ آمدن های‌ بزرگ در نمودارها باقی‌ نماند. هر نوع الگوی‌ مشابه‌ و حتی‌ پیچیدهتری‌ در طول زمان حذف می‌شود، تا آنجا که‌ امکان هر نوع پیش‌بینی‌ روند آینده را از الگوی‌ گذشته‌ ناممکن‌ می‌کند (جهان خانی و عبده تبریزی، 1389).

2-1-12-2- شکل‌ نیمه‌ قوی‌:

بیانگر این‌ است‌ که‌ تمام اطلاعات در دسترس (عموم) به‌ طور کامل‌ در قیمت‌ اوراق بهادار منعکس‌ شده است‌ ولذا تحلیل‌ بنیادی‌[[45]](#footnote-45) ارزشی‌ ندارد. در واقع‌ قیمت‌ سهام در بر گیرنده همه‌ اطلاعات عام و منتشر شده است‌ و تمام اطلاعات شناخته‌ شده و در دسترس، به‌سرعت‌ بر قیمت‌ها تأثیر گذاشته‌ است‌. این‌ بازار در بر گیرنده شکل‌ ضعیف‌ بازار کارا نیز است‌. در اینجا اطلاعات عام محدود به‌ قیمتهای‌ گذشته‌ نیست‌ و در بر گیرنده هر اطلاعاتی‌ درباره شرکت‌ و مشخصات صنعتی‌ است‌ که‌ شرکت‌ در آن فعالیت‌ می‌کند. بورسهای‌ معروف دنیا معمولاً از شرکتها می‌خواهند که‌ اطلاعاتی‌ درباره تمامی‌ اوضاع شرکت‌ را به‌ اطلاع عموم برسانند. در بازار کارا به‌ شکل‌ نیمه‌ قوی‌، قیمت‌ بلافاصله‌ با ورورد اطلاعات جدید متأثر می‌شود. مثلاً در بورس نیویورك اگر قیمت‌ سهم‌ جنرال موتورز × دلار است‌، این‌ رقم‌ با توجه‌ به‌ تمامی‌ اطلاعاتی‌ است‌ که‌ درباره این‌ شرکت‌ منتشر شده است‌ و اگر اطلاعات تازهای‌ درباره شرکت‌ یا صنعت‌ و یا کل‌ اقتصاد برسد، در یک‌ بازار کارا بلافاصله‌ تعدیل‌ قیمت‌ صورت می‌گیرد. چنین‌ کارایی‌ای‌ کمک‌ بزرگی‌ به‌ سرمایه‌گذاران بویژه آنهایی‌ که‌ کاری‌ با بورس ندارند و نیز آنهایی‌ که‌ شناختی‌ همه‌جانبه‌ از امور مالی‌ ندارند می‌باشد. اگر تغییر قیمت‌ بلافاصله‌ پس‌ از اخبار و وقوع حوادث رخ ندهد، این‌ نمود عدم کارایی‌ بازار و عدم استقرار نیروهای‌ بازار در آن موقعیت‌ است (جهان خانی و عبده تبریزی، 1389).

3-1-12-2- شکل‌ قوی‌:

می‌ گوید که‌ همه‌ اطلاعات (آنچه‌ وجود دارد)به‌ طور کامل‌ در قیمت‌ جاری‌ اوراق بهادار منعکس‌ شده است‌ ولذا اطلاعات محرمانه‌ دارای‌ ارزش نیست‌ یا به‌ بیانی‌ دیگر اصولا اطلاعات محرمانه‌ ای‌ به‌ معنای‌ واقعی‌ کلمه‌ وجود ندارد. در این‌ بازار قیمت‌ سهام کاملاً تحت‌ تأثیر اطلاعات، اعم‌ از اطلاعات عمومی‌ و محرمانه‌ است‌. در این‌ بازار هیچ‌ گروهی‌ از سرمایه‌گذاران نمی‌توانند بیش‌ از نرخ بازده عادی‌ در یک‌ برهه‌ از زمان منتفع‌ شوند. این‌ دیگر گستردهترین‌ مفهوم از کارایی‌ است‌، در این‌ حالت‌، اگر اتفاقی‌ در شرکت‌ بیفتد دیگر نمی‌توان گفت‌ که‌ فقط‌ مدیر عامل‌ آن را می‌داند و دیگران از آن بی‌ اطلاعند. در این‌ زمینه‌ قیمت‌ سهام مورد نظر بلافاصله‌ نسبت‌ به‌ این‌ اتفاق عکس‌العمل‌ نشان می‌دهد، چرا که‌ دیگر اطلاعات محرمانه‌ای‌ نباید موجود باشد. در چنین‌ وضعی‌ مفروض است‌ که‌ سیستم‌ های‌ کنترل داخلی‌ شرکت‌ به‌قدری‌ قوی‌ است‌ که‌ کسی‌ نمی‌تواند اطلاعات محرمانه‌ یا اطلاعات خاص داشته‌ باشد. مثلاً وقتی‌ مدیرعامل‌ یا هیأت مدیره از امری‌ باخبر می‌شوند، بلافاصله‌ بقیه‌ نیز آن را می‌شنوند، چون همه‌ خبر دارند، قیمت‌ به‌سرعت‌ متأثر می‌شود و بنابراین‌، اطلاعات به‌ظاهر محرمانه‌ دیگر ارزش چندانی‌ برای‌ آن مدیرعامل‌ و سایر مدیران عالی‌رتبه‌ ندارد. شکی‌ نیست‌ که‌ این‌ نوع کارایی‌ فقط‌ در کتابها یافت‌ می‌‌شود و حتی‌ در بورسهای‌ معتبر هم‌ واقعیت‌ نمی‌یابد. یعنی‌ کسانی‌ که‌ به‌ اطلاعات دست‌ اول دسترسی‌ دارند، بازده سرمایه‌ گذاریشان بیش‌ از عامه‌ مردم سرمایه‌گذاران معمولی‌ است‌. پس‌ هرچه‌ از سطح‌ ضعیف‌ فرضیه‌ به‌طرف سمت‌ قوی‌ نزدیک‌تر شوید، انواع مختلف‌ تحلیل‌های‌ سرمایه‌گذاری‌ در تعیین‌ مرز بین‌ سرمایه‌گذاری‌های‌ سودآور و غیرسودآور اثر خود را از دست‌ می‌دهند و کم‌رنگتر می‌شوند. اگر شکل‌ ضعیف‌ معتبر باشد، تحلیل‌ فنی‌ تا تحلیل‌ نمودار قیمت‌ سهام بی‌اثر می‌شود. زیرا اطلاعاتی‌ در گذشته‌ سهام وجود ندارد که‌ برای‌ پیش‌بینی‌ آینده کارساز شود. هر اطلاعاتی‌ که‌ بوده توسط‌ هزاران چارتیست‌ قابل‌ در مناطق‌ مختلف‌ تحلیل‌ شده و به‌ اتکای‌ آن تحلیل‌ها، روی‌ آنها خرید و فروش صورت گرفته‌ است‌. از این‌رو قیمت‌ سهام به‌ سطحی‌ می‌رسد که‌ دربر گیرنده همه‌ اطلاعات مفید منعکس‌ در قیمت­های‌ گذشته‌ سهام است‌. اگر شکل‌ نیمه‌قوی‌ فرضیه‌ بازار کارا مدنظر باشد، تا زمانی‌ که‌ تحلیل‌ شما به‌ اطلاعات عام منتشر شده، مثل‌ تحلیل‌ صورتهای‌ حسابداری‌ شرکت‌ متکی‌ است‌، هیچ‌ تحلیلی‌ به‌ شما کمک‌ نمی‌کند و قیمت‌ جاری‌ سهام بازتاب تمام اطلاعات مربوطی‌ است‌ که‌ در صورتهای‌ مالی‌ و سایر منابع‌ اطلاعات عمومی‌ منتشر شده است‌.

در واقع‌ در یک‌ بازار کارا، هیچ‌ مقدار از اطلاعات ویا تحلیل‌ ها (هرچند قوی‌) به‌ عملکرد بهتری‌ منجر نمی‌شود. در این‌ بازار تعداد زیادی‌ از سرمایه‌ گذاران با رفتار عقلایی‌ برای‌ حداکثر کردن بازده، روی‌ یکایک‌ اوراق بهادار فعالیت‌ می‌‌کنند. در بازار کارا، فرض اساسی‌ این‌ است‌ که‌ قیمت‌ اوراق بهادار، منعکس‌ کننده تاثیر تمامی‌ اطلاعات است‌، اطلاعات در مورد رویدادهای‌ جاری‌ یا رویدادهایی‌ که‌ بازار انتظار دارد در آینده رخ دهد و به‌ بیانی‌ خلاصه‌ در بازار کارا قیمت‌ یک‌ ورقه‌ بهادار در هر زمان منطبق‌ بر ارزش ذاتی‌ آن است‌. اما در عمل‌ مفاهیم‌ ضمنی‌ بازار کارا دور از دسترس است‌. بسیاری‌ از معامله‌ گران اوراق بهادار با این‌ فرض در بازار عمل‌ می‌‌کنند که‌ اوراق بهادار مورد خرید وفروش، ارزشی‌ بیشتر یا کمتر از قیمت‌ معامله‌ شده دارد. اگر واقعا بازار کارا باشد و قیمت­های‌ جاری‌ منعکس‌ کننده تمامی‌ اطلاعات باشد، معامله‌ اوراق بهادار در واقع‌ یک‌ بازی‌ شانس‌ واقبال است‌ تا یک‌ مهارت (جهان خانی و عبده تبریزی، 1389).

13-2- انسان اقتصادی‌ عقلایی‌ در مقابل‌ انسان دارای‌ تمایلات (سوگیری‌ های‌) رفتاری‌

در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌ گذاری‌ فرض بر این‌ است‌ که‌ تصمیم‌ گیری‌ باید عقلایی‌ باشد. اگرچه‌ تصمیم‌ را می‌‌توان بر اساس عوامل‌ متعددی‌ اتخاذ کرد ولی‌عموماً نظر این‌ است‌ که‌، تصمیم‌ گیری‌ عقلایی‌ بهترین‌ شیوه اخذ تصمیم‌ است‌. از این‌ رو به‌ افراد توصیه‌ می‌‌شود عقلایی‌ عمل‌ نمایند، یعنی‌ در تصمیم‌ گیری‌ های‌ خود عواطف‌ و احساسات شخصی‌ را دخالت‌ ندهند و با عینیت‌ و واقعیت‌ تصمیم‌ گیری‌ کنند، اما مشکل‌ این‌ است‌ که‌ مفهوم انسان عقلایی‌، مفهوم کاملا روشن‌ و بدون ابهامی‌ نیست‌.

- تصمیم‌ گیری‌ های‌ انسان به‌ طریقی‌ از فرض­های‌ استاندارد علم‌ اقتصاد انحراف پیدا می‌‌کند (بولهویس[[46]](#footnote-46)، 2005). در برخی‌ مواقع‌ شرایطی‌ به‌ وجود می‌‌آید که‌ امکان رفتار عقلایی‌ را از تصمیم‌ گیرنده سلب‌ می‌‌کند (خشنودی، 1383). پژوهش‌ های‌ زیادی‌ در زمینه‌ رفتار سرمایه‌ گذار.

- عواملی‌ که‌ ممکن‌ است‌ منافع‌ آن ها را تحت‌ تأثیر قرار دهد، انجام شده است‌ و به‌ این‌ نتیجه‌ رسیده اند که‌ اگر معامله‌ گران می‌‌توانستند پرتفوی‌ خود را به‌ خوبی‌ مدیریت‌ کنند یعنی‌ با قیمت‌ بالا بفروشند و با کمترین‌ قیمت‌ خریداری‌ کنند، می‌‌توان ادعا نمود که‌ رفتار عقلایی‌ است ‌(میسونسون[[47]](#footnote-47)، 2007). متدولوژی‌ اقتصاد اثباتی‌ در پی‌ درك رفتار انسان و ماهیت‌ وی‌ است‌؛ یعنی‌ آن طوری‌ که‌ رفتار می‌‌کند نه‌ آن طور که‌ باید و این‌ مقوله‌ به‌ نوعی‌ با مالی‌ رفتاری‌ ارتباط پیدا می‌‌کند. به‌ طور اساسی‌ انسان اقتصادی‌ عقلایی‌ فردی‌ است‌ که‌ تلاش می‌‌کند تا به‌ اهداف خاص خود، با حداقل‌ هزینه‌ دست‌ یابد. این‌ مدل با توجه‌ به‌ اعتباری‌ که‌ در نزد اقتصاددانان داشت‌، ولی‌ بعدها توسط‌ برخی‌ اقتصاددانان مورد انتقاد قرار گرفت‌، که‌ هیچ‌ انسانی‌ نمی‌ تواند به‌ طور کامل‌ از تمامی‌ وقایع‌ آگاه باشد و مطلوبیت‌ مورد انتظار خود را با تعیین‌ کردن انتظاراتش‌ در تمامی‌ زمان ها حداکثر سازد. آنها در عوض"عقلانیت‌ محدود "را فرض کردند که‌ هر تلاشی‌ برای‌ درك اینکه‌ درواقع‌ انسان ها چگونه‌ تصمیم‌ می‌‌گیرند؛ بستگی‌ به‌ سازماندهی‌ فرایند اطلاعات و محدودیت‌ های‌ فرد دارد (فرانکفورتر[[48]](#footnote-48) و همکاران، 2004). عقلانیت‌ محدود سایمون فرض می‌‌کند، انتخاب­های‌ افراد عقلایی‌؛ اما مشروط به‌ محدودیت‌های‌ دانش‌ و ظرفیت‌ شناختی‌ هستند. عقلانیت‌ محدود در ارتباط با روش­هایی‌ است‌ که‌ در آن­ها انتخاب­های‌ نهایی‌ به‌ وسیله‌ ی‌ فرآیند تصمیم‌­گیری‌ شکل‌ می‌‌گیرند. از آنجایی‌ که‌ منطق‌ در برگیرنده طیف‌ وسیعی‌ از رفتار آدمی‌ است‌، اگرچه‌ فرض کنیم‌ کل‌ رفتار منطقی‌ است‌ و تصمیمات اتخاذ شده عقلایی‌ است‌ باز همواره با خطاهایی‌ روبه‌ رو هستیم‌ که‌ مفهوم عقلانیت‌ را زیر سؤال می‌‌برد (مکگون[[49]](#footnote-49)، 1992). مدیریت‌ مالی‌ رفتاری‌ به‌ بررسی‌ این‌ موضوع می‌‌پردازد که‌ چگونه‌ مدیران اطلاعات را گردآوری‌، تعبیر و مورد پردازش قرار می‌‌دهند. به‌ ویژه این‌ حوزه از دانش‌ بر روی‌ پیش‌ داوری‌ های‌ شناختی‌ و ادراکی‌ تمرکز دارد .در این‌ علم‌ تصور می‌‌شود که‌ مدل ها می‌‌توانند بر روی‌ رفتار تأثیر گذاشته‌ و به‌ تصمیمات شکل‌ دهند.

این‌ پیش‌ داوریها می‌‌توانند در فرایند تصمیم‌ گیری‌ اختلال ایجاد کرده و به‌ نتایجی‌ پایین‌ تر از سطح‌ بهینه‌ منجر شوند، زیرا عواطف‌ بر کنترل شخصی‌ فائق‌ می‌‌آیند و به‌ رفتار ما شکل‌ می‌‌دهند (ریزی[[50]](#footnote-50)، 2008). دانشمندان علوم رفتاری‌ و تصمیم‌ گیری‌ دریافتند که‌ تحت‌ شرایط‌ معین‌ افراد در قضاوت هایشان دچار خطای‌ ذهنی‌ می‌‌شوند که‌ این‌ اشتباه­ها می‌‌تواند به‌ انتظارات نادرست‌ منجر شده و باعث‌ قیمت‌ گذاری‌ نادرست‌ اوراق بهادار شود و درنهایت‌ به‌ تصمیم‌ گیری‌ نامعقول منجر شود. در ارتباط با این‌ موضوع تمرکز ما روی‌ اشتباه­های‌ روزمره است‌ که‌ در برگیرنده تفکرات سرمایه‌ گذاران است‌. از آنجایی‌ که‌ فرض می‌‌شود انسان­ها عقلایی‌ عمل‌ می‌‌کنند، همواره بین‌ آن چه‌ درك می‌‌کنند و فکر می‌‌کنند، تناقض‌ وجود دارد. بنابراین‌ تناقض‌ به‌ بروز خطاهای‌ روانشناسی‌ منجرمی‌ شود و این‌ با این‌ موضوع که‌ اغلب‌ سرمایه‌ گذاران فکر می‌‌کنند که‌ بهترین‌ تصمیم‌ گیرنده هستند، ارتباط پیدا می‌‌کند .به‌ علاوه آن ها در جستجوی‌ اطلاعاتی‌ که‌ این‌ باور را تأیید نماید، هستندکه‌ این‌ نیز به‌ بروز اشتباهات تصمیم‌ گیری‌ منجر می‌‌شود؛ زیرا اطلاعاتی‌ که‌ به‌ دست‌ می‌‌آورند، کارا نیست‌.

از نظریه‌ های‌»اقتصادی‌ نئوکلاسیک[[51]](#footnote-51)« اینگونه‌ استنباط می‌‌شود که‌ »انسان اقتصادی[[52]](#footnote-52)« مدل ساده ای‌ از رفتار اقتصادی‌ انسان است‌ که‌ براصولی‌ نظیر منفعت‌ شخصی‌ کامل‌[[53]](#footnote-53)، عقلانیت‌ کامل‌[[54]](#footnote-54) و تصمیم‌ گیری‌ اقتصادی‌ براساس اطلاعات کامل‌ استوار است‌. انسان اقتصادی‌ نگرش خاصی‌ است‌ که‌ اقتصاددانان با درجات متفاوتی‌ از آن حمایت‌ می‌‌کنند. برخی‌ شکل‌ شکل‌ نیمه‌ قوی‌ آن را می‌‌پذیرند، در این‌ نوع،رفتار اقتصادی‌ عقلایی‌ کامل‌ نیست‌ بلکه‌ به‌ درجاتی‌ احتمال رفتارهای‌ غیر عادی‌ وجود دارد.

برخی‌ دیگر از شکل‌ ضعیف‌ انسان اقتصادی‌ حمایت‌ می‌‌کنند، در این‌ حالت‌ رفتارهای‌ عقلایی‌ وجود دارد اما خیلی‌ قدرتمند نیست‌. در تمام این‌ گونه‌ ها، فرض اساسی‌ مشترك این‌ است‌ که‌ انسان می‌‌خواهد تا جایی‌ که‌ ممکن‌ است‌ عقلایی‌ رفتار کند، نفع‌ شخصیش‌ را حداکثر کند و تصمیمات اقتصادی‌ کاملا عقلایی‌ بگیرند. علاقه‌ اقتصاد دانان به‌ مفهوم انسان اقتصادی‌ عقلایی‌ دو دلیل‌ اساسی‌ دارد:

1)انسان اقتصادی‌، تجزیه‌ وتحلیل‌ اقتصادی‌ را نسبتا آسان می‌‌کند.

٢)انسان اقتصادی‌ این‌ امکان را برای‌ اقتصاددانان فراهم‌ می‌‌سازد که‌ یافته‌ های‌ خود را کمی‌ کرده، بهتر پردازش کنند و درك آن را ساده نمایند، زیرا صرفا در شرایطی‌ که‌ انسان رفتار کاملا عقلایی‌ داشته‌ و به‌ منظور حداکثر کردن منفعت‌ بر مبنای‌ اطلاعات کامل‌ تصمیم‌ گیری‌ کنند، امکان کمی‌ کردن رفتار آنها فراهم‌ می‌‌شود (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

اما در طرف مقابل‌ منتقدین‌ انسان اقتصادی‌ با به‌ چالش‌ کشیدن این‌ سه‌ فرض بنیادی‌، همچنان راه تقابل‌ را می‌‌پیمایند .

1-عقلانیت‌ کامل‌: وقتی‌ انسان ها عقلایی‌ هستند، توانایی‌ استدلال کافی‌ دارندو قضاوت هایشان بر اساس فایده مندی‌ است‌. اما روانشناسان معتقدند عقلانیت‌، تنها محرکه‌ رفتار انسان نیست‌. آنها معتقدند قوه درك انسان تابع‌ احساسات اوست‌. رفتار انسان بیش‌ از آنکه‌ محصول منطق‌ باشد از محرکه‌ های‌ ذهنی‌ نظیر ترس، عشق‌، نفرت، لذت و درد حاصل‌ می‌‌شود. انسان ها از هوش خود تنها در رسیدن به‌ نتایج‌ احساسی‌ یا اجتناب از آن سود می‌‌برند (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

2-منفعت‌ شخصی‌ کامل‌: تحقیقات نشان داده است‌ افراد به‌ طور کامل‌ منفعت‌ طلب‌ نیستند. اگر این‌ گونه‌ نبود، وجود حس‌ نوع دوستی‌ معنا نداشت‌. باورهای‌ دینی‌ و مکاتب‌ فکری‌ که‌ پدیده هایی‌ مثل‌ فداکاری‌، ایثار و ترحم‌ به‌ دیگران را ارزش تلقی‌ می‌‌کنند، نمی‌ توانست‌ در طول قرون متمادی‌ ماندگار باشد. حتی‌ رفتارهای‌ منفی‌ مثل‌ خودکشی‌-فحشا نیز با منفعت‌ شخصی‌ کامل‌ در تقابل‌ است ‌(پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

3-اطلاعات کامل‌: افراد ممکن‌ است‌ در موضوعات خاصی‌ اطلاعات کامل‌ یا تقریبا کاملی‌ داشته‌ باشند. اینکه‌ فردی‌ درهر موضوعی‌ دانش‌ کامل‌ داشته‌ باشد، ممکن‌ نیست‌. در دنیای‌ سرمایه‌ گذاری‌، موضوعات بسیاری‌ وجود دارد که‌ موفق‌ ترین‌ سرمایه‌ گذاران نیز به‌ همه‌ آنها تسلط‌ ندارند و بسیاری‌ از تصمیمات اقتصادی‌ در نبود اطلاعات کامل‌ گرفته‌ می‌‌شود. زمانی‌ که‌ »مالی‌ رفتاری‌« در بین‌ فعالان بازار توسعه‌ یابد، سرمایه‌ گذاران مزایای‌ آن را خواهند دید و آنگاه انتظار می‌‌رود درك نحوه تاثیر ابعاد روانشناختی‌ سرمایه‌ گذار بر پیامدهای‌ سرمایه‌ گذاری‌، بینش‌­های‌ جدیدی‌ فراهم‌ سازد (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

٢-14- اواخر دهه‌ ی‌ ٨٠ میلادی‌ و افزایش‌ استثناها

اواخر دهه‌ ی‌ ٨٠ میلادی‌ تحقیقات مالی‌ در مورد سازگاری‌ فرضیه‌ بازار کارا در بازارهای‌ سهام همراه با شواهد اقتصاد سنجی‌ درباره سر ی‌ زمانی‌ قیمت‌ ها، سودهای‌ تقسیمی‌ و درآمد سهام به‌ اوج خود رسید. این‌ امر موجب‌ به‌ وجود آمدن تردید های‌ در خصوص این‌ که‌ آیا قیمت‌ سهام با پیش‌ بینی‌ های‌ به‌ دست‌ آمده از مدل فرضیه‌ بازار کارا تفاوت دارد، گردید. استثناهای‌ کشف‌ شده را می‌‌توان به‌ عنوان انحراف از حقایق‌ بنیادی‌ بازارکارا در نظر گرفت‌. به‌ نظر می‌‌رسد استثناهایی‌ همانند اثر ژانویه‌ و اثر روزهای‌ هفته‌ برای‌ فرضیه‌ بازار کارا نگران کننده تر باشد. حتی‌ استثناهای‌ تأثیرگذارتر از آنچه‌ گفته‌ شد، وجود دارد و آن همبستگی‌ قیمت‌ سهام با بالا رفتن‌ حجم‌ معاملات است‌. مواردی‌ که‌ گفته‌ شد، حداقل‌ به‌ طور ضمنی‌ بیان می‌‌کند که‌ برخی‌ از تغییرات قیمت‌ اوراق بهادار، هیچ‌ دلیل‌ بنیادی‌ نداشته‌ وبه‌ خاطر عواملی‌ است‌ که‌ در مدل ها لحاظ نشده است ‌(خواجوی و قاسمی، 1384).

٢-1-14- استثناهای مالی‌

برخی‌ پژوهش‌ ها به‌ شماری‌ از استثناها دست‌ یافتند که‌ روایی‌ فرضیه‌ بازار کارا و نتیجه‌ پژوهش‌ های‌ پیشین‌ را زیر سؤال می‌‌برد. برخی‌ استثناها به‌ رابطه‌ بین‌ سود و بازده، و برخی‌ دیگرصرفاً مبتنی‌ بر بازار هستند (تقفی و پورنسب، 1383).

این‌ حقایق‌ که‌ اغلب‌ در متون، تحت‌ عنوان استثناهای‌ مالی‌ ذکر می‌‌گردد، بیشتر اوقات به‌ صورت مستند ثابت‌ می‌‌کند که‌ برخی‌ سهام به‌ صورت سیستماتیک‌ متوسط‌ بازده بیشتری‌ نسبت‌ به‌ بقیه‌ به‌ دست‌ می‌‌آورند، هر چند که‌ ریسک‌ چنین‌ سهامی‌ نسبت‌ به‌ سهام دیگر، تفاوتی‌ ندارد. با بررسی‌ متون مرتبط‌ می‌‌توان استثناها را چنین‌ دسته‌ بندی‌ کرد (خواجوی و قاسمی، 1384).

پیش‌ بینی‌ پذیری‌ بازده بر اساس وقایع‌. متوسط‌ بازده های‌ سهام، ناشی‌ از رویدادهای‌ گذشته‌ را می‌‌توان به‌ عنوان متوسط‌ عملکرد بلند مدت سهام در آینده، چنانچه‌ همان رویداد اتفاق بیافتد، در نظر گرفت‌.

حرکات کوتا ه مدت. خودهمبستگی‌ مثبت‌ بازده های‌ سهام درکوتاه مدت برای‌ هر سهم‌ چه‌ به‌ صورت یک‌ شرکت‌ و چه‌ به‌ صورت کل‌ بازار.

برگشت‌ بلندمدت. خودهمبستگی‌ منفی‌ بازد ه های‌ کوتاه مدت سهام که‌ تحت‌ عنوان واکنش‌ های‌ بیش‌ از حد از سیر حرکت‌ بازده سهام در طول زمان تفکیک‌ می‌‌شود.

تغییرپذیری‌ بالای‌ قیمت‌ دارایی‌ ها نسبت‌ به‌ ارزش ذاتی‌ مربوط به‌ آنها. ارزش ذاتی‌ سهام که‌ با استفاده از مدل های‌ منطقی‌ به‌ دست‌ می‌‌آید با قیمت‌ سهام تفاوت زیادی‌ دارد، در واقع‌ مبناهای‌ مورد استفاده در این‌ مدل ها (هم‌ چون سود تقسیمی‌ ) نمی‌ تواند حرکات قیمت‌ سهام را توجیه‌ کند.

اطلاعیه‌ هایی‌ که‌ بعد از سودهای‌ کوتاه مدت صادر می‌‌شود. این‌ اطلاعیه‌ ها قیمت‌ سهام را در مسیری‌ که‌ به‌ وسیله‌ تغییر ناگهانی‌ نشان داده شده منحرف می‌‌سازد. اما عملکرد غیر عادی‌ سهام در مسیری‌ مخالف‌ سودهای‌ بلند مدت تغییر می‌‌یابد.

٢-15-ماهیت‌ نظریات مالی‌ رفتاری‌

در ادبیات اقتصاد غرب، ماهیت‌ وجودی‌ انسانها به‌ عنوان موجودی‌ منطقی‌ که‌ تحت‌ شرایط‌ کاملاً شفاف تصمیم‌ گیری‌ می‌‌کند، تعریف‌ می‌‌شود. این‌ موجود کامل‌ که‌ اغلب‌ از آن به‌ عنوان انسان اقتصادی‌ یاد می‌‌شود، همواره در بهینه‌ سازی‌ منافع‌ دلخواهش‌ کامیاب است‌ و تمام اطلاعاتی‌ را که‌ بر گزینه‌ ها و تصمیماتش‌ تأثیر دارند، جمع‌ آوری‌ می‌‌کند و موقعیتی‌ آرمانی‌ را که‌ مطمئناً در دنیای‌ واقعی‌ بسیاری‌ از سرمایه‌ گذاران یافت‌ نمی‌ شود خلق‌ می‌‌کند. اما هربرت سایمون[[55]](#footnote-55)- پیشرو در رفتار مالی‌- انسان اقتصادی‌ را موجودی‌ غیر واقعی‌ در نظریه‌ های‌ اقتصادی‌ تشخیص‌ داد. میر استتمن‌[[56]](#footnote-56) نیز در مقاله‌ ای‌ با عنوان:

بازبینی‌ تخصیص‌ دارایی‌ با استفاده از چالش‌ رفتار مالی‌ بیان کرد که‌ افراد در نظریه‌ های‌ سنتی‌ منطقی‌ هستند در حالی‌ که‌ رفتار مالی‌ افراد را نرمال فرض می‌‌کند، یعنی‌ یک‌ سرمایه‌ گذار ممکن‌ است‌ تصمیمی‌ اتخاذ کند که‌ از نظر اقتصادی‌ توجیه‌ نداشته‌ باشد. رفتار مالی‌، به‌ عنوان نوعی‌ نظریه‌ مطرح است‌ که‌ مباحث‌ و مسائل‌ مالی‌ را با کمک‌ گرفتن‌ از نظریات روانشناسی‌ شناختی‌ تشریح‌ می‌‌کند. این‌ نظریه‌ نه‌ تنها پیش‌ بینی‌ های‌ نظریه‌ های‌ مدرن مالی‌ نظیر بازارهای‌ کارا را مورد تردید قرار می‌‌دهد بلکه‌ در سطح‌ خرد نیز در مورد نظریاتی‌ مانند: بیشینه‌ سازی‌ مورد انتظار و انتظارات عقلایی‌ تردید دارد (فروملت[[57]](#footnote-57)، 2001).

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

1-15-2- مالی‌ رفتاری‌ خرد

در سطح‌ خرد، مالی‌ رفتاری‌ به‌ دنبال آن است‌ که‌ نشان دهد در دنیای‌ واقعی‌، رفتار سرمایه‌گذاران با عقلایی‌ بودن اقتصاد نئوکلاسیک‌ سازگاری‌ ندارد. رفتار »غیرعقلایی‌« در ادبیات مالی‌ رفتاری‌ در نقطه‌ مقابل‌ »عقلایی‌ بودن« در مالی‌ کلاسیک‌ قرار نمی‌گیرد، بلکه‌ منظور از رفتار غیرعقلایی‌، رفتاری‌ است‌ که‌ با ویژگی‌های‌ عقلایی‌ تعریف‌ شده به‌ طور کامل‌ انطباق ندارد، یا از آن فاصله‌ می‌گیرد (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

در مالی‌ رفتاری‌ خرد، پرسش‌ این‌ است‌ که‌ آیا سرمایه‌ گذاران عقلایی‌ رفتار می‌‌کنند یا اشتباهات احساسی‌ و شناختی‌ می‌‌تواند بر تصمیمات مالی‌ آنها تاثیرگذار باشد؟

٢-2-15- مالی‌ رفتاری‌ کلان

دانش‌ مالی‌ رفتاری‌ در سطح‌ کلان، نظریه‌های‌ مالی‌ کلاسیک‌ به‌ ویژه تئوری‌ بازار کارآی‌ سرمایه‌ را به‌ چالش‌ می‌‌گیرد و خلاف قاعده های‌ »فرضیه‌ بازار کارآ« را که‌ مدل های‌ رفتاری‌ قادر به‌ توضیح‌ آن است‌، شناسایی‌ و توصیف‌ می‌‌کند. در مالی‌ رفتاری‌ کلان، این‌ پرسش‌ مطرح است‌ که‌ آیا بازارها کارآ هستند یا در معرض اثرات رفتاری‌ قرار دارند؟ (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

٢-16- حوزه های‌ اساسی‌ مالی‌ رفتاری‌

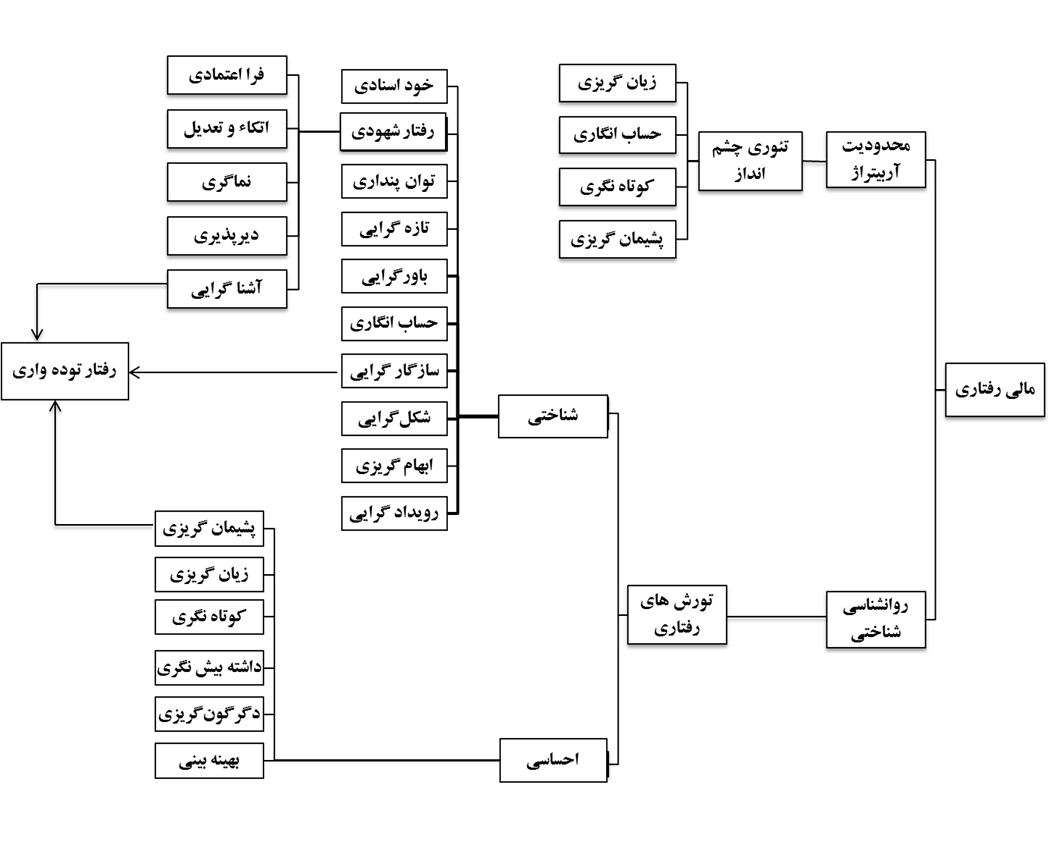
مالی‌ رفتاری‌ پارادایم‌ جدیدی‌ در بازارهای‌ مالی‌ است‌، که‌ به‌ تازگی‌ ظهور یافته‌ و در پاسخ‌ به‌ مشکلاتی‌ است‌ که‌ پارادایم‌ مالی‌ مدرن با آن روبه‌ رو بوده است‌. به‌ بیان دیگر به‌ بحث‌ در رابطه‌ با برخی‌ پدیده های‌ مالی‌ می‌‌پردازد که‌ در آنها نمایندگان کاملاً عقلایی‌ نیستند.

مالی‌ رفتاری‌ شامل‌ دو حوزه اساسی‌ است‌ :محدودیت‌ در آربیتراژ[[58]](#footnote-58) و روانشناسی‌ شناختی[[59]](#footnote-59).

محدودیت‌ در آربیتراژ به‌ این‌ امر می‌‌پردازد که‌ تحت‌ چه‌ شرایطی‌ نیروهای‌ آربیتراژ در بازار مؤثر و در چه‌ مواقعی‌ غیر مؤثر خواهند بود.

روانشناسی‌ شناختی‌ بیان می‌‌دارد که‌ فرآیندهای‌ تصمیم‌ گیری‌ انسانی‌ با توجه‌ به‌ برخی‌ محدودیتهای‌ شناختی‌ تحت‌ تأثیر قرار می‌‌گیرد.

محدودیت‌ در آربیتراژ شامل‌ تئوری‌ چشم انداز و روانشناسی‌ شناختی‌، شامل‌ رفتارهای‌ شهودی[[60]](#footnote-60) می‌‌باشد (تلنگی، 1383). به نمودار () توجه کنید.



نمودار 2-1- عناصر مالی رفتاری

تئوری‌ چشم انداز

کانمن و تورسکی (1979) با انتقاد از تئوري مطلوبیت مورد انتظار[[61]](#footnote-61) به عنوان یک مدل توصیفی برای تصمیم گیری در شرایط عدم اطمینان، مدل جایگزینی به نام تئوری چشم انداز را معرفی کردند. آنها بیان کردند که تئوري مطلوبیت مورد انتظار نمی تواند توضیح دهد که چرا اغلب مردم به طور همزمان هم به دنبال ریسک پذیري، و هم به دنبال اطمینان هستند. کانمن و تورسکی دریافتند عملاً افرادی که به دنبال نتایج صرفاً احتمالی هستند در مقایسه با افرادي که به دنبال نتایج قطعی هستند کمتر هستند. هم چنین آنها دریافتند که مردم عموماً سرمایه گذاري هایی که هم احتمالی و هم قطعی هستند را با در نظر گرفتن چشم انداز و آینده نگري رها می کنند. طبق تئوري چشم انداز، سرمایه گذاران به سود و زیان توجه می کنند نه به دارایی ها. هم چنین در این تئوري به جاي احتمالات از وزن هاي تصمیم گیري استفاده می شود. مقدار تابع در این تئوري بر اساس انحرفات از نقاط مرجع به دست می آید و معمولاً نسبت به سود مقعر هستند (نشان دهنده ریسک گریزي). و معمولاً براي زیان محدب هستند (در جستجوي ریسک) و شیب آن براي زیان بیش از سود است (زیان گریزي) (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

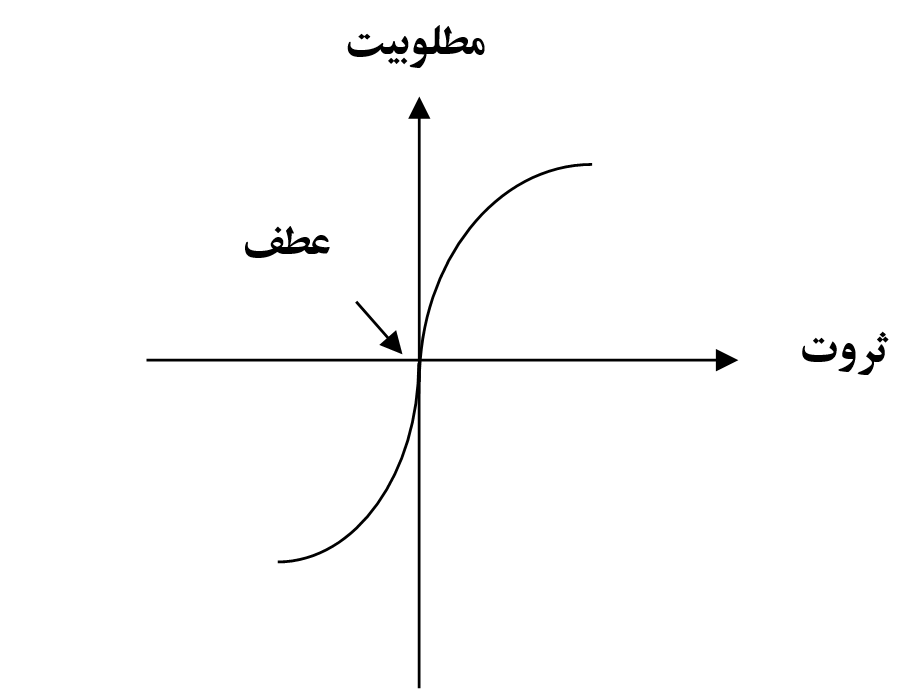
برای درک بهتر تئوری چشم انداز، مثالی می‌آوریم:

فرض کنید شما می خواهید در یک شرکت نو پا سرمایه گذاری کنید و شانس شما برای کسب دریافتی یک میلیون تومان ۹۰ درصد و برای به دست نیاوردن چیزی از آن سرمایه گذاری ۱۰ درصد باشد. پاداش یا پیامد انتظاری این سرمایه گذاری ۹۰۰ هزار تومان است. اگر فردی به شما پیشنهاد کند که آن محصول مالی را به ۸۵۰ هزار تومان بخرید. به احتمال زیاد شما با پیشنهاد او موافقت خواهید کرد، چرا که با بازده یا پاداش انتظاری تقریبا یکسان ولی با ریسک کمتر مواجه شده اید. به عبارت دیگر شما از خود رفتار یک ریسک گریز را به نمایش گذاشته اید. حال به وضعیتی فکر کنید که با زیان بزرگ مواجه هستید. فرض کنید، در یک شرکت نوپای دیگر سرمایه گذاری کرده اید که اگر اوضاع تغییر نکند با ۹۰ درصد احتمال و شانس شما یک میلیون تومان ضرر کرده و با ۱۰ درصد احتمال نه سود خواهید برد و نه زیان متحمل می شوید. در این حالت انتظاری شما ۹۰۰ هزار تومان می شود. سرمایه گذار دیگری به شما پیشنهاد می کند که اگر به او ۸۵۰ هزار تومان بدهید او شرکت را به دست می گیرد، یعنی شما را با یک زیان قطعی ۸۵۰ هزار تومانی مواجه می کند. اکثر مردم این پیشنهاد را رد می کنند و گزینه همراه با ریسک را ترجیح می دهند، هر چند این حالت ارزش انتظاری کمتری دارد در حالاتی که مردم با زیان های انتظاری بزرگ مواجه و درگیر هستند و به نظر می رسد از خود رفتار ریسک گریزان را نشان ندهند. این همان آثار روانی قضیه است. مردم در برآورد و تخمین وقوع رخدادهایی که بعید به نظر می رسند بیش تخمینی[[62]](#footnote-62)دارند و برای رخداد هایی که احتمال وقوع آن متوسط است کم تخمینی[[63]](#footnote-63) دارند. این ویژگی و خصلت روانی که بیشتر مقوله ذهنی است بیشتر برای شرط بندی کاربری دارد، اما امروز از آن برای قیمت گذاری سرمایه گذاری هایی که شانس موفقیت آنها کم است، استفاده می شود (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

پایه‌ و اصول تئوری‌ چشم انداز که‌ توسط‌ کانمن و تورسکی در سال١٩٧٩ ارائه‌ شد»تابع‌ ارزش[[64]](#footnote-64)« است‌. تابع‌ ارزش با تابع‌ مطلوبیت‌ در تئوری‌ مطلوبیت‌ مورد انتظار (EUT) فرق می‌‌کند واین‌ به‌ خاطر» نقطه‌ عطف‌« است‌ که‌ به‌ وسیله‌ »نقطه‌ مرجع[[65]](#footnote-65)« افراد تعیین‌ می‌‌گردد. بر اساس تئوری‌ مطلوبیت‌ مورد انتظار تابع‌ مطلوبیت‌ به‌ صورت مقعر یا کاو است‌، اما بر طبق‌ تابع‌ ارزش ارائه‌ شده توسط‌ کانمن و تورسکی شیب‌ تابع‌ مطلوبیت‌ ثروت قبل‌ از نقطه‌ عطف‌ در حال افزایش‌ و پس‌ از آن با افزایش‌ ثروت در حالت‌ کاهش‌ می‌‌باشد. نقطه‌ عطف‌ هم‌ برای‌ هر فردی‌ متفاوت است‌ و بستگی‌ به‌ این‌ دارد که‌ چه‌ مقدار ثروت را مد نظرش قرار داده باشد. بر این‌ اساس:

بر خلاف تئوریهای‌ قبلی‌ که‌ گفته‌ می‌‌شد سرمایه‌ گذاران ریسک‌ گریز هستند، کانمن و تورسکی بیان کردند زمانی‌ که‌ سرمایه‌ گذاران در سمت‌ چپ‌ منحنی‌ ثروت(ضرر) هستند از ریسک‌ گریزی‌ به‌ ریسک‌ پذیری‌ تغییر جهت‌ می‌‌دهند. نمودار تابع‌ ارزش کانمن و تورسکی در زیر آمده است‌:

نمودار - تابع ارزش کانمن و تورسکی



در نمودار٢-١ تابع‌ ارزش کانمن وتورسکی دو پدیده عنوان شده در این‌ قسمت‌ یعنی‌»ترجیح‌ برای‌ نتایج‌ مطمئن‌ «و » ترجیح‌ ریسک‌، زمانی‌ که‌ سرمایه‌ گذاران با ضرر روبرو هستند« که‌ به‌ وسیله‌ کانمن و تورسکی کشف‌ شده ممکن‌ است‌ بتواند بعضی‌ از ابعاد غیرمنطقی‌ بودن سرمایه‌ گذاران را توضیح‌ دهد (سعیدی، 1384).

تئوری‌ چشم انداز در طی‌ سال­های‌ دهه‌ ٨٠ توسط‌ دانشمندان دیگری‌ نظیر تالر[[66]](#footnote-66)، شیلر[[67]](#footnote-67) و جانسون[[68]](#footnote-68) تکمیل‌ شده و هم‌ اکنون این‌ تئوری‌ ٤ بخش‌ مهم‌ از ابعاد رفتاری‌ سرمایه‌ گذاران را در بر می‌‌گیرد که‌ عبارتند از:

١-زیان گریزی

٢-حسابداری‌ ذهنی

٣-خود کنترلی‌

٤-افسوس گریزی‌

برخی‌ از مهمترین‌ دلایل‌ غیرجذاب شدن و محدودیت‌ فرصت‌ های‌ آربیتراژ عبارتند از:

**1-ریسک‌ بنیادی[[69]](#footnote-69)**

بدیهی‌ ترین‌ ریسکی‌ که‌ آربیتراژ کننده با آن مواجه‌ است‌، این‌ است‌ که‌ یک‌ خبر بد در مورد متغیرهای‌ بنیادی‌ سهم‌ مورد نظر باعث‌ کاهش‌ قیمت‌ سهم‌ از چیزی‌ که‌ هست‌، شود که‌ این‌ مساله‌ منجر به‌ زیان خواهد شد. البته‌ آربیتراژ کنندگان از این‌ ریسک‌ به‌ خوبی‌ آگاهی‌ دارند و به‌ همین‌ علت‌ است‌ که‌ هم‌ زمان با خرید سهم‌ زیر ارزش ذاتی‌، یک‌ سهم‌ جانشین‌ را فروش استقراضی‌ می‌‌کنند. مساله‌ این‌ است‌ که‌ سهام جانشین‌ در اغلب‌ موارد یک‌ جانشین‌ کامل‌ نیست‌، که‌ این‌ امر به‌ طور کامل‌ خنثی‌ کردن ریسک‌ بنیادی‌ را غیر ممکن‌ می‌‌سازد. با این‌ وجود، آربیتراژ کننده، نسبت‌ به‌ خبرهایی‌ که‌ مربوط به‌ خود آن شرکت‌ است‌، آسیب‌ پذیر است (فهیمی، 1389).

**2 -ریسک‌ معامله‌ گران اختلال زا**[[70]](#footnote-70)

حتی‌ اگر فرض کنیم‌ سهامی‌ که‌ فروش استقراضی‌ می‌‌شود، جانشین‌ کاملی‌ برای‌ سهام خریداری‌ شده است‌ آربیتراژ کنندگان هنوز با این‌ ریسک‌ مواجه‌ اند که‌ سرمایه‌ گذاران بدبینی‌ که‌ باعث‌ زیر ارزش شدن این‌ سهم‌ شدند، باز هم‌ بدبین‌ تر شوند که‌ باعث‌ می‌‌شود قیمت‌ این‌ سهم‌ پایین‌ تر نیز برود. البته‌ در بلند مدت انتظار می‌‌رود قیمت‌ ها به‌ سمت‌ ارزش ذاتی‌ هم‌ گرا شوند، بنابراین‌ آربیتراژ کنندگان در بلند مدت نگرانی‌ کمی‌ در مورد ریسک‌ معامله‌ گران اختلا ل زا دارند. ریسک‌ معامله‌ گران اختلا ل زا به‌ این‌ دلیل‌ مهم‌ است‌ که‌ بیشتر آربیتراژ کنندگان افق‌ زمانی‌ کوتاه مدت دارند نه‌ بلند مدت. دلیل‌ داشتن‌ افق‌ زمانی‌ کوتاه مدت این‌ است‌ که‌ بسیاری‌ از آربیتراژ کنندگان مانند مدیران حرفه‌ ای‌ پرتفوی‌، منابع‌ مالی‌ خودشان را مدیریت‌ نمی‌ کنند بلکه‌ منابع‌ مالی‌ دیگران را مدیریت‌ می‌‌کنند .در واقع‌ یک‌ تفکیک‌ بین‌ مغزها و سرمایه‌ وجود دارد. این‌ ویژگی‌ نمایندگی‌، نتایج‌ مهمی‌ در بردارد. سرمایه‌ گذاران که‌ فاقد دانش‌ تخصصی‌ برای‌ ارزشیابی‌ استراتژی‌ های‌ آربیتراژ کنندگان هستند، مدیران پرتفوی‌ را براساس بازدهی‌ که‌ بدست‌ می‌‌آورد ارزیا بی‌ می‌‌کنند. اگر یک‌ قیمت‌ گذاری‌ اشتباه که‌ آربیتراژ کننده (مدیر پرتفوی‌) سعی‌ به‌ بهره برداری‌ از آن دارد در کوتاه مدت بدتر شود، باعث‌ زیان می‌‌شود و سرمایه‌ گذاران ممکن‌ است‌ مدیر پرتفوی‌ را بی‌ کفایت‌ تلقی‌ کنند و وجوهشان را پس‌ بگیرند .بنابراین‌ آربیتراژ کننده ممکن‌ است‌ درست‌ در هنگامی‌ که‌ فرصت‌ های‌ سرمایه‌ گذاری‌ به‌ جای‌ حساس و جذابی‌ رسید ه اند، مجبور به‌ نقد کردن زود هنگام سرمایه‌ گذاری‌ ها شود. ترس از چنین‌ پیامدی‌، وی‌ را وادار می‌‌کند که‌ به‌ افق‌ زمانی‌ کوتاه مدت بیندیشد (فهیمی، 1389).

**3- هزینه‌ های‌ اجرا[[71]](#footnote-71)**

اجرای‌ استراتژی‌ ها برای‌ استفاده از قیمت‌ گذاری‌ اشتباه، در اغلب‌ موارد با هزینه‌ ها و مشکلات زیادی‌ همراه است‌. مشکلات و محدودیت‌ های‌ زیادی‌ در ارتباط با فروش استقراضی‌ سهام وجود دارد به‌ عنوان مثال، برخی‌ از مدیران پرتفوی‌ مانند مدیران صندوق های‌ بازنشستگی‌ و صندوق های‌ مشترك سرمایه‌ گذاری‌، مجاز به‌ فروش استقراضی‌ نیستند. همچنین‌ این‌ احتمال وجود دارد که‌ صاحب‌ اصلی‌ سهمی‌ که‌ فروش استقراضی‌ شده سهمش‌ را طلب‌ کند. بنابراین‌ آربیتراژ کننده مجبور است‌ با تهیه‌ آن از بازار که‌احتمالاً با شرایط‌ نامطلوبی‌ همراه است‌، آن سهم‌ را تهیه‌ کند (فهیمی، 1389).

**٤-ریسک‌ مدل [[72]](#footnote-72)**

یکی‌ از دلایلی‌ که‌ آربیتراژ را محدود می‌‌سازد این‌ است‌ که‌ حتی‌ در صورت وجود یک‌ قیمت‌ گذاری‌ اشتباه واقعاً، مطمئن‌ نیستند که‌ چنین‌ چیزی‌ وجود د ارد، زیرا آربیتراژ کنندگان در جستجوی‌ فرصت‌ های‌ آربیتراژ، از مدل های‌ ارزشیابی‌ بنیادی‌ استفاده می‌‌کنند و با استفاده از این‌ مدل ها، ارزش ذاتی‌ یک‌ سهم‌ خاص را بدست‌ می‌‌آورند، حال اگر قیمت‌ این‌ سهم‌ در بازار به‌ زیر ارزش ذاتی‌ برسد، آربیتراژ کنندگان به‌ این‌ امر به‌ عنوان یک‌ فرصت‌ برای‌ آربیتراژ نگاه می‌‌کنند. با این‌ وجود نمی‌ توانند از این‌ که‌ این‌ سهم‌واقعاً اشتباه قیمت‌ گذاری‌ شده یا نه‌ مطمئن‌ باشند، زیرا این‌ امکان وجود دارد که‌ مدل به‌ کار گرفته‌ شده توسط‌ آنها اشتباه باشد یا از مدل مناسبی‌ استفاده نکرده باشند و در واقع‌ قیمت‌ صحیح‌، همین‌ قیمتی‌ باشد که‌ در بازار است‌ این‌ عدم اطمینان، آربیتراژ کنندگان را محدود می‌‌کند (فهیمی، 1389).

رفتارهای‌ شهودی‌

در فرهنگ‌ لغت‌ به‌ معنی‌ رفتار و تصمیم‌ گیری‌ براساس تجربه‌ ها و مستندات گذشته‌ است‌. تعریف‌ دیگری‌ که‌ از این‌ واژه شده به‌ این‌ صورت است‌:» فرآیندی‌ است‌ که‌ براساس آن افراد رفتارهایی‌ را بر اساس آزمون و خطا توسعه‌ می‌‌دهند. « از آنجایی‌ که‌ ظرفیت‌ پردازش اطلاعات در بشر محدود است‌ اشخاص به‌ روشهای‌ تصمیم‌ گیری‌ ناقص‌ یا روشهای‌ ابتکاری‌ روی‌ می‌‌آورند که‌ به‌ تصمیم‌ گیری‌ های‌نسبتاً خوبی‌ نیز منجر می‌‌شوند. به‌ این‌ مختصرسازی‌ که‌ در فرآیندهای‌ تصمیم‌ گیری‌ صورت می‌‌گیرد، ساده سازی‌ ابتکاری‌ گفته‌ می‌‌شود. در واقع‌ روشهای‌ ابتکاری‌ یک‌ سری‌ قواعد سرانگشتی‌ هستند که‌ موجب‌ سهولت‌ در فرآیند تصمیم‌ گیری‌ می‌‌شوند. ذهن‌ انسان از این‌ قواعد سرانگشتی‌ به‌ منظور حل‌ مسایل‌ پیچیده استفاده می‌‌کند. بنابراین‌ روشهای‌ ابتکاری‌ ابزاری‌ مفید در حل‌ مسائل‌ هستند. با این‌ وجود برخی‌ رویدادها و الگوهای‌ رفتاری‌ وجود دارند که‌ باعث‌ می‌‌شوند استفاده از روشهای‌ ابتکاری‌ به‌ خطا و تورش در تصمیم‌ گیری‌ بی‌ انجامد .بنابراین‌ استفاده از روشهای‌ ابتکاری‌ همیشه‌ به‌ یک‌ تصمیم‌ گیری‌ صحیح‌ منجر نمی­شود (سعیدی، 1384). بازارهای‌ مالی‌ به‌ طور روزافزونی‌ در حال پیچیده تر شدن است‌ و این‌ باعث‌ افزایش‌ رفتارهای‌ مبتنی‌ بر تجربه‌ و آزمون و خطا (ابتکاری‌) می‌‌شود، اما این‌ رفتارها همیشه‌ در بازارهای‌ مالی‌ سودمند نیست‌. این‌ پدیده ممکن‌ است‌ بتواند توضیح‌ دهد که‌ چرا گاهی‌ بازار غیرعقلانی‌ و غیرمنطقی‌ عمل‌ می‌‌کند (یوسفی و همکاران، 1388).

17-2- خطاهای‌ اداراکی‌(سوگیری‌ های‌ رفتاری‌) تصمیمات سرمایه‌ گذاری‌:

به‌ طور خلاصه‌ سوگیری‌ های‌ رفتاری‌ به‌ عنوان »اشتباهات سیستماتیک[[73]](#footnote-73) «در قضاوت تعریف‌ شده است‌. برخی‌ تحقیقات در جستجوی‌ چارچوب معنی‌ داری‌ برای‌ طبقه‌ بندی‌ سوگیری‌ های‌ رفتاری‌ هستند .برخی‌ نویسندگان از تمایلات رفتاری‌ با عنوان »غیر مستدلات[[74]](#footnote-74)») «قواعد سرانگشتی‌(« یاد می‌‌کنند، در حالی‌ که‌ گروهی‌ دیگر آنها را »باورها« ،»قضاوت ها« یا »ترجیحات« می‌‌نامند. برخی‌ دانش‌ پژوهان این‌ سوگیری‌ ها را در دو دسته‌ شناختی‌ واحساسی‌ طبقه‌ بندی‌ می‌‌کنند ،که‌ هر دو گونه‌ می‌‌تواند »قضاوت های‌ غیر عقلایی‌« را موجب‌ شود. منشاء تمایلات شناختی‌ استدلال نادرست‌ است‌، لذا اطلاعات بیشتر و مشاوره می‌‌تواند آن را تصحیح‌ کند. در مقابل‌ تمایلات احساسی‌، نه‌ از محاسبات آگاهانه‌ که‌ از »شهود« یا »انگیزش«نشات می‌‌گیرد، بنابراین‌ تصحیح‌ آنها مشکل‌ است‌. حدود٢٠ نوع سوگیری‌ رفتاری‌ شناخته‌ شده است‌ که‌ همانطور که‌ گفته‌ شد در دودسته‌ شناختی‌ واحساسی‌ قابل‌ تقسیم‌ هستند. سوگیری‌ هایی‌ چون: فرااعتمادی‌، نماگری‌، اتکا وتعدیل‌، سازگارگرایی‌، آشنا گرایی‌ ،خود اسنادی‌، توان پنداری‌، دیرپذیری‌ ،ابهام گریزی‌، حساب انگاری‌، باورگرایی‌، رویداد گرایی‌، تازه گرایی‌، شکل‌ گرایی‌ جزء سوگیری‌ های‌ شناختی‌ و سوگیری‌ هایی‌ چون: داشته‌ بیش‌ نگری‌ ،کوتاه نگری‌، خوش بینی‌، زیان گریزی‌، پشیمان گریزی‌ و دگرگون گریزی‌ جزء سوگیری‌ های‌ احساسی‌ می‌‌باشند.

**طبقه­بندي سوگیری هاي رفتاري**

دانش مالي رفتاري يك حوزه نسبتا جديد و به سرعت در حال گسترش است كه به دنبال توضيح تصميمات اقتصادي افراد با تركيب نظريه هاي روانشناسي شناختي و رفتاري با نظريه هاي اقتصادي و مالي سنتي است(بيكر و نوفسينگر، 2011). دسته بندي هاي بسيار مختلف و متنوعي از مفاهيم و تحقيقات مالي رفتاري مطرح شده است. براي مثال، رسول يزدي پور و جيمز هووارد(2010) معتقدند، تحقيقات اصلي مالي- رفتاري را مي توان در چهار گروه عمده طبقه بندي كرد كه عبارتند از: تئوري چشم انداز(جايگزين تئوري مطلوبيت انتظاري براي تصميم گيري در شرايط عدم اطمینان)، شهودها و تورش ها، اثر قالب بندي. تئوري چشم انداز، تئوري زيربنايي مالي رفتاري است و عملاً بيان كننده اين موضوع است كه افراد در شرايط ريسكي، به صورت عقلايي و بر اساس ادبيات مالي متعارف رفتار نمي كنند. لذا، تئوري چشم انداز، اغلب نقطه آغاز تئوري هاي مالي رفتاري است. اما سه دسته ديگر كه ابزارهاي كاربردي مالي رفتاري در تحقيقات مختلف مي باشند، در اكثر ادبيات موجود به شكل هاي مختلفي بيان شده اند و عملا رويه يكساني براي دسته بندي آنها وجود ندارد. براي مثال، ميشل پمپين(ترجمه احمد بدري، 1388) انواع شهودهاي شناخته شده را در قالب سوگيري هاي رفتاري(تورش ها) طبقه بندي مي كند، در حالي كه بيكر و نوفسينگر(2011) و همچنين سعيدي و فرهانيان(1394) شهودها را به طور جداگانه از تورش ها دسته بندي كرده اند.

چگونگی واکنش سرمایه گذاران در مقابل اطلاعات دریافتی، نقش اصلی در تعیین میزان کارایی بازار اوراق بهادار دارد. ا گر واکنش سرمایه گذاران صحیح و سریع باشد، بازار اوراق بهادار به سمت کارایی میل میکند، در غیر این صورت یعنی وجود هرگونه تاخیر یا اختلال در واکنش سرمایه گذاران، فاصله از بازار کارا بیشتر می­شود. واقعیت این است که سرمایه گذاران با توجه به قرار گرفتن در شرایط احساسی، امکان واکنش مناسب را ندارند و تصمیمات آنها با تورش همراه است (سعیدی و فرهانیان، 1394).

یافته های کانمن موید این موضوع است که تحت شرایط عدم اطمینان، تصمیمات انسان به طور سیستماتیک، از تصمیمات پیش بینی شده توسط تئوری های اقتصادی فاصله میگیرد. همچنین قضاوت و ارزیابی انسان ممکن است بر پایه میانبرهای ابتکاری و شاید غیر مستدلی شکل بگیرد که به طور سیستماتیک از اصول اولیه علم احتمال تبعیت نکند (پمپین، 2006). تورشهای رفتاری در تعیین گزینه ها و قضاوت و حتی در بازخوانی از حافظه و به کارگیری نادرست اطلاعات رخ می دهند. منابع تورش های رفتاری در تصمیم گیری به اختصار در ذیل بیان شده است (اسلامی بیدگلی و کردلویی، 1389):

1. عقلانیت محدود و اینکه انسان در شناخت، دچار خطا میشود.

2. محدودیت زمانی افراد در دوره های زمانی کوتاه مدت که باید تصمیمات زیادی اتخاذ کنند، موجبات این امر را فراهم می آورد تا زمان کافی برای بررسی دقیق نداشته باشند.

3. عوامل احساسی بر قضاوت انسان ها اثر می گذارد.

4. عوامل اجتماعی و تعلق انسان به جامعه باعث می شود در تصمیم گیری ها، برخی متغیرهای اجتماعی از قبیل توجه به تصمیمات گروهی را در نظر گیرد.

پژوهشگران و متخصصین مالی رفتاري طبقه بندي هاي متفاوتی از تورش هاي رفتاري ارایه داده اند که در ادامه گزیده اي از این طبقه بندي ها ارایه می شود. شهر آبادي (1386) تقسیم بندي زیر را براي تورش هاي رفتاري ارایه داده است:

1. خود فریبی یا فرا اعتمادي: یعنی اعتماد بیش از حد به دانش و توانایی ها

2. روش هاي ابتکاري: یکسري قواعد سرانگشتی یا میان برهاي ذهنی که موجب سهولت در فرآیند تصمیم گیري خواهد شد. بدیهی است که روش هاي ابتکاري همواره به تصمیم گیري صحیح منجر نخواهد شد.

3. تعاملات اجتماعی: اشخاص تمایل دارند در تصمیم گیري ها و قضاوت هایشان با دیگران همنوا شوند. تئوري چشم انداز چهار بخش مهم از ابعاد رفتاري سرمایه گذاران را در بر می گیرد که در طی سال هاي دهه 80 توسط دانشمندانی نظیر تالر، شیلر و جانسون تکمیل شد: ضرر و زیان گریزي-حسابداري ذهنی- خود کنترلی- پشیمان گریزي. کانمن و ریپ تورش هاي رفتاري را در سه طبقه به شرح جدول () تقسیم کرده اند (فلاح پور و عبداللهی، 1390):

جدول: تقسيم بندي سه گانه كانمن و ريپ از تورش هاي رفتاري

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| تورش هاي قضاوتي | تورش هاي ترجيحي (رجحان يا اولويت) | تورش هاي حاصل از نتايج تصميم گیری |
| خطای اطمينان بيش از حد  خطاي خوشبيني و بدبيني  خطاي پس بيني (ادراك پس از وقوع)  خطاي واكنش افراطي به وقايع تصادفي | خطاي توزين غيرخطي احتمالات  خطاي ابهام در روند تغييرات ارزش  خطاي استفاده از قيمت خريد به عنوان نقطه مرجع  خطاي تمايل به ديدگاه كوتاه مدت به جاي بلندمدت  خطاي جذابيت در شرط بندي  خطاي تمايل به تكرار ريسك و شرط بندي  خطاي چارچوب گرايي بسته | خطاي پشيمان گريزي  خطاي ضرر و زيان گريزي |

طبقه بندی تورش های مالی رفتاری که از جانب فلاح پور و عبداللهی (1390) در پنج گروه ارائه شده است، در جدول () توصیف شده است:

جدول(): تقسیم بندی تورش های رفتاری از دیدگاه فلاح پور و عبداللهی

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| رفتارهای مکاشفه ای | پدیده های غیرعادی | شناختی | عاطفی | ترجیحی |
| تورش نظریه انتظارات تورش سفطه قماربازان تورش توهم پولی | اثر سوء جای گیری تورش تعلق خاطر ترجیحات با خطای محدودیت در زمان سرمایه گذاری لحظه ای  رفتار گله ای  سفسطه هزینه های واقع شده | تورش اطمینان بیش از حد  تورش دسترسی [اطلاعات]  تورش محافظه کاری  تورش حسابداری ذهنی  تورش پس بینی (ادراک پس از وقوع) تورش ناهماهنگی شناختی  تورش تایید و تصدیق  تورش خود اسنادی  تورش ابهام گریزی  تورش تازه گرایی  تورش شکل یا چارچوب گرایی تورش [شهود] نمایندگی تورش تکیه کردن و سازش (ثابت سازی) تورش توهم کنترل | تورش خودکنترلی  تورش خوشبینی و بدبینی  تورش پشیمان گریزی  تورش ضرر و زیان گریزی  تورش بخشش تورش حفظ وضع موجود  تورش واکنش افراطی به وقایع تصادفی | تورش توزین غیرخطی احتمالات  تورش ابهام در روند تغییرات ارزش  تورش استفاده از قیمت خرید به عنوان نقطه مرجع  تورش تمایل به دیدگاه کوتاه مدت به جای بلندمدت  تورش تمایل به تکرار ریسک تورش چارچوب گرایی بسته |

جعفري و دولتي بر اساس مطالعات و پژوهش هاي خود تورش هاي رفتاري را به چهار گروه به شرح جدول() طبقه بندي نموده اند(فلاح پور و عبداللهی، 1390):

جدول(): تقسیم بندي چهارگانه جعفري و دولتي از تورش هاي رفتاري

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| رفتارهاي مكاشفه اي | قالب بندي | پديده هاي غير عادي  (رفتار اقتصادي) | پديده هاي غير عادي  (قيمت و بازده بازار) |
| نظريه انتظارات  زيان گريزي  تورش وضع موجود  سفسطه قماربازان  تورش خود خدمتي  توهم پولي | قالب بندي شناختي حسابداري ذهني ثابت سازي | اثر سوء جاي گيري  اثر وقفي  مقابله به مثل  مصرف زماني  ترجيحات با خطاي محدوديت در زمان سرمايه گذاري لحظه اي  اشتياق و هراس  غريزه گله اي(رفتار جمع گرايي)  سفسطه هزينه هاي واقع شده | معماي صرف صاحبان سهام  فرضيه دستمزد كارا  چسبندگي قيمت  حدود آربيتراژ  معماي سود تقسيمي  اثر تقويمي  پهن دنباله ها |

دیگر طبقه بندی ارائه شده در این حوزه توسط رهنمای رودپشتی و صالحی (1393) صورت پذیرفته است که تورش های موجود در حوزه مالی رفتاری را در سه گروه ادراکی، احساسی و پدیده های غیرعادی به شرح ذیل طبقه بندی نموده اند:

جدول(): طبقه بندی تورش های رفتاری از دیدگاه رهنمای رودپشتی و صالحی

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| ادراکی | احساسی | پدیده های غیرعادی |
| تورش لنگر انداختن و تعدیل  خطای دسترسی اطلاعات  تورش تایید اطلاعات  اثر ناهنجاری قیمت ها  تورش دیدگاه محدود  تورش جانبداری خوش بینانه  تورش بیش اطمینانی  تورش فرافکنی (شهود نمایندگی)  تورش برجستگی  تورش گریز از زیان و تئوری افسوس  تئوری تعهد  اثر مالکیت (تورش خودداشته بیش نگری)  عمل متقابل | عوامل احساسی و تاثیرات درونی  احساسات بازار  رفتار گله ای | رفتار گله ای (توده وار ) |

سعیدی و فرهانیان (1394) تورش ها را در چهار گروه ادراکی، احساسی، شناختی و پدیده های غیرعادی طبقه بندی نموده اند که در جدول() به آن اشاره شده است:

جدول (): طبقه بندی تورش های رفتاری از دیدگاه سعیدی و فرهانیان

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| ادراکی | احساسی | شناختی | پدیدههای غیرعادی |
| تورش دسترسی اطلاعات  تورش شهود نمایندگی  تورش لنگر و تعدیل  تورش خودفریبی و بیش اطمینانی  تورش توهم کنترل  تورش خودخدمتی  تورش باورگرایی  تورش دیرپذیری  اثر چارچوب شناختی  وابستگی به مرجع  حسابداری ذهنی و نظریه های رفتاری مصرف و پس انداز | تورش تداوم وضعیت کنونی  تورش خوش خیالی  تورش خودداشته بیش نگری  تورش افسوس گریزی تورش زیان گریزی | تورش خودتاییدی پس از وقوع | توده واری عقلایی  توده واری غیرعقلایی  توده واری ناآگاهانه |

پمپين (2006) در كتاب خود تحت عنوان "تورش هاي رفتاري و مديريت دارایی" تورش هاي رفتاري را در دو طبقه كلي شناختی و احساسی به شرح جدول() تقسيم كرده است:

جدول: تقسيم بندي دوگانه پمپين از تورش هاي رفتاري

|  |  |
| --- | --- |
| شناختی | عاطفی(احساسی) |
| خطاي اطمينان بيش از حد-خطاي دسترسي-خطاي محافظه كاري-خطاي حسابداري ذهني-خطاي پس بيني(ادراك پس از وقوع)-خطاي ناهماهنگي شناختي-خطاي تأييد و تصديق-خطاي خود اسنادي-خطاي ابهام گريزي-خطاي تازه گرايي-خطاي شكل يا چارچوب گرايي-خطاي نمايندگي-خطاي تكيه كردن و سازش-خطاي توهم كنترل | خطاي خود كنترلي-خطاي خوشبيني و بدبيني-خطاي پشيمان گريزي-خطاي ضرر و زيان گريزي-خطاي بخشش-خطاي وضع موجود |

آبریو (2014) در مطالعه ای تحت عنوان تورش ها رفتار ی سرمایه گذاران به طبقه بندی تورش های موجود در حوزه مالی رفتار ی پرداخته است. طبقه بندی مذکور در برگیرنده پنج گروه شناختی و پردازشی، چارچوب بندی و حسابدار ی ذهنی، شهودی، احساسی و اثر ترکیب (Combining Effect) است که در جدول () به شرح هر یک از تورش ها پرداخته شده است (آبریو، 2014).

جدول (): طبقه بندی تورش های رفتاری از دیدگاه آبریو

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| شناختی و پردازشی | چارچوب بندی و حسابداری ذهنی | شهودی | احساسی | اثر ترکیب |
| تورش دسترسی اطلاعات  تورش برجستگی  اثر هاله ای  اثر رقابت راهنمایی ها تورش آشناگرایی | تورش چارچوب بندی و دسترسی تورش لنگر انداختن و تعدیل  تورش چارچوب بندی و ارز یابی خروجی بر اساس تئوری چشم انداز  حسابداری ذهنی  نقاط مرجع  تورش زیان گریزی  اثر پول برد تورش دگرگون گریزی تورش افسوس گریزی تورش توهم پولی  اثر تمایلی | تورش قصور در پایه گزینی تورش غفلت از اندازه نمونه  تورش فهم نادرست شانس و فرایندهای تصادفی  بی توجهی به قابلیت پیشبینی  سفسطه قماربازان  تورش اشتباهات ناشی از موفقیت مکرر | اثر حالت  تورش طمع و ترس  تورش تمایل  تورش احساس لذت | تورش پیمایش اشتباه تورش بهتر از متوسط عمل کردن  توهم کنترل  بیش اطمینانی |

براساس دسته بندي­هاي مختلف که در بالا ذکر شد در صورتی که موارد مشابه و تکراري را حذف نماییم و با ملاحظه این نکته که ترجمه هاي انجام شده توسط افراد مختلف از تورش هاي موجود بعضاً کاملاً متفاوت است و براساس دسته بندي تقریباً جامعی که رهنماي رودپشتی و زندیه (1391) در کتاب خود بیان داشتند، می­توان 20 تورش رفتاري متمایز را نام برد که در این تحقیق مبناي مدل سازي قرار گرفته است:

تورش هاي رفتاري، تعریف و اندیشمندان بیان کننده آن

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| ردیف | نوع | توصیف | اندیشمندان(سال) |
| 1 | فرا اعتمادي | سرمایه گذاران به توانایی هاي خود در پیش بینی بیش از اندازه اعتماد دارند | کلارك و استتمن (2000)  باربر و اودین (2001) |
| 2 | نماگري (نمایندگی) | سرمایه گذاري در شرکتی خاص از طریق قرار دادن آن در یک طبقه بندي آشنا و قابل درك | کانمن، اسلویک و تورسکی (1982) |
| 3 | سازگار گرایی | اغلب انسانها تلاش میکنند از موقعیت هاي ناسازگار بپرهیزند | فستینگر (1957) |
| 4 | اتکاء و تعدیل | سرمایه گذاري بر پایه ترجیحات فردي و نه ضابطه اي روشن عمل میکنند | نورث کرفت و نی ال (1987) |
| 5 | خود اسنادي | افراد شکست هاي خود را به عوامل محیطی و موفقیت هاي خود را به عوامل ذاتی نسبت می دهند. | دان (1989) گرویس و اودین (2001) |
| 6 | آشنا گرایی | افراد غالباً به طور ناخودآگاه فرض می کنند که تصورات، ایده ها یا تفکراتی که در دسترس تر هستند نشانگرهاي غیر سوگیرانه اي از احتمالات آماري ارائه می دهد. | سانتا کلارا و والکانوف(2003) |
| 7 | رویداد گرایی | از قبل قابل پیش بینی، توصیف کردن یک رویداد در جهت تقلیل شرمساري بوجود آمده ناشی از مراقب نبودن، حواس پرتی و غافلگیر شدن در اتخاذ تصمیمات ناخوشایند. | کوپر، گوتیرز و مارکیوم (2005) |
| 8 | توان پنداري | انتظار یک موفقیت شخصی که احتمال وقوع آن به طور نامتناسبی بالاتر از احتمال عینی و موجه آن است. | فلنر (2004) |
| 9 | دیر پذیري | سرمایه گذار به اطلاعات جدید کمتر یا بیشتر از حد انتظار واکنش نشان داده و بجاي اقدام بر اساس اطلاعات بروز شده، تصورات و ذهنیت هاي قبلی خود را حفظ میکند. | مانتیر (2002) |
| 10 | ابهام گریزي | انسان ها در مواجهه با توزیع احتمال نامعلوم تمایلی به پذیرش ریسک از خود نشان نمی دهند و عموماً در موقعیتهاي مبهم دچار تردید میشوند. | گراهام، هاروي و هانگ (2003) |
| 11 | حسابداری ذهنی | تمایل افراد به کدگذاري، طبقه بندي و ارزیابی پیامدهاي اقتصادي از طریق گروه بندي امتیازات آنها در مجموعه اي از حساب هاي ذهنی. | دي ورز، چرچ، چاراپت و آکرت (2003) |
| 12 | باورگرایی | بر ایده هایی تاکید میشود که موید باورهاي ما باشد و در مقابل هر آنچه را که با نظرات ما در تضاد است بی اهمیت جلوه میکند. | استتمن و فیشر (2000) |
| 13 | شکل گرایی | تصمیم گیرندگان به یک موقعیت خاص براساس نحوه ارائه آن واکنش هاي متفاوتی را نشان میدهند. | کانمن و تورسکی (1984) |
| 14 | کوته نگري | افراد را برمی انگیزاند که بجاي آن که براي فردا پس انداز کنند امروز خرج کنند. | بنارتزي و تالر (2004) |
| 15 | داشته بیش نگري | افراد زمانی که از حق مالکیت یک دارایی برخوردار هستند ارزش بیشتري در مقایسه با زمانی که آن دارایی مایملک آنها نیست، براي آن قائل هستند. | لیست (2003) |
| 16 | تازه گرایی | افراد به شکل بارزي رویدادها و مشاهدات اخیر را بیش از وقایع گذشته به یاد آورده و بر آنها تمرکز می یابند. | مانتیر (2003) |
| 17 | بهینه بینی (خوش بینی) | سرمایه گذاران تمایل دارند در مورد بازارها، اقتصاد و پتانسیلهاي عملکرد مطلوب سرمایه گذاري خود بیش از اندازه بهینه بیندیشند. | لوت جی و من هاف (2004) |
| 18 | زیان گریزي | تمایل افراد به پرهیز از زیان، بیشتر از کشش آنها به سمت کسب سود است، به طوري که مانع میشود تا فرد خود را از دست سرمایه گذاري هاي غیر سودآور حتی هنگامی که خود نیز انتظار تغییر و بهبود اساسی در آنها را ندارد خلاص شود. | بنارتزي و تالر (1995) |
| 19 | دگرگون گریزي | چینش بدیل هاي انتخاب بگونه اي که فرد مجبور به انتخابی گردد که شرایط فعلی و وضع موجود را تایید نماید. | کانمن، نتش و تالر (1991) |
| 20 | پشیمان گریزي | گریز از احساس تأسف و ندامت و در نتیجه پرهیز از انجام اعمال و اقدامات قاطعانه در تصمیم گیري هاي ضعیف بگونه اي که سبب گردد تا سرمایه گذاران تا مدت ها به موقعیت هاي سرمایه گذاري زیانده خود وفادار باقی بمانند و از قبول اشتباه تحقق زیان پرهیز کنند. | استتمن و شفرین (1984) |

در تحقیق‌ حاضر پنج نوع سوگیری‌ شناختی‌ شامل‌ فرا اعتمادی، اتکاء و تعدیل، نماگری یا نمایندگی، خود اسنادی‌ و حسابداری ذهنی و پنج نوع سوگیری‌ احساسی‌ شامل‌ خوش بینی، زیان گریزی، پشیمان گریزی، خود کنترلی و حفظ وضع موجود مد نظر قرار گرفته‌ است‌، که‌ در ادامه‌ توضیحات‌ مفصل‌ تری در خصوص سوگیری‌ های‌ در نظر گرفته‌ شده در این‌ پژوهش‌ ارایه می‌‌شود همچنین در فصل سوم دلایل انتخاب این ده سوگیری ارایه خواهد شد.

فرااعتمادی (بیش اطمینانی)[[75]](#footnote-75)‌:

فرا اعتمادی‌ یا اعتماد بیش‌ از حد به‌ خود در بیان کلی‌ می‌‌تواند به‌ عنوان یک‌ اعتقاد بی‌ اساس در مورد توانایی‌ های‌ شناختی‌، قضاوت ها واستدلال شهودی‌ فرد خلاصه‌ شود. مفهوم فرا اعتمادی‌ در مجموعه‌ وسیعی‌ از بررسی‌ ها و آزمایشات روانشناسانه‌ از نوع شناختی‌ بررسی‌ شده است‌ که‌ نشان می‌‌دهد افراد هم‌ در مورد توانایی‌ های‌ خود در پیش‌ بینی‌ وهم‌ در مورد دقت‌ اطلاعاتی‌ که‌ در اختیار آنان قرار می‌‌گیرد، بر آوردی‌ بیش‌ از اندازه دارند. همچنین‌ در تخمین‌ احتمالات، عملکردی‌ ضعیف‌ دارند و رویدادهایی‌ را که‌ حتمی‌ می‌‌دانند، غالبا دارای‌ احتمال وقوع بسیار کمتر از صد در صد است‌. به‌ طور خلاصه‌ می‌‌توان گفت‌ که‌ اغلب‌ مردم خود را از آنچه‌ واقعا هستند، باهوش تر می‌‌پندارند و بر این‌ باورند که‌ اطلاعات بهتری‌ نیز در اختیار دارند. در ساده ترین‌ حالت‌ خود، بیش‌ اطمینانی‌ را می‌‌توان به‌ صورت ایمانی‌ نابه‌ جا به‌ استدلال شهودی‌، قضاوت­ها و توانایی‌های‌ شناختی‌ فرد خلاصه‌ کرد. بیش‌ اطمینانی‌ نقش‌ عمده ای‌ در معاملات مربوط به‌ سهام دارد. سرمایه‌ گذاران بیش‌ مطمئن‌ بیشتر از سرمایه‌ گذارانی‌ که‌ از روی‌ منطق‌ عمل‌ می‌‌کنند، معامله‌ می‌‌کنند. به‌ طورکلی‌ اعتماد به‌ نفس‌ کاذب باعث‌ می‌‌شود، سرمایه‌ گذار سهام را با بیشترین‌ قیمت‌ بخرد و به‌ کمترین‌ قیمت‌ بفروشد، که‌ این‌ باعث‌ حجم‌ بیشتر معاملات شده و به‌ بروز حباب قیمتی‌ در بازارهای‌ مالی‌ منجر می‌‌شود (زو[[76]](#footnote-76)، 2003).

در حالت کلی و ابتدایی‌ترین شکل، فرا‌اعتمادی ایمان و اعتقاد بی‌جا و غیر‌قابل توجیه به استدلال شهودی، قضاوت یا توانایی‌های شناختی یک فرد است که می‌تواند به دو گروه فرا‌اعتمادی در پیش‌بینی و فرا‌اعتمادی به اطمینان تقسیم شود.

فرا‌اعتمادی در پیش‌بینی حالتی است که در آن سرمایه‌گذاران هنگام تخمین و ارزیابی تصمیمات سرمایه‌گذاری، پیش‌بینی‌های سرمایه‌گذاری با فاصله خیلی کم انجام می‌دهند. یکی از نابخردی‌های مشهود ناشی از این سوگیری این است که سرمایه‌گذاران ممکن است در نتیجه تجمع و انباشت ریسک‌های غیر‌ضروری در پرتفوهای خود، ریسک‌های نزولی را کمتر از حد ارزیابی کنند. فرا‌اعتمادی به اطمینان بیانگر وضعیتی است که سرمایه‌گذاران به قضاوت‌های خود بیش از حد مطمئن هستند. پیامد رایج این حالت این است که سرمایه‌گذار هنگام شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارای این باور ذهنی است که این سرمایه‌گذاری بی‌عیب است اما عملکرد پایین آن منجر به معامله بیش از حد سرمایه‌گذار در جست‌وجوی بهترین فرصت بعدی می‌شود. بنابراین احتمال زیادی وجود دارد که سرمایه‌گذاران تحت سوگیری فرا‌اعتمادی، پروتفوی محدودی با حداقل تنوع و فراوانی معامله سرمایه‌گذاری، نگهداری کنند (Tiwari, 2009).

هـمـچـنـیـن اغـلـب سـرمـایـه‌گذاران درمورد قضاوت‌های خود خیلی مطمئن هستند، این نوع فراعتمادی را، «فرا اعتمادی به اطمینان» می‌نامیم. به‌عنوان مثال برای تصمیم سرمایه‌گذاری در یک شرکت خاص، اغلب انتظار زیان را نادیده می‌گیرند و بعدا درصورتی که شرکت عملکرد ضعیفی داشته باشد، احساس تعجب یا نارضایتی می‌کنند. این افراد غالبا معاملات پرحجمی انجام می‌دهند و صاحب پرتفوهایی می‌شوند که به اندازه کافی متنوع نیست. هم «فرا‌اعتمادی بـه اطـمـیـنان» و هم «فرا اعتمادی در پیش‌بینی» می‌تواند منجر به اشتباه درعرصه سرمایه‌گذاری شود (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

رفتارهای ناشی از تورش رفتاری اعتماد بیش از حد که ممکن است به پورتفوی سرمایه‌گذار لطمه بزند:

* سرمایه‌گذاران بیش از حد مطمئن، توانایی خود را در ارزیابی یک شرکت به‌عنوان یک‌سوژه سرمایه‌گذاری، بیش از حد تخمین می‌زنند. در نتیجه آنها اطلاعات منفی را که به‌طور طبیعی علامت هشداردهنده‌ای است مبنی بر اینکه خرید سهم نباید انجام شود یا اگر خریدی انجام شده باید به فروش برسد، را نادیده می‌گیرند.
* سرمایه‌گذاران بیش از حد مطمئن در نتیجه این باور که آنها اطلاعات ویژه‌ای در اختیار دارند (که دیگران ندارند) معاملات پرحجمی را انجام می‌دهند. تجربه نشان می‌دهد که انجام معاملات زیاد، غالبا منجر به بازدهی ضعیف در بلند‌مدت می‌شود.
* سرمایه‌گذاران بیش از حد مطمئن یا عملکرد تاریخی سرمایه‌گذاری خود را نمی‌دانند یا به آن اهمیت نمی‌دهند، لذا ممکن است ریسک از دست دادن اصل سرمایه خود را کمتر از واقع برآورد کنند، درنتیجه معمولاً عملکرد ضعیف و غیر‌منتظره پرتفوی در انتظار آنان است.
* سرمایه‌گذاران بیش از حد مطمئن، پرتفوهای غیر‌متنوعی را دراختیار دارند، از این رو بدون یک تغییر متناسب در ظرفیت ریـسـک‌پـذیـری، ریـسک بیشتری را تحمل می‌کنند. این سرمایه‌گذاران حتی اغلب نمی‌دانند که آنها ریسکی بیشتر از آنچه ظرفیت و تحمل آن را دارند، تقبل کرده‌اند.

هر چهار مورد ارائه شده در زیر مخاطراتی هستند که غالبا از فرا‌اعتمادی نشات می‌گیرد:

1. ا**عتقاد بی‌اساس نسبت به توانایی خود در شناسایی سهام شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاری بالقوه:** بسیاری از سرمایه‌گذاران بیش از حد مطمئن، مدعی‌اند که دارای استعدادهای بالاتر از حد متوسط هستند، اما شواهد کمی در حمایت از این ادعا وجود دارد. مطالعه اودان نشان داد که پس از کسر هزینه معاملات (و قبل از مالیات) سرمایه‌گذار متوسط، حدودا معادل 2 درصد در سال، عملکرد ضعیف‌تری نسبت به متوسط بازار داشته است. بسیاری از سرمایه‌گذاران بیش از حد مطمئن همچنین معتقدند که قادرند صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری را انتخاب کنند که عملکرد آتی آنها برتر از سایرین باشد. با این حال بسیاری تمایل دارند که در داخل و خارج این صندوق‌ها، در بدترین زمان ممکن معامله کنند، زیرا انتظارات غیر‌واقعی را دنبال می‌کنند. ارقام واقعی نشان می‌دهد که در فاصله سال‌های1995-1984، بازده سالانه یک صندوق سرمایه‌گذاری مشترک به‌طور متوسط 12/3درصد بوده است درحالی‌که یک سرمایه‌گذار متوسط که فقط در یک صندوق سرمایه‌گذاری کرده، بازدهی معادل 6/3 درصد کسب کرده است. مشاوران سرمایه‌گذاری وقتی با مشتریانی مواجه می‌شوند که مدعی‌اند توانایی پیش‌بینی سهام داغ آتی را دارند، باید از آنها بخواهند که عملکرد تاریخی دو سال اخیرشان را مرور كنند، اگر نه همیشه ولی در اغلب موارد، عملکرد ضعیفی مشاهده خواهد شد.
2. **معاملات مکرر (حجم بالا):** در مطالعه برجسته باربر و اودان، «پسرها، پسر خواهند بود». متوسط حجم معاملات (گردش) سالانه هر فرد در پرتفوی خود 80 درصد بود (اندکی کمتر از رقم 84 درصد که متوسط حجم معاملات صندوق‌های مـشـتـرک سرمایه‌گذاری است. 20 درصد پایین سرمایه‌گذاران ازنظر گردش پرتفوی (گردش سالانه‌ای حدود یک درصد) بازده سالانه‌ای معادل 17/5 درصد کسب کرده‌اند که درمقایسه با بازده 16/9 درصدی شاخص S&P500، عملکرد بهتری را در طول این دوره نشان می‌دهد. در مقابل 20 درصــد بــالای سرمایه‌گذاران از نظر گردش پرتفوی (گردش حدود 9 درصد ماهانه یا 108 درصد سالانه)، بازدهی معادل 10 درصد داشته‌اند. این شواهد دلیلی بر تأیید ادعای محققان مبنی بر خطرساز بودن این عامل فراهم می‌كند. زمانی که گردش حساب یک سرمایه‌گذار حجم بسیار بالایی از معاملات را نشان می‌دهد، بهترین توصیه این است که از او بخواهیم سوابق تاریخی معاملاتش را مرور کرده و بازده خود را محاسبه كند. این اقدام اثرات زیانبار انجام معاملات بیش از اندازه را نشان می‌دهد. از آنجاکه فرا‌اعتمادی یک‌سوگیری شناختی است، اطلاعات به‌روز شده، غالبا می‌تواند به سرمایه‌گذاران در درک نادرست بودن روش آنها کمک كند.
3. **درک ریسک از دست دادن اصل سرمایه:** سرمایه‌گذاران بیش از حد مطمئن، به‌ویژه آنهایی که مستعد بروز اعتماد بیش از حد در پیش‌بینی هستند، تمایل دارند ریسک کاهش قیمت و از دست دادن اصل سرمایه را کمتر از واقع تخمین بزنند. این افراد نسبت به پیش‌بینی خود بسیار مطمئن هستند و احتمال وقوع زیان در پرتفوی خود را به اندازه کافی مدنظر قرار نمی‌دهند. برای مشاورانی که مشتریان آنها این نوع از رفتار را دارند، یک توصیه دو بخشی پیشنهاد می‌شود. نخست ویژگی‌های سرمایه‌گذاری را برای جست‌وجوی عملکرد بالقوه ضعیف مرور کرده و از این شواهد برای نشان دادن خطرات اعتماد بیش از حد استفاده کنید. دوم آنها را به مطالعات انجام شده در این زمینه ارجاع دهید. اغلب دیده شده است که سرمایه‌گذاران در این نقطه، تصویری را به ذهن می‌سپارند که نوسان غیرمنتظره بازارها را یادآوری می‌کند و موجب رفتار محتاطانه‌تری می‌شود.
4. **عدم تنوع‌بخشی پرتفوی:** همانند مورد مدیر بازنشسته‌ای که نمی‌تواند از سهام شرکت قبلی خود دل بکند. بسیاری از سرمایه‌گذاران بیش از حد مطمئن، پرتفو‌های غیر‌متنوع خود را به این دلیل که باور ندارند اوراق بهاداری که از گذشته طرفدار آن بوده‌اند، عملکرد ضعیفی داشته است، رها نمی‌کنند. در مورد شرکت‌هایی که به دلیل عملکرد برجسته گذشته خود، بخش عمده یک پرتفوی را به خود اختصاص داده‌اند، مشاور می‌تواند استراتژی‌های مصون‌سازی مختلفی مثل اختیار فروش و قرضه‌های با نرخ شناور را توصیه کند (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

اتکاء وتعدیل[[77]](#footnote-77):

تمایل‌ به‌ پیش‌ بینی‌ های‌ قبلی‌ واقع‌ شده در روی‌ نقاط مرجع‌ که‌ ممکن‌ است‌ هیچ‌ ارتباطی‌ با ارزش پیش‌ بینی‌ شده آتی‌ نداشته‌ باشند (صالحی، 1390). اتکاء و تعدیل‌ یک‌ فرآیند روانشناختی‌ است‌ که‌ روش افراد در مورد برآورد احتمالات را تحت‌ تاثیر قرار می‌‌دهد. سرمایه‌ گذارانی‌ که‌ در معرض این‌ نوع سوگیری‌ هستند، اغلب‌ تحت‌ تاثیر »قیمت‌ خرید« یا سطح‌ دیگری‌ از قیمت‌ ویا »شاخص‌ قیمت‌« بر پایه‌ ترجیحات فردی‌ (نه‌ ضابطه‌ ای‌ روشن‌) عمل‌ می‌‌کنند (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

اگر در بازار سرمايه، اطلاعات دقيقی درباره قيمت سهام وجود نداشته باشد، قيمت موجود به عنوان قيمت درست (ارزش) تلقي مي شود. پس از افزايش هر بار قيمت، ذهن افراد بر آخرين قيمت قبلي لنگر مي اندازد و اطلاعات بعدي را نامربوط تلقي مي كند. (رهنماي رود پشتي و همکاران، 1387).

برای تخمین مقدار یک متغیر، افراد عموما فرآیند تخمین را با مبنا قرار دادن یک رقم اولیه ذهنی «نقطه اتکاء» آغاز می‌کنند و سعی می‌کنند روی این رقم تعدیل مثبت یا منفی مورد نظر را انجام دهند. این تعدیل غالبا ناقص بوده و نتیجه آن سوگیرانه است. فرض کنید از شما سوال شود جمعیت کانادا بیش از ۲۰‌میلیون نفر است یا کمتر. روشن است که پاسخ شما دو حالته است، یا بالای ۲۰‌ میلیون نفر و یا کمتر از آن. حال اگر از شما خواسته شود میزان جمعیت مطلق کانادا را حدس بزنید، تخمین شما به احتمال زیاد نزدیک ۲۰‌میلیون نفر خواهد بود، زیرا افراد عموما در معرض سوگیری اتکاء ناشی از پاسخ قبلی خود قرار می‌گیرند. اتکا و تعدیل فرآیندی روانشناختی است که روش افراد در مورد برآورد احتمالات را تحت تاثیر قرار می‌دهد. سوگیری اتکاء و تعدیل موجب می‌شود سرمایه‌گذاران اطلاعات جدید را از پشت یک جفت لنز تاب‌دار مشاهده کنند. این سرمایه‌گذاران روی نقاط اتکا روانشناختی و نه آماری متمرکز می‌شوند، به این ترتیب تصمیم‌گیری مالی از هنجارهای تجویز شده «مکتب نئوکلاسیک» یعنی «منطقی بودن» فاصله می‌گیرد. مجموعه نسبتا وسیعی از رفتارهای سرمایه‌گذار، زمینه‌های بروز سوگیری اتکا و تعدیل را نشان می‌دهد. برخی از این رفتارها عبارتند از:

* سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی‌های بازار که به سطوح فعلی بسیار نزدیک است، تمایل بیشتری نشان می‌دهند. اگر شاخص قیمت سهام شرکت‌های صنعتی داوجونز ۱۰،۵۰۰ واحد باشد، سرمایه‌گذار در معرض سوگیری اتکا، ممکن است عدد شاخص داوجونز را در پایان سال بین ۱۰،۰۰۰ و ۱۱،۰۰۰ واحد پیش‌بینی کند.
* سرمایه‌گذاران و تحلیلگران اوراق بهادار در مواجهه با اطلاعات جدید، تخمین‌های بسیار نزدیک به برآوردهای اولیه خود انجام می‌دهند. به عنوان مثال وقتی سرمایه‌گذاری برآورد کرده است که سود هر سهم شرکتی در سال آینده ۲‌دلار است، حتی وقتی شرکت عملکرد نامناسبی نشان می‌دهد، سرمایه‌گذار رقم ۲‌دلار را تعدیل می‌کند، زیرا روی این رقم لنگر انداخته است. چنین رفتاری به تعدیل‌های منفی محدود نمی‌شود.
* سرمایه‌گذاران تمایل دارند میزان افزایش یا کاهش بازده طبقه خاصی از دارایی‌ها را برمبنای سطوح فعلی آن پیش‌بینی کنند. اگر بازده شاخص داوجونز در سال گذشته ۱۰‌درصد باشد، سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی بازده سال آینده روی این رقم تکیه می‌کنند.
* گاهی سرمایه‌گذاران روی وضعیت اقتصادی کشور یا شرکت معینی اتکا می‌کنند.

ژاپن در دهه ۱۹۸۰ یک قدرت اقتصادی محسوب می‌شد و بسیاری از سرمایه‌گذاران معتقد بودند این برتری برای چندین دهه پایدار خواهد بود. اما این کشور از سال‌های پایانی دهه ۸۰ دچار رکود شد (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

نماگری (نمایندگی)[[78]](#footnote-78):

به‌طور کلی انسان‌ها آموخته‌اند که برای درک بهتر معانی و مفاهیم، موضوعات و تفکرات خود را طبقه‌بندی كنند. زمانی که افراد با پدیده جدیدی مواجه می‌شوند که با طبقه بندی‌های پیش ساخته آنان ناسازگار است، سعی می‌کنند به هرطریق ممکن این پدیده را با طبقه‌بندی پیشین تطبیق دهند. این چارچوب مفهومی، ابزار سودمندی برای پردازش اطلاعات جدید با استفاده از تجربیات مرتبط قابل مقایسه در گذشته فراهم می‌آورد.

گاهی اوقات محرک جدید، شبیه یا معرف عناصر آشنایی است که قبلا طبقه‌بندی شده است. درعین حال موارد قیاس پذیری وجود دارد که شدیدا با یکدیگر متفاوت هستند. درچنین مواردی واکنش طبقه بندی، گمراه‌کننده بوده و درک نادرستی از عنصر جدید ایجاد می‌كند که غالبا ماندگار بوده و تعاملات آتی با این عنصر را تحت تاثیر قرار می‌دهد (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

اصولا انسان تمایل دارد که شانس‌ها و احتمالات را به‌گونه‌ای منطبق با ایده‌ها و ادراکات قبلی خود تصور كند، حتی زمانی که استنتاج حاصله به لحاظ آماری غیر‌معتبر است. به‌عنوان مثال «توهم قمارباز» اشاره به تصور و برداشت رایجی دارد مبنی بر اینکه موفقیت و شانس در شرط‌بندی و قمار به شکلی دوره‌ای رخ می‌دهد. روان‌شناسی ذهنی برخلاف واقعیت‌های ریاضی (محاسباتی) این سفسطه را موجب می‌شود.

ازنظر آماری مفهوم دور غیر‌منطقی است.افراد عموما تمایل دارند چیزی را قبول کنند که محققان آن را با عنوان «قانون اعداد کوچک» می‌شناسند.این اصطلاح به آن معناست که نمونه‌های کوچک همیشه معرف خوب و کاملی برای کل جامعه است. اما اصول علمی این قانون راتایید نمی‌کند (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388). دو تعبیر از سوگیری نماگری درمورد سرمایه‌گذاران حقیقی مصداق دارد:

**1) قصور پایه گزینی یا رفتار کلیشه‌ای**. در این نوع، سرمایه‌گذاران تلاش دارند موفقیت‌آمیز بودن یک سرمایه‌گذاری مثلا در شرکت الف را از طریق قراردادن آن در یک جدول طبقه‌بندی آشنا و قابل درک، تعیین كنند. چنین سرمایه‌گذارانی ممکن است شرکت‌الف را به‌عنوان شرکتی که سهام آن از نوع ارزشی است طبقه‌بندی کنند، درآن صورت تحلیلی درمورد ریسک و بازده این سهم خواهند داشت که در چارچوب این طبقه‌بندی می‌گنجد.

غالبا مشاهده می‌شود که سرمایه‌گذاران این مسیر اشتباه را می‌پیمایند، شاید به این دلیل که جایگزین راحتی برای تحقیق عمیق و همه جانبه است که برای ارزیابی سرمایه‌گذاری مورد نیاز است. توصیف این ویژگی در بیانی خلاصه این است که سرمایه‌گذاران غالبا در زمان اتخاذ تصمیم درمورد سرمایه‌گذاری رفتاری قالبی و کلیشه‌ای دارند.

**2)قصور اندازه نمونه**. در این سوگیری، سرمایه‌گذاران هنگام قضاوت و ارزیابی درمورد احتمال وقوع یک پیامد خاص در زمینه سرمایه‌گذاری، غالبا در توجه دقیق و درست به اندازه نمونه- یعنی داده‌های متشکلی که ارزیابی‌های خود را براساس آن انجام می‌دهند- قصور می‌کنند. اغلب سرمایه‌گذاران به‌گونه‌ای نادرست فرض می‌کنند که یک نمونه کوچک معرف کل جامعه است. این پدیده را«قانون اعداد کوچک» می‌نامند.

هنگامی که افراد یک پدیده غیر‌منتظره در یکسری از داده‌ها را خوب درک نمی‌کنند، به سرعت و با تکیه بر داده‌های اندك دردسترس، مفروضاتی را در مورد آن پدیده خلق می‌کنند. افراد مستعد در کم توجهی به اندازه نمونه، در بسیاری از موقعیت‌ها با اتکای صرف به نمونه‌های کوچک، به سرعت عمل می‌کنند، درحالی که بسیار محتمل است، نمونه کوچک مورد بررسی، معرف مناسبی برای داده‌های واقعی (کل جامعه) نباشد.

هر دو نوع سوگیری نماگری می‌تواند به اشتباهات قابل‌ملاحظه‌ای در عرصه سرمایه‌گذاری منجر شود. در زیر مثال‌هایی از رفتارهای ناشی از «قصور پایه گزینی» و «قصور اندازه نمونه» را که می‌تواند برای سرمایه‌گذاران زیانبار باشد، ارائه شده است. مثال‌هایی از آثار منفی قصور اندازه نمونه برای سرمایه‌گذاران عبارتند از:

1- سرمایه‌گذاران در بررسی سابقه یک مدیر سرمایه‌گذاری، می‌توانند مرتکب اشتباهات مهمی شوند. آنها عملکرد فصول یا سال‌های کمی را در گذشته مورد توجه قرارداده و براساس داده‌های آماری ناکافی به این نتیجه می‌رسند که عملکرد خوب نتیجه تخصیص‌ها و گزینش‌های ماهرانه مدیر است یا برعکس آن عملکرد بد، نتیجه عدم مهارت و گزینش‌های بدون مهارت مدیر مربوط بوده است.

2- همچنین سرمایه‌گذاران هنگام بررسی سوابق تحلیلگران اوراق بهادار اشتباهات مشابه دیگری را نیز مرتکب می‌شوند. به‌عنوان مثال به موفقیت تعداد کمی از پیشنهادات یک تحلیلگر در گذشته نگاه می‌کنند و براساس این نمونه محدود از داده‌ها، ارزیابی نادرستی درمورد استعداد و شایستگی تحلیلگر به عمل می‌آورند. مثال‌هایی از آثار قصور پایه گزینی برای سرمایه‌گذاران عبارتند از:

1- با چه میزان احتمال شرکت الف (یک شرکت فرضی که با یک قدمت 75 ساله که در صنعت تولید فلزات فعالیت می‌كند و اکنون در کسب‌و‌کار خود با مشکل مواجه است) در گروه ب (شرکت‌های رشدی كه احتمالا در آینده وضعیت بهتری خواهند داشت) قرار می‌گیرد؟ یا در گروه ج (شرکت‌هایی که از صنعت خارج خواهند شد) برای پاسخ به این پرسش، اغلب سرمایه‌گذاران تلاش خواهند کرد که در مورد درجه احتمال تعلق شرکت الف به گروه ب یا ج قضاوت و ارزیابی کنند.

برخی مطالب مجلاتی که ورشکستگی‌های اخیر شرکت‌های صنعت فلزی را تیتر کرده‌اند، باعث می‌شود که شرکت الف کاندید‌ایی مناسب یا معرف بهتری از گروه ج به نظر برسد و لذا ممکن است به این نتیجه برسند که بهترین اقدام، فروش سهام این شرکت است. دراین حالت آنها این واقعیت مهم را نادیده می‌گیرند که به لحاظ آماری تعداد شرکت‌های از این نوع که در صنعت باقی مانده‌اند، نسبت به آنهایی كه متوقف و از صنعت خارج شده‌اند، بسیار بیشتر است.

2- با چه میزان احتمال، اوراق قرضه الف (قرضه منتشر شده شهرداری بخش مرکزی با رتبه AAA) به گروه ب (قرضه‌های ریسکی و پرمخاطره) یا گروه ج (قرضه‌های بدون ریسک) تعلق دارد؟ برای پاسخ به این پرسش سرمایه‌گذاران به دنبال این خواهند بود تا احتمالی را که الف به نظر معرف گروه ب یا گروه ج است، برآورد کنند.

در این مورد، خصوصیات قرضه الف بیشتر نمونه و معرفی از گروه ب (قرضه‌های ریسکی) به نظر می‌رسد که ناشی از شهرت بخش مرکزی شهر به نا امن و پر مخاطره بودن است. درحالی‌که نتیجه‌گیری انجام شده این واقعیت را نادیده می‌گیرد که آمار و ارقام تاریخی حکایت از آن دارد که نرخ نکول قرضه‌های از نوع AAA، حدود صفر است (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

مثالی در سرمایه گذاری:

اگر سهام جديدي در بازار عرضه شود و سرمايه گذاران بين اين سهام جديد و سهام شركت ديگري كه آن نيز مدتي قبل عرضه شده و داراي بازده خوبي بوده است، شباهت ببينند، براي خريد آن هجوم مي آورند و اين امر باعث افزايش قيمت سهام ياد شده بدون در نظر گرفتن اطلاعات بنيادي مربوط به آن مي گردد (رهنماي رود پشتي و همکاران، 1387).

خود اسنادی[[79]](#footnote-79):

سوگيري خوداسنادي اشاره به گرايش افراد در نسبت دادن موفقيت هايشان به ويژگي هاي ذاتي خود مانند استعداد يا بصيرت دارد، در حالي كه غالباً ريشه شكست هاي خود را در عوامل بيروني مثل شانس بد مي دانند.  
سوگيري خوداسنادي به دو گرايش يا سوگيري فرعي قابل تجزيه است:

* سوگيري خود ارتقايي: بيانگر آن است كه افراد تمايل دارند، موفقيت هاي خود را بطور غيرمنطقي، تحسين و ستايش كنند.
* سوگیری خود پشتيباني: نشان دهنده پيامد يک عمل است و منظور از آن انكار غيرمنطقي و عدم  
  پذيرش مسئوليت پيامدهاي شكست است.

سوگیری خودارتقایی را می‌توان از بعد شناختی تشریح نمود. تحقیقات نشان داده است، در صورتی ‌که افراد قصد پیروزی داشته باشند، پیامدهای این تصمیم یعنی موفقیت در دستیابی به آن چیزی است که در ابتدا قصد آن را داشتند. بنابراین طبیعی است که افراد ارزش بیشتری برای موفقیت‌های خود نسبت به شکست‌هایشان قائل باشند، چرا که قصد آنها پیروزی بوده است نه شکست. سوگیری خود پشتیبانی را می‌توان از بعد احساسی توضیح داد. برخی چنین استدلال می‌کنند که نیاز به حفظ عزت نفس (احترام به خود) مستقیما بر انتساب پیامدهای عمل تاثیر می‌گذارد، زیرا افراد هنگام تلاش برای درک شکست‌ها، از نظر روانی خود را مورد حمایت قرار می‌دهند. از آنجا که توضیحات احساسی و شناختی با هم مرتبط هستند، تشخیص این موضوع که کدام گونه از آن در یک موقعیت خاص موثر بوده است، مشکل به نظر می‌رسد (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

نگرش غيرمنطقي به موفقيت ها و شكست ها، از دو طريق به سرمايه گذاران آسيب مي رساند. نخست افرادي كه قادر نيستند اشتباهات خود را درک كنند، در نتيجه نمي توانند از اين اشتباهات درس بگيرند. دوم، سرمايه گذاراني كه هنگام وقوع نتايج مطلوب، بي تناسب و بيش از اندازه خود را تحسين وستايش مي كنند، ممكن است به زيركي و شم خود در بازار بيش از اندازه مطمئن شوند و اين باور در آينده براي آن ها زيان بار باشد. سرمايه گذاران مبتلا به خود اسنادي پس از يک دوره سرمايه گذاري موفق، موفقيت خود را ناشي از زيركي و فراست دانسته و عوامل خارج از كنترل را كاملا ناديده مي گيرند، اين رفتار مي تواند ريسک زيادي به همراه داشته باشد، چرا كه سرمايه گذارن به رفتار خود بيش از حد مطمئن مي شوند. سوگيري خوداسنادي، اغلب سرمايه گذاران را به انجام معاملات بيش از اندازه تشويق مي كند. اگر سرمايه گذاران باور داشته باشند كه سرمايه گذاري هاي موفق آنان صرفا ناشي از مهارت شان بوده است نه بخت و اقبال، در اين صورت زياد معامله مي كنند و ادامه اين رفتار زيان بار است. سوگيري خوداسنادي، سرمايه گذاران را به (شنيدن آن چه كه دوست دارند بشنوند) مي كشاند. به اين معني كه وقتي اطلاعات مويد تصميم فرد به وي ارائه مي شود، او تيز هوشي و زيركي را به خود نسبت مي دهد. اين رفتار مي تواند منجر به آن شود كه سرمايه گذار سهمي را بخرد يا نگهداري كند، كه نبايد (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

مفاهیم ضمنی برای سرمایه‌گذاران: برخی خطرات رفتارهای خودخواهانه‌ای را که غالبا به اشتباهات مالی منتهی می‌شود، عبارتند از:

* سرمایه‌گذاران مبتلا به خوداسنادی پس از یک دوره سرمایه‌گذاری موفق، موفقیت خود را ناشی از زیرکی و فراست دانسته و عوامل خارج از کنترل را کاملا نادیده می‌گیرند، این رفتار می‌تواند ریسک زیادی به همراه داشته باشد.
* سوگیری خوداسنادی، اغلب سرمایه‌گذاران را به انجام معاملات بیش از اندازه تشویق می‌کند. اگر آنها باور داشته باشند که سرمایه‌گذاری‌های موفق آنان صرفا ناشی از مهارت است نه بخت و اقبال، در این صورت زیاد معامله می‌کنند، ادامه این رفتار زیان بار است.
* سوگیری خوداسنادی، سرمایه‌گذاران را به «شنیدن آنچه که دوست دارند بشنوند» می‌کشاند. به این معنی که وقتی اطلاعات موید تصمیم فرد به وی ارائه می‌شود، او تیزهوشی و زیرکی را به خود نسبت می‌دهد. این رفتار می‌تواند منجر به آن شود که سرمایه‌گذار سهمی را بخرد یا نگهداری کند، که نباید.
* سوگیری خوداسنادی می‌تواند منجر به این شود که برخی از سرمایه‌گذاران، خصوصا آنهایی که موفقیت شرکت را به خاطر کمک شان در انتخاب مثلا مدیران اجرایی شرکت، اعضای هیات مدیره و نظایر آن می‌دانند، پرتفوی غیرمتنوعی داشته باشند. تمرکز به سرمایه‌گذاری غیرمتنوع، می‌تواند ناشی از خوداسنادی باشد که باید از آن اجتناب ورزید (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

حسابداری ذهنی[[80]](#footnote-80):

حسابداري ذهني نوعي قالب ذهني است كه در آن اشخاص دنياي پيرامون خود را به حساب هاي ذهني مجزا دسته بندي مي كنند. سرمايه گذاران عادت دارند كه به هر كدام از اقلام پرتفوي خود بطور جداگانه بپردازند. اين امر مي تواند به تصميمات غير كارا منجر شود. در واقع اشخاص به تصميمات مختلف به عنوان يک كل نگاه نمي كنند و ارتباط بين آن ها را ناديده مي گيرند. به عنوان مثال، ممكن است شخصي براي خريد اقلام مصرفي، وامي با بهره بالا اخذ كند و به طور هم زمان در حال پس انداز كردن با نرخي پايين تر از آن وام باشد. ماركوويتز نيز اين قالب بندي ذهني را يكي از موانعي معرفي مي كند كه باعث مي شود پرتفوي تشكيل شده توسط سرمايه گذاران، زير مرز كارایی قرار گيرد. وي بيان مي كند قالب بندي ثروت به حساب هاي ذهني مجزا موجب مي شود كه كوواريانس بين اين حساب ها ناديده گرفته شود و اين امر منجر به اخذ تصميمات غير بهينه شود (راعي و فلاح پور، 1383).

تعبير ديگر از حسابداري ذهني نشان مي دهد كه تصميمات مالي معين چگونه ممكن است به صورت مشترک يا جداگانه ارزيابي شوند. به عنوان مثال كانمن وتورسكي مطالعه اي انجام دادند كه در آن به افراد مورد آزمون گفته شد، وجوهي را بابت يک بليط تئاتر جديد بپردازند كه قرار است جايگزين بليط هم قيمتي كه قبلا خريداري و گم كرده اند، شود. در مرحله بعد قرار تغيير كرد و به افراد گفته شد فرض كنند؛آن ها بليط قبلي را گم نكرده ولي در عوض معادل قيمت آن مبلغي پول گم كرده اند و در نتيجه فكر خريد بليط براي نخستين بار مطرح مي شد. در اين حالت اكثر آن ها تصميم به پرداخت بابت خريد بليط گرفتند. اين دو محقق نتيجه گرفتند كه در مورد اول افراد از دست دادن بليط و پرداخت بابت خريد بليط جديد، را در حساب ذهني مشابهي مورد ارزيابي قرار می دهند، گم كردن يک بليط وپول دادن بابت يک بليط جديد، نشان دهنده دو زيان است كه بطور متوالي بر فرد تحميل شده است وهردو درگروه مشابهي طبقه بندي شده است. در حالي كه از دست دادن وجوه نقد واقعي و خريد بليط، دو حساب هستند كه بطور مجزا مورد ارزيابي قرار گرفته اند. بنابراين وقتي همان زيان از دو حساب متفاوت پرداخت مي شود، فرد آن را كمتر احساس مي كند. (تورسكي و كانمن، 1986).

خوش بینی (بهینه بینی)[[81]](#footnote-81):

خوش بيني بيش از اندازه در سرمایه گذاران، يک محرک كليدي در بروز اين پديده است، زيرا بهينه بيني باعث مي شود افراد شركت خود را استننايي تلقي كنندكه هيچ گاه از ناكامي ها و بداقبالي هاي اقتصادي متضرر نمي شوند. بنابراين افراد احساس مي كنند سهام شركت آن ها در مقايسه با سهام ساير شركت ها كم مخاطره تر است و زماني كه دارايي هاي خود را براساس اين ايده تخصيص مي دهند، حس خوش بينانه اي از اطمينان و پشت گرمي را تجربه مي كنند. اين موضوع به خصوص زماني كه سرمایه گذاران از مشاوره هاي حرفه اي در زمينه سرمايه گذاري استفاده نمي كنند بیشتر قابل مشاهده است. در اين مواقع و در مواردي كه انتخاب هاي ناشناخته و سريعي براي سرمايه گذاري وجود دارد، سهام شركت كارفرما، آشنا و راحت به نظر مي رسد. زماني كه افراد به دنبال مشورت هستند، درک بهينه بيني آن ها براي فعالان بازار و راهنمايي آنان در مورد مخاطرات سرمايه گذاري بيش از حد در سهام شركت كارفرما مي تواند مفيد واقع شود (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

سوگيري بهينه بيني مي تواند باعث شود سرمايه گذاران در شرکت های نزديك منطقه جغرافيايي خود سرمايه گذاري كنند (سوگيري وابستگي بومي) زيرا احتمالا نسبت به چشم انداز مكان جغرافيايي محلي خود بيش از حد خوش بين هستند (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

زیان گریزی[[82]](#footnote-82):

يكي از اصول اساسي مالي رفتاري، اين ايده است كه سرمايه گذاران ريسک گريز نيستند، بلكه زيان گريزند. به عبارتي: نفرت افراد از عدم اطمينان چندان شديد نيست، بلكه آن ها بيش از هر چيز از زيان كردن متنفرند. افراد اغلب براي زيان، بيشتر از سود، حساسيت نشان مي دهند، يعني مجازات ذهني كه افراد براي يک سطح معين زيان در نظر مي گيرند، بيشتر از پاداش ذهني است كه براي همان سطح سود (يک دلار سود) در نظر مي گيرند. اين پديده براي نخستين بار در نظريه چشم انداز كانمن و تورسكي مطرح شد و مبين اين اصل بود كه افراد زيان را قوي تر از سود درک مي كنند و افراد زيان گريز حتي براي فرار از موقعيت زيان ده حاضر به ريسک بيشتر هم هستند (برجي دولت آبادي، 1387).

بطور خلاصه مي توان گفت:

* سوگيري زيان گريزي سرمایه گذاران را وادار مي كند، سرمايه گذاري هاي زيان ده را براي ساليان متمادي حفظ كرده و نفروشند.
* سوگيري زيان گريزي مي تواند سرمايه گذاران را تحريک كرده كه سهام موفق و سود ده خود را خيلي زود هنگام به فروش برسانند، چرا كه ترس دارند سودشان از بين برود.
* سوگيري زيان گريزي باعث مي شود سرمايه گذاران پرتفوي نامتعادلي را نگه دارند (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

پشیمان گریزی[[83]](#footnote-83):

در مواقعي اتفاق مي افتد كه با وجود آن كه يک سرمايه گذاري به نظر خوب مي آيد اما سرمايه گذار از آن احتراز نموده و نوعي ترس براي ورود به آن سرمايه گذاري خاص از خود نشان مي دهد، در چنين حالتي ريسک گريزي سرمايه گذار به علت فرار از حالت تاسف و يا پشيمان شدن در آينده مي باشد. چنين حالتي باعث مي شود كه سرمايه گذار با تاخير وارد سرمايه گذاري شود. ضمنا اتفاق مي افتد كه نيات و تصميمات خوب اقتصادي سرمايه گذار بالفعل نشود، و اين خود نوعي زيان است (اسلامي بيد گلي، كردلوئي، 1389).

پشيمان گريزي سرمايه گذاران را تشويق مي كند كه سهام داراي عملكرد ضعيف را نگهداري كنند تا از شناسايي زيان پرهيز كنند. اين امر مي تواند تصميمات جديد سرمايه گذاري را تحت شعاع قرار دهد. اين اثر مي تواند معماي سود تقسيمي را تبيين كند. در حالت عدم وجود ماليات، سرمايه گذاران بايستي بين پرداخت سود و سود انباشته بي تفاوت باشند، و در صورت نياز سهام خود را بفروشند، با اين حال چنان چه بعد از فروش سهم قيمت آن بالا برود سرمايه گذار دچار ريسک (احساس) مغبونيت خواهد شد. اين اثر هم چنين مي تواند رفتار مديران صندوق هاي سرمايه گذاري را نيز تبييين كند. براي مثال، اين كه آن ها چرا سهام داراي عملكرد بد را نگهداري مي كنند، خود مي تواند دليلي بر اين مدعا باشد. اين اثر هم چنين اشاره به الگوهايي دارد كه در آن افراد از شناسايي زيان دفتري پرهيز و بر شناسايي سود دفتري تمركز مي كنند (تلنگي، 1383).

بطور خلاصه مي توان گفت:

* پشيمان گريزي مي تواند موجب شود سرمايه گذاران در انتخاب سرمايه گذاري هاي خود بسيار محافظه كارانه عمل كنند. بسياري از افراد كه در گذشته زيان هايي متحمل شده انداز تصميمات جسورانه در مورد سرمايه گذاري هاي جديد پرهيز كرده و تنها موقعيت هاي سرمايه گذاري كم ريسک را مي پذيرند. اين رفتار مي تواند به بازدهي كمتر از حد متوسط در بلند مدت منتهي شده و اهداف سرمايه گذاري را به مخاطره بياندازد.
* پشيمان گريزي مي تواند موجب شود سرمايه گذاران بيش از حد از بازارهايي كه اخيرا با افت مواجه شده اند، پرهيز كنند.
* پشيمان گريزي موجب مي شود سرمايه گذاران موقعيت هاي سرمايه گذاري زيان ده خود را تا مدت ها به فروش نرسانند. انسان ها دوست ندارند بپذيرند كه اشتباه كرده اند و براي پرهيز از فروش يک سرمايه گذاري زيان ده از هيچ كوششي فروگذار نمي كنند. اين رفتار همانند زيان گريزي براي دارايي فرد زيان بار است.
* پشيمان گريزي موجب مي شود سهام شركت هايي كه از نظر ذهني به عنوان شركت هاي خوب تلقي مي شوند را ترجيح دهند، حتي زماني كه يک سهم جايگزين بازده مورد انتظار بيشتري داشته باشد.
* پشيمان گريزي موجب مي شود سرمايه گذاران سهام موفق خود را تا مدت هاي طولاني نگهداري كنند، افراد از اين مي ترسند كه با فروش سهمي كه عملكرد خوبي داشته است، خود را از سودهاي مطمئن بعدي محروم كنند (پمپین، 1963؛ ترجمه بدری، 1388).

خودکنترلی[[84]](#footnote-84):

خودکنترلی بدین معنا است که یک شخص به چه میزان در تصمیم گیریهای خود کنترل داشته و با تمرکز بیشتری اقدام به تصمیم گیری می کند. به عقیده کاشال و کوانتس (2006) افراد با خودکنترلی بالا، توانایی بیشتری در رفع اختلافات و مشکلات دارند. همچنین، مطالعات نشان می دهد افرادی که خودکنترلی بالایی دارند، از کیفیت زندگی و سلامت رفتاری بالاتری برخوردار بوده و در کار خود مشکلات رفتاری کمتری دارند (محمدی و فخاری، 1395).

دگرگون گریزی (حفظ وضع موجود)[[85]](#footnote-85):

18-2- مراحل تصمیم گیری در فرآیند سرمایه­گذاری

پنج مرحله تصمیم گیری در فرآیند سرمایه­گذاری عبارت است از(جعفری، 1387):

1) تدوین خط مشی سرمایه­گذاری

مرحله اول، تدوین خط مشی سرمایه­گذاری، شامل تعیین هدف­های سرمایه­گذاری و مبلغ سرمایه­گذاری است. چون در استراتژی سرمایه­گذاری ارتباط مثبتی بین ریسک و بازده وجود دارد سرمایه­گذار نمی­تواند، قاطعانه ادعا کند که در سرمایه­گذاری بازده زیادی بدست می­آید. آنچه که سرمایه­گذار باید بداند این است که هدف وی در جهت حداکثر نمودن بازده باتوجه به ریسک می­باشد. هدف­های سرمایه­گذاری باید بر حسب ریسک و بازده بیان شود. این مرحله در فرآیند سرمایه­گذاری شامل دارایی­های مختلف مالی­ای است که باید در سبد سرمایه­گذاری قرار گیرد. انتخاب دارایی­های مالی بر اساس هدف های سرمایه­گذاری، مبلغ سرمایه­گذاری و وضعیت مالیاتی سرمایه­گذار خواهد بود. برای مثال، شرکت هایی که از پرداخت مالیات معاف هستند (مثل صندوق­های بازنشستگی در امریکا) اقدام به خرید اوراق بهادار معاف از مالیات (مثل اوراق قرضه شهرداری­ها) نماید. خط و مشی سرمایه­گذاری شالوده سرمایه گذاری می­باشد، بدون آن سرمایه­گذاران نمی­توانند تصمیم­گیری نمایند. با وجود این، اغلب سرمایه گذاران توجهی به خط و مشی سرمایه­گذاری ندارند.

2) تحلیل اوراق بهادار

دومین مرحله در فرآیند تصمیم­گیری تحلیل اوراق بهادار می­باشد. تحلیل اوراق بهادار شامل ارزیابی ورقه بهاداری خاص یا گروهی از اوراق بهادار در بین مجموعه وسیعی از دارایی های مالی می­باشد. یکی از دلایل ارزیابی اوراق بهادار، شناسایی اوراقی است که به نظر می­رسد قیمت بازار آن با قیمت ذاتی آن تفاوت دارد. روش­های زیادی برای تحلیل اوراق بهادار وجود دارد. با وجود این، بسیاری از این روش­ها در یکی از دو طبقه؛ تحلیل فنی وتحلیل بنیادی قرار می­گیرند. تحلیل­گری که از بررسی روند قیمت­ها در گذشته جهت تحلیل اوراق بهادار استفاده می­کند تحلیل­گر فنی، و استفاده­کنندگان از روش بنیادی را بنیادگرا می­نامند.

3) تشکیل پرتفوی

ایجاد پرتفوی مرحله سوم در فرآیند سرمایه­گذاری است و شامل شناسایی دارایی­های خاص برای سرمایه گذاری و تعیین مبلغ سرمایه­گذاری برای هریک از دارایی­های شناسایی شده است. این مرحله شامل: انتخاب، زمان­بندی و تنوع بخشی است که باید مورد توجه سرمایه­گذار قرار گیرد. انتخاب اوراق بهادار،حاکی از تحلیل موشکافانه اوراق بهادار و تمرکز بر پیش­بینی تغییرات قیمت آن­ها در کوتاه­مدت می باشد. زمان­بندی که به عنوان پیش­بینی کلان شناخته می­شود شامل پیش­بینی تغییرات قیمت سهام عادی نسبت به اوراق بهادار با درآمد ثابت مثل اوراق خزانه و اوراق قرضه شرکتی می­باشد. تنوع بخشی نیز شامل ایجاد پرتفوی اوراق بهادار با هدف کاهش ریسک است.

4) بازبینی پرتفوي

مرحله چهارم در فرآیند سرمایه گذاري، بازبینی پرتفوي، شامل تکرار دوره اي سه مرحله قبلی می باشد. با گذشت زمان سرمایه گذار ممکن است اهداف سرمایه گذاري خود را تغییر دهد و پرتفوي فعلی بهینگی خود را از دست دهد. سرمایه گذار ممکن است با فروش برخی اوراق بهادار و خرید اوراق بهادار دیگر، پرتفوي جدیدي ایجاد کند. انگیزه دیگر براي تغییر پرتفوي این خواهد بود که اگر قیمت­هاي اوراق بهادار تغییر یابد، بعضی از اوراق بهادار که قبلا جذاب نبوده اند، اکنون ممکن است جذاب باشند و بعضی دیگر که قبلا جذاب بود هاند اکنون دیگر این گونه نباشند. سرمایه گذار ممکن است بخواهد اوراق بهاداري که اکنون جذاب شده­اند را به پرتفوي خود اضافه و اوراق بهاداري که جذابیت خود را از دست داده اند از سبد خارج کند. چنین تصمیماتی به هزینه معاملات مربوط به خرید و فروش و چشم انداز بهبود در عملکرد پرتفوي بستگی دارد.

5) ارزیابی عملکرد پرتفوي

مرحله پنجم در فرآیند سرمایه گذاري، ارزیابی عملکرد پرتفوي، شامل؛ محاسبه ادواري بازده و ریسک سرمایه­گذاري است.

19-2- فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاری

1-19-2- عوامل مؤثر بر تصمیمات سرمایه گذاری

مديران با جذب سرمايه، منابع لازم جهت تامين مالي پروژه هایي با ارزش فعلي خالص مثبت را براي شركت فراهم مي سازند؛ اما عوامل زيادي در تصميمات سرمايه­گذاري يك شركت تاثيرگذار است. اين عوامل با تاثير بر انتخاب پروژه هاي سرمايه­گذاري شركت ها، مي توانند بر هزينه سرمايه، سودآوري، منفعت مورد انتظار سهامداران، ارزش سهام شركت در آينده اثر بگذارند. اهمیت این بررسی در ارزیابی قیمت سهام و پروژه­های سرمایه­گذاری است (جعفری، 1387). تئوري هاي مربوط به سطح سرمايه گذاري، دلايل انتخاب و بررسي تاثير متغيرهاي جريان نقدي، نسبت q توبين، نرخ رشد درآمد، سود پرداختي، سود اعلام شده، تغييرات بدهي و تغييرات سرمايه بر سطح سرمايه گذاري شركت ها را به بهترين نحو تشريح مي كنند. تجزيه و تحليل سرمايه گذاري و آشنايي با نظريه هاي سرمايه گذاري مي تواند تا آن جايي كه ممكن است باعث بهبود مديريت و افزايش ثروت سرمايه گذاران شده و تصميم گيري آگاهانه را محقق سازد. تصميم پيرامون سرمايه گذاري با سه مسئله مهم انتظارات، وقفه ها و ريسك روبرو است كه پرداختن همزمان به آنها براي اقتصاددانان به سادگي مقدور نيست؛ زيرا با توجه به اين مسائل، عوامل بسياري بر سطح سرمايه گذاري يك شركت تاثيرگذار است(دنیس[[86]](#footnote-86)، 1994). مديران شركت ها، با شناخت عوامل موثر بر سرمايه گذاري و با به كارگيري آنها در رسيدن به سطح سرمايه گذاري بهينه، مي توانند نهايت بازدهي را ايجاد كنند (وردی[[87]](#footnote-87)، 2006).

بازارهاي ناكارا داراي نواقصي هستند كه مي تواند سطح سرمايه گذاري بهينه شركت را تحت تاثير قرار داده و در نهايت، به فرآيند بيش سرمايه گذاري و يا كم سرمايه گذاری منتهي شود. فرضيه بيش و كم سرمايه گذاري بيان مي كند شركت هايي كه كمتر از سطح بهينه سرمايه گذاري كنند، از مشكل كم سرمايه گذاري و شركت هايي كه بيشتر از سطح بهينه سرمايه گذاري كنند، از مشكل بيش سرمايه گذاري آسيب مي بينند؛ لذا شناخت عوامل مهم و تاثيرگذار بر سطح سر مايه گذاري­ها ، در ارزيابي، شناسايي و تعيين سطح بهينة سرمايه گذاري شركت­ها، بسيار حائز اهميت است (تهراني و حصارزاده، 1388). در تصمیمات سرمایه­گذاری عوامل زیادی تصمیمات سرمایه­گذاران را تحت تأثیر قرار می­دهند. مهمترین این عوامل به شرح زیر می­باشند:

**1)دوره سرمایه­گذاری:** سرمایه­گذارانی که دوره سرمایه­گذاری بلند مدت دارند، بیشتر از سرمایه­گذاران با دوره سرمایه­گذاری کوتاه­مدت در دارایی­های ریسک سرمایه­گذاری می­کنند. هنگام تصمیم گیری درباره سرمایه­گذاری این نکته را باید در نظر گرفت که سرمایه­گذار چه موقع وجه نقد خود را نیاز دارد. اشخاصی که دارایی های خود را برای دوره های کوتاه­مدت تخصیص می دهند، بر این باورند که بازار سهام در برابر تغییرات شرایط اقتصادی و مالی بیش از حد واکنش نشان می دهدو همین باعث می­شود قیمت سهام بیش از حد بالا یا پایین آید (جعفری، 1387).

**2)منابع مالی:** هر سرمایه­گذاری و استراتژی مورد نظر آن سرمایه­گذاری نیاز به منابع مالی دارد(چن و همکاران[[88]](#footnote-88)، 2000). به طور مثال، اگر اشخاص و شرکت ها به منابع مالی بلندمدت دسترسی داشته باشند، به سرمایه­گذاری­ها و اهداف بلندمدت می­اندیشند و اگر به منابع مالی کوتاه­مدت دسترسی داشته باشند به سرمایه­گذاری کوتاه­مدت فکرمی­کنند.

**3) نقدینگی سرمایه­گذاری:** برخی از افراد ممکن است به سرعت به منابع مالی که سرمایه­گذاری می کنند نیاز داشته باشند. برای افراد قدرت نقدینگی سرمایه­گذاری بسیار مهم است. به عنوان مثال افراد بازنشسته عموماً نقدینگی بیشتری نیاز دارند که از سوی دیگر سرمایه­گذارانی که در نقطه اوج درآمدی قرار دارند، نقدینگی کمتری نیاز دارند.

**4) مالیات:** سرمایه­گذاران بر اساس نوع سرمایه­گذاری خود، مالیات­های متفاوتی را می­پردازند. ازاین رو نرخ مالیات پرداختی، سودآوری سرمایه­گذاران را تحت تأثیر قرار می­دهد (چن و همکاران، 2000).

**5) اطلاعات حسابداري منتشر شده:** تحليل گران و ساير استفاده كنندگان براي تصميم گيري هاي مربوط به خريد و فروش سهام از اطلاعات حسابداري استفاده مي­كنند. در اين رابطه پژوهش­هاي بسياري انجام شده كه اثر اقلامي از قبيل نسبت هاي مالي، سود حسابداري، اقلام تعهدي و نقدي را بر ارزش سهام و بازده بررسي كرده اند و در بسياري از موارد ارتباط بين آن ها معني­دار بوده است (عباسی و ابراهیم زاده رحیملو، 1388).

**6) اطلاعات منتشر شده توسط مديريت شرکت:** اطلاعات ارائه شده توسط مديران بر تصميمات سرمايه گذاران و فعالان بازار اثر دارد. در اين مورد مي توان به سود پیش­بيني شده و اطلاعات مالي آينده نگر اشاره كرد. پژوهش هاي انجام شده در رابطه با اثر سود پیش­بيني شده بر واكنش سرمايه گذاران، بيانگر اهميت اين پيش بيني ها در اتخاذ تصمیمات است(عباسی و ابراهیم زاده رحیملو، 1388).

**7) ساير اطلاعات منتشر شده:** عملكرد جاري يك شركت در صورت هاي مالي خلاصه شده است؛ اما صورت هاي مالي تنها درون داد ارزيابي جريان نقد آتي توسط بازار نيست براي مقاصد ارزشگذاري، علاوه بر اطلاعات خاص شركت، به اطلاعاتي در رابطه با كل اقتصاد و وضعيت شركت نياز است برخي متغير هاي عمومي مؤثر بر بازده سهام، نرخ رشد توليد ناخالص ملي، سطح نرخ هاي بهره اوراق خزانه كوتاه­مدت، نرخ تورم و قيمت نفت هستند(عباسی و ابراهیم زاده رحیملو، 1388).

**8) صداقت مديريت:** اقلام تعهدي ارائه شده قطعي نيستند، مديران با استفاده از اين اقلام مي توانند عملكرد شركت را به گونه اي غيرواقعي نشان دهند كه به مديريت سود و تئوري نمايندگي اشاره دارد. بنابراين صداقت و ميزان درستي مديريت تصميمات خريد و فروش سهام را تحت تاثير قرار مي دهد. هيأت تدوين استانداردهاي حسابداري ارائه صادقانه را در قالب ميزان انطباق اندازه گيري رويدادها توسط شركت و رويدادهاي واقعي تعريف كرده است ميزان ارائه صادقانه اطلاعات، تصميمات را تحت تأثير قرار مي دهد، زيرا اطلاعات سوگيرانه منجر به افزايش ريسك اطلاعاتي مي شود (عباسی و ابراهیم زاده رحیملو، 1388).

یافته های مطالعات لولین و همکاران[[89]](#footnote-89) (1977) نشان می­دهد که بین ترجیحات سرمایه­گذاری افراد و سن، جنسیت و تحصیلات افراد رابطه معنی­داری وجود دارد. بارنیول (1987) در مطالعات خود دریافت که رفتار سرمایه­گذار در بازار را می­توان بر اساس خصوصیات سبک زندگی، میزان ریسک گریزی و شغل فرد پیش بینی نمود.

مریکاس و پراساد[[90]](#footnote-90) (2003) از طریق مطالعه پیمایشی سعی نمودند که عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه­گذاران حقیقی را در بازار سرمایه یونان شناسایی نمایند. نتایج تحقیق آنها نشان می­دهد که معیار تصمیم گیری افراد در خرید یک سهم ترکیبی از معیارهای اقتصادی و معیارهای روانشناختی می­باشند. آنها دریافتند که تصمیم­گیری سرمایه­گذاران همواره یک رویکرد منسجم و عقلایی نخواهد بود و آنها بر اساس گروهی از عوامل تصمیمات خود را می­گیرند. یافته­های تحقیق آنها نشان داد که اطلاعات مالی و حسابداری و اطلاعات عمومی منتشر شده در بازار سرمایه انتظارات سرمایه­گذاران را برای خرید یک سهم شکل خواهد شد.

20-2- ویژگی­های سرمایه­گذاران

امروزه سرمایه­گذاران برای انتخاب سرمایه­گذاری، دامنه بسیار وسیعی دارند، اما تا به حال تحقیقات محدودی درباره روش انتخاب از بین سرمایه­گذاری­های مختلف انجام شده است. تصمیمات مالی مردم روز به روز پیچیده­تر و پرمخاطره­تر می­شود در حالی­که نتایج این تصمیمات بر شیوه زندگی مردم بسیار مؤثر است. بیشتر تئوری­های مالی فرض می­کند که سرمایه­گذاران منطقاً به افزایش سرمایه خود می اندیشند و به نشانه­های مالی توجه می­کنند سرمایه­گذاران هنگام انتخاب سرمایه­گذاری، به­طور اولیه ریسک و بازده آن­را با سرمایه­گذاری­های بالقوه دیگری که می­توانند انجام دهند مقایسه می­کنند. ضمن اینکه سطح ریسکی که سرمایه­گذاران حاضر به تحمل آن هستند بستگی به خصوصیات و ویژگی­های روانی آنها دارد (محافظه کار و ریسک پذیر). به هرحال یک سرمایه­گذار منطقی درصورت تشابه ریسک دو سرمایه­گذاری، سرمایه گذاری با بازده کم­تر را انتخاب نخواهد کرد. بیشتر تحقیقات نشان داد که تصمیمات سرمایه­گذاران تحت تأثیر فاکتورهای رفتاری داخلی از قبیل خودشناسی و فاکتورهای رفتاری خارجی مانند نحوه انتخاب یک سرمایه­گذاری قرار گیرد (آقایی و مختاریان، 1383).

**\*تمایل به سرمایه­گذاری (تمایل به ریسک)[[91]](#footnote-91):**

عبارت است از احتمال درگیر شدن در یک فعالیت خاص و در مورد سرمایه­گذاری در یک محصول ویژه است (وبر و ویلیام[[92]](#footnote-92)، 1997؛ وبر و بلایز[[93]](#footnote-93)، 2002؛ سیتکین و پابلو[[94]](#footnote-94)، 1992). تصمیم گیری برای سرمایه گذاری همواره بر اساس روابط میان ریسک و بازده صورت می­گیرد و یک سرمایه­گذار همواره به عامل ریسک و بازده در تجزیه و تحلیل و مدیریت سبد سرمایه­گذاری خود توجه می­کند. از طرف دیگر، در اقتصاد و به خصوص در سرمایه­گذاری فرض بر این است که سرمایه­گذاران منطقی عمل می­کنند. بنابراین سرمایه­گذاران منطقی، اطمینان داشتن را به نبود آن ترجیح می­دهند و طبیعی است که در این حالت می­توان گفت سرمایه­گذاران به ریسک علاقه­ای ندارند؛ به عبارت دقیق­تر، سرمایه­گذاران ریسک گریز هستند. یک سرمایه­گذار ریسک گریز، کسی است که در ازای قبول ریسک، انتظار دریافت بازده مناسبی دارد. باید توجه داشت که در این حالت، پذیرفتن ریسک یک کار غیر منطقی نیست؛ گرچه میزان ریسک خیلی زیاد باشد؛ چون در این حالت انتظار داشته باشند که بدون قبول ریسک بالا، بازده بالایی کسب کنند (جعفری، 1387).

**\* ادراک ریسک[[95]](#footnote-95):**

ادراک ریسک عبارت است از چگونگی تعبیر و تفسیر اطلاعات راجع به ریسک توسط سرمایه­گذاران. به نظر السن(1997)، مدیران سرمایه­گذاری حرفه­ای و سرمایه­گذاران فردی با تجربه ادراک ریسک سرمایه گذاری یکسانی دارند. به نظر دیاکول و اینو[[96]](#footnote-96)(2001)، ابعاد ادراک ریسک سرمایه­گذاران را می­توان به وسیله­ی پنج عامل زیر بررسی کرد(جعفری، 1387):

**1) نبود اطمینان در مورد عرضه کنندگان سهام**: این بعد از ریسک را اعمال کسانی که مسئول اداره­ی یک سازمان هستند، به وجود می­آورند (ریسک مدیریت) و منتج از تصمیمات بد تجاری-مالی است که خود منجر می­شود ریسک تجاری و مالی صورت گیرد.

**2) نگرانی در مورد وقایع غیر منتظره**: صنایع مختلف وشرکت­های آن تحت تأثیر وضعیت سیاسی، اقتصادی، اجتماعی و حتی جغرافیایی داخلی و خارجی می­توانند دچار رونق و رکود گردند؛ برای مثال در صورت بهبود قیمت جهانی نفت، صنایع وابسته به فرآورده­های نفتی، تحت تأثیر قرار گرفته، سهام آنها رونق می­گیرد یا در صورت بروز خشکسالی، صنایع وابسته به محصولات کشاورزی تحت تأثیر قرارگرفته، سهام آنها دچار رکود خواهد شد (عبداله زاده، 1381)؛ بنابراین هرچه میزان وابستگی تولید یک شرکت به عوامل خارجی بیشتر باشد، ریسک سرمایه گذاری در آن بیشتر است.

**3) نگرانی درباره نوسانات قیمتی سهام:** مهم­ترین عامل برتری یک سهم، میزان سودآوری آن است. از آنجا که اغلب تصمیم­گیری­ها برای سرمایه­گذاری، بر اساس روابط میان ریسک و بازده صورت می­گیرند و یک سرمایه­گذار همواره، به دو فاکتور ریسک و بازده در تجزیه و تحلیل و مدیریت سبد سرمایه­گذاری­های خود توجه می­کند، هرچه میزان انحراف سودآوری سال­های گذشته و یا سود احتمالی دوره­های آتی نسبت به میانگین سود یا سود موردانتظار بیشتر باشد، ریسک سهم بالاتر و در مقابل ارزش آن کمتر خواهد بود.

**4) شفاف نبودن اطلاعات:** تصمیم گیری سریع و صحیح مستلزم وجود اطلاعات کافی، منظم و شفاف است. هرچه اطلاعات دوره­ای شرکت منظم­تر و شفاف­تر منتشر شوند، اثر آن بر قیمت سریع­تر بوده، سهم تز نقدینگی و گردش مناسب­تری خواهد داشت و به تبع آن ریسک، سرمایه­گذاری در سهام کاهش می­یابد. کارآ شدن هر بازاری مستلزم این است که اطلاعات مربوط به شرکت­ها، موقعیت اقتصادی و اوراق بهادار، به سرعت وسهولت، در دسترس همگان قرار گیرند. سرمایه­گذاران این اطلاعات را به صورتی مناسب، در قیمت ورقه­ی بهادار تفسیر می­کنند و بنابراین، قیمت، همیشه انعکاسی از اطلاعات رایج است. برای اینکه این اطلاعات در دسترس همگان قرار گیرند، باید رایگان باشد.

**5) بی ثباتی نقض قوانین و مقررات کشور:** دولت در جایگاه یک ناظر و سیاست گذار کلان نقش بسیاری در بازار سرمایه دارد یکی از وظایف آن، ارائه برنامه­ای است که بتواند به بازار سرمایه رونق بخشد. به­طور کلی، تکثر مراکز قدرت و تصمیم­گیری، ابهام نقش و رابطه­ی این مراکز با یکدیگر،تداخل قوای سه­گانه­ی کشور، شفاف نبودن قوانین و وجود برداشت­های متفاوت و متناقض از آنها، وجود قوانین نامناسب و دست و پاگیر، نقض آزادی­های اقتصادی و بی­ثباتی سیاسی دولت موجب می­شوند ریسک سیستماتیک افزایش و در نتیجه، سرمایه­گذاری به شدت کاهش یابد (نوو، 1380).

**\* تخصیص سرمایه**

عبارت است از بخشی از سرمایه­ی هر سرمایه­گذار که در دارایی­های خاصی سرمایه­گذاری می­شود (نوو، 1380).

21-2- رفتار سرمايه گذاران

سرمايه گذاران را می توان از نظر پذيرش ريسک و شکل منحنی مطلوبيت به سه دسته تقسيم نمود (شهرآبادی و یوسفی، 1386):

**الف) افراد ريسک گريز[[97]](#footnote-97)**

اين افراد استراتژی محافظه کارانه دارند.مطلوبيت نهايی افراد ريسک گريز با افزايش ثروتشان کاهش می يابد بنابراين هر فردی که منحنی مطلوبيت ثروت او مقعر باشد ريسک گريز است. يک شخص ريسک گريز ترجيح می دهد که يک بازده مطمئن به دست آورد ودر حالی که شانس و اقبال مطرح باشد شرکت نخواهد کرد. تابع مطلوبيت اين افراد به شکل زير می باشد:

مطلوبیت

ارزش پولی مورد انتظار

**ب) افراد ريسک پذير**

طبق تعريف فرد ريسک پذير کسی است که تابع مطلوبيت ثروت او به صورت محدب باشد، بنابراين برای اين شخص مطلوبيت نهايی با افزايش ثروت افزايش می يابد و شخص هميشه در اين حالت خواهان پذيرش ريسک است و دوست دارد شانس خود را آزمون کند. تابع مطلوبيت ثروت او به شکل زير است:

مطلوبیت

ارزش پولی مورد انتظار

**ج) افراد خنثی نسبت به ريسک**

سومين گروه افرادی هستند که به اصطلاح آن ها را ريسک خنثی می نامند.اين افراد ارزش پولی را مقدار ارزش اسمی آن می دانند. تابع مطلوبيت چنين افرادی به صورت يک خط مستقيم است. رفتار ريسک خنثی اغلب در افرادی ديده می شود که بيش از حد ثروتمند هستند.

مطلوبیت

ارزش پولی موردانتظار

به طور خلاصه می توان عنوان کرد که بررسی ريسک پذيری و ريسک گريزی افراد از آن جهت اهميت دارد که افراد هميشه و در تمام رفتارهايشان آن طور که مدلهای اقتصادی فرض می کنند ريسک گريز نيستند بلکه زمانی هم هست که ريسک پذير شده و از خطرات استقبال می کنند.

22-2- نااطمینانی اقتصادی

عدم اطمینان به حالتی گفته می­شود که در آن دانش فرد یا افراد محدود است و توضیح کامل حالت و یا نتیجه­ای که بدست آمده یا می­آید، ممکن نیست (هابارد[[98]](#footnote-98)، 2007). بر این اساس، نااطمینانی اقتصادی را می توان به عدم توانایی کارگزاران اقتصادی در پیش­بینی دقیق نتایج تصمیمات خود تعبیر کرد. سیاست­های اقتصادی و بعضاً غیر اقتصادی دولت­ها یکی از مهم­ترین عوامل ایجاد کننده نااطمینانی در اقتصاد هستند. در واقع این سیاست­ها، به همراه تغییرات منابع، ترجیحات و فناوری باعث مبهم بودن نتیجه تصمیمات کارگزاران اقتصادی می­شود. تغییرات شرایط برون­زای بازار اجتناب ناپذیر هستند، درحالی­که سیاست­های دولت و نااطمینانی ناشی شده از آنها تحت کنترل سیاست­گذار قرار دارند. بر این اساس، شناسایی اثرات نااطمینانی بر فعالیت­های حقیقی اقتصاد از اهمیت ویژه­ای در تحقیقات اقتصادی برخوردار است.

**1-22-2- عوامل ایجاد و تشدید کننده نااطمینانی اقتصادی**

مباحث اقتصاددانانی نظیر فلنر[[99]](#footnote-99)(1976)، کیدلند و پرسکات[[100]](#footnote-100) (1977)، بارو و گوردون[[101]](#footnote-101) (1983) بر سر موضوع ناسازگاری زمانی پویا، اعتبار دولت­ها و استقلال بانک­های مرکزی نشان می­دهد که یکی از منابع اصلی ایجاد کننده نااطمینانی در اقتصاد، سیاست­های دولت است. دولت­ها باتوجه به افق زمانی خود، به طرح ریزی سیاست­ها می­پردازند. آنها منافع ناشی از بیکاری حال را با هزینه­های مربوط به تورم در دوره­های آینده مقایسه کرده و تصمیم به فریب دادن (یا ندادن) بخش خصوصی می­گیرند. این انگیزه در اقتصادهای درحال توسعه، به علت کوتاه­مدت­تر بودن افق دید دولت­ها بالاتراست (بارو و گوردون، 1983).

در همین راستا، اوکان[[102]](#footnote-102) (1971) به این نکته اشاره می­کند که دولت­ها برای کاهش تورم نیاز به انجام سیاست­های غیرمنتظره دارند. به­طور مشابه، فریدمن[[103]](#footnote-103) (1977) بیان می­کند که دولت­ها هیچگاه تورم بالا رابه عنوان یکسیاست معرفی نمی­کنند، بلکه از نظر آن­ها تورم بالا در نتیجه سیاست­های دیگر دولت­ها نظیر سیاست­های اشتغال کامل و یا سیاست­های رفاهی، که در کل باعث افزایش مخارج دولت می­شود، به وجود می­آید.

**2-22-2- تأثیر نااطمینانی بر تصمیمات کارگزاران**

ادبیات نظری تأثیر نااطمینانی بر تصمیمات کارگزاران به دو دسته مباحث اقتصاد کلان و اقتصاد خرد تقسیم­بندی می­شود. فریدمن (1977) معتقد است اثرات حقیقی نااطمینانی تورم بر رشد به این دلیل به وجود می­آیند که تورم انتظاری فرآیند بسته شدن قراردادها را تحت تأثیر قرار می­دهد. هر قراردادی که بر اساس پرداخت­های اسمی بسته می­شود، نیاز به پیش­بینی نرخ تورم دارد. اگر تورمی بالاتر از آنچه در قرارداد پیش­بینی شده است به وجود آید، توزیع ناخواسته ثروت رخ می­دهد: کسانی که در قرارداد پول می پردازند، نفع می­برند و کسانی که پول می­گیرند، ضرر می­کنند. اگر نرخ تورم واقعی کمتر از نرخ تورم پیش بینی شده باشد، توزیع ثروت برخلاف آنچه در فوق گفته شد، خواهد بود. بنابراین هنگامی که نااطمینانی تورم بالاتر است، کارگزاران ریسک گزیر تلاش می­کنند که اولاً طول دوره قراردادهایشان را کاهش دهند، ثانیاً هزینه­های بیشتری برای پیش­بینی صرف کنند و ثالثاً، هزینه چانه­زنی­ها به علت تفاوت بالای انتظارات بیشتر می­شود. فریدمن عقیده دارد که این سه تغییر منجر به انتقال منابع اقتصاد از فعالیت­های مولد به فرآیند بسته شدن قراردادها می­شود.

تأثیر دیگر افزایش نااطمینانی تورم بر فعالیت­های حقیقی اقتصاد ناشی از کاهش کارایی سیستم قیمت­ها است. فریدمن (1977) به این نکنه اشاره می­کند که هرچه نااطمینانی بیشتر باشد، شناسایی تغییر قیمت­های نسبی از تغییر قیمت­های مطلق مشکل­تر است، زیرا کارگزاران اقتصادی قیمت­های خود را در نرخ­های متفاوت (به دلیل پیش­بینی ناقص تورم آینده) تنظیم می­کنند بنابراین قیمت­های نسبی تحت تأثیر قرار می گیرد، کارایی اقتصادی کاهش می­یابد و تولید کمتری نسبت به حالت بدون نااطمینانی به­وجود می­آید.

برخلاف فریدمن، داتسی و سارت[[104]](#footnote-104) (2000) معتقدند که نااطمینانی تورم می­تواند عامل افزایش سرمایه گذاری و رشد اقتصادها باشد. آن­ها در یک مدل Cash-in-Advance که پس­اندازهای احتیاطی و ریسک گریزی از ویژگی­های آن است، نشان می­دهند که با افزایش تغییر پذیری عرضه پول ودر نتیجه تورم، بازدهی پول کاهش می­یابد. در ادامه تقاضای واقعی پول و مصرف کاهش می­یابد و موجبات افزایش پس اندازهای احتیاطی بوجود می­آید و سرانجام جریان وجوه پس­انداز شده از طریق سرمایه­گذاری، افزایش تولید و رشد اقتصادی را در پی خواهد داشت (داتسی و سارت، 2000).

3-22-2- خطاهاي ادراكي تصميمات سرمايه گذاري

در تبيين خطاهاي ادراكي، كه متأثر از حالات رواني در وضعيت طبيعي و غيرطبيعي هستند چند مورد مدنظر قرار می­گیرد: اين خطاها سبب مي شود، خيلي از سرمايه گذاران، توجه خاصي بر روي وجوهشان جهت سرمايه گذاري داشته باشند. از آن جايي كه سرمايه گذاران بيشتر وجوه خود را در بازار سهام سرمايه گذاري مي­كنند، به نوعي اين خطاها با نحوه سرمايه گذار ي آن ها در دارايي ها و وجوهشان ارتباط پيدا ميكند. در اين مقاله سعي بر آن است تا ميزان اين خطاها را در امر سرمايه گذاري كاهش داد (دانز[[105]](#footnote-105)، 2003). درك اين قبيل خطاها به عنوان خطاهاي شناختي سرمايه گذاري و اقدام مناسب جهت برطرف نمودن آن ها، اين امكان را فراهم ميسازد كه تأثيرشان روي تصميم گيري سرمايه گذاري كاهش و به طور بالقوه به بهبود نتايج سرمايه گذاري منجر شود (شفرین و بلوتی[[106]](#footnote-106)، 2006).

4-22-2- خطاي بيش اطميناني

در ساده ترين حالت خود، بيش اطميناني را مي توان به صورت ايماني نابه­جا به استدلال شهودي، قضاوت ها، و توانايي هاي شناختي فرد خلاصه كرد. بيش اطميناني نقش عمده اي در معاملات مربوط به سهام دارد. سرمايه گذاران بيش مطمئن بيشتر از سرمايه گذاراني كه از روي منطق عمل مي­كنند، معامله ميكنند. شيلر اين الگو را به زبان ساده اين گونه بيان ميكند كه سرمايه گذار فكر مي كند كه بيشتر از آن چه كه انجام مي دهد، مي داند اين اشتباه مربوط به حالتي است كه در آن افراد براي اطلاعات محرمانه خود بيش از اندازه اهميت قائلند؛ بيش اطميناني در واقع تمايل فرد به غلوكردن در مورد قضاوت و پيشبينياش است. بنابراين سرمايه گذاراني كه در پي كسب بازدهي هستند در مورد آينده بازار بيش از حد مطمئن­اند. اين انگيزه آن ها را بر آن مي­دارد كه سهام با قيمت بالا خريداري كنند و چون اطلاعاتشان ناقص است به كاهش قيمت سهام در بازار مالي منجر شده و بازدهي بالقوه آن ها كاهش مي­يابد. به طوركلي اعتماد به نفس كاذب باعث ميشود، سرمايه­گذار سهام را با بيشترين قيمت بخرد و به كمترين قيمت بفروشد (ژو[[107]](#footnote-107)، 2003) که این باعث حجم بیشتر معاملات شده و به بروز حباب قیمتی در بازارهای مالی منجر می­شود (جانسون[[108]](#footnote-108)و همکاران، 2002).

5-22-2- خطاي دسترسي

خطاي دسترسي ميتواند به عنوان محرك سازنده اي در تصميمات مربوط به پرتفوي باشد خطاي دسترسي بيانگر تمايل فرد به تصميمگيري و قضاوت بر اساس اطلاعات آماده و در دسترس است . ذهن انساني تمايل دارد كه بر مبناي اطلاعات در دسترس به سرعت نتيجه گيري كند. حافظه انسان وقايع احساس برانگيز و به ويژه وقايع اخير را سريع بازيابي مي كند. در ارزشيابي آخر ماه يا آخر سال، وقايع آخر ماه يا سال در دسترس­ترند تا وقايع روزها يا ماه هاي اول؛ بنابراين ادراك را تحت تأثير قرار مي دهند (قلی­پور، 1386).

اطلاعاتي كه به طور زباني در دسترس سرمايه گذاران قرار مي­گيرند؛ همچنين اطلاعاتي كه به طور روزانه منتشر مي شوند، به صورت شناختي در دسترس نيستند. بنابراين زماني كه اطلاعات مقتضي با اين معناي كاربردي در دسترس نباشند، تصميمات سرمايه گذاران درنهايت دچار نقصان مي­شود (مونتیر[[109]](#footnote-109)، 2007).

6-22-2- خطاي تشديد تعهد

يكي ديگر از خطاهايي كه در تصميم گيري رخ مي دهد ، تمايل به تشديد تعهد است . تشديد تعهد زماني رخ مي دهد كه روند و جريان تصميم، يك سري از تصميمات متوالي را در پي داشته باشد. تشديد تعهد به اين موضوع اشاره دارد كه حتي وقتي يك تصميم اشتباه است و شواهد و تبعات تصميم نيز اين امر را تصديق مي كند باز هم اصر ار بر ادامه آن تصميم وجود دارد و شديدتر مي شود. حتي زماني كه خود فرد مسئول شكست است اصرار بر تعهد پيشين تشديد مي­شود تا نشان دهد كه تصميم اوليه اش غلط نبوده است (قلی­پور، 1386).

7-22-2- خطاي تصادفي بودن

ادراك انسان كم و بيش تحت تأثير شانس و خرافات است. البته اين امر در فرهنگ هاي مختلف متفاوت است. براي مثال در مشرق زمين اعتقاد به شانس و خرافات بيشتر است. اين امر با كانون كنترل مرتبط است. كساني كه كانون كنترل بيروني دارند اعتقادشان به شانس و خرافات بيشتر است و برعكس كساني كه كانون كنترل دروني دارند، اعتقاد كمتري به شانس و خرافات دارند. كساني كه كانون كنترل دروني دارند معتقدند كه روي سرنوشت خود و جهان تا حد زيادي كنترل داشته و مي توانند با تصميم گيري عقلاي ي آينده را متناسب با خواسته خود شكل دهندحتي همين افراد معتقدند كه برخي از وقايع به خاطر شانس اتفاق مي افتد. اين مسئله در بورس اوراق بهادار و خريد و فروش سهام بسيار اتفاق مي افتد. چيزي كه باعث مي شود تصميم گيري از شانس و خرافات تأثير نامطلوب بپذيرد اين است كه انسان براي اين امر شانسي و تصادفي معاني خرافي متفاوتي مي سازد و تفسير مي كند (سعدی و همکاران، 1389).

8-22-2- خطاي پس بيني

بعضي مواقع افراد تمايل دارند، باور كنند مي توانند پيامد يك واقعه را به درستي پيش بيني كنند، البته بعد از زماني كه آن واقعه اتفاق افتاده است. وقتي واقعه اي رخ مي دهد و فرد بازخور درستي در مورد پيامدهاي آن مي گيرد، به راحتي نتيجه ميگيرد ، اين پيامد همان طوري كه من در قبل گفتم بديهي بود. افرادي كه بعد از يك مسابقه فوتبال تيم برنده را بااطمينان پيشبيني ميكنند، هميشه بيشتر از افرادي هستند كه قبل از مسابقه اين كار را مي­كنند. بنابراين در پسبيني در مقايسه با پيشبيني، بايد براي اطلاعات منطبق با پيامد ، وزن بيشتري قائل شد حافظه فرد در اين شرايط انتخابي عمل مي كند و پيش بيني خود را متناسب با آن چيزي كه در واقع رخ داده است، بازسازي مي كند (اندرسون[[110]](#footnote-110) و همکاران، 1993).

23-2- نقش شخصيت در تصميمات سرمايه گذاري

همان طوري كه ادراك تصميمگيرنده عامل مهمي در تصميم گيري سرمايه گذار است ، شخصيت وي نيز در امر تصميم­گيري دخيل است. تصميم­گيري چنان با خصوصيات رواني تصميم­گيرنده آميخته است كه نمي توان يكي را بدون ديگري مورد مطالعه قرار داد. عوامل و عناصر شخصيتي نظير هوش و خلق و خوي، نگرش يك فرد، همگي در اتخاذ تصميم نقش دارند. نظريه­پردازان در زمينه تصميم­گيري هميشه سعي داشته­اند، در مدل­هاي خود از دخالت شخصيت و ارزش هاي خاص تصميم گيرنده، در تصميماتش جلوگيري به عمل آورند. اما با اين همه تلاش براي عقلايي كردن تصميم گيري به عنوان عامل كليدي در تصميم­گيري وي نقش فعال دارد. ديدگاه هاي افراد درجه ريسك پذيري ، تجربه وي در نحوه تصميم گيري او دخيل­اند (خوشنود، 1383).

ادبيات مالي نقش چشمگيري براي جنبه هاي رفتاري سرمايه گذاران به هنگام تصميم­گيري به حساب مي­آيد. دركنار ساير فاكتورهاي جمعيت شناسي از قبيل سن، جنسيت، بازدهي، نوع شخصيت نيز تأثير بسزايي در انحرافات رفتاري دارد (فیلبک[[111]](#footnote-111) و همکاران، 2005).

1-23-2- تورش هاي رفتاري

منظور از تورش، انحراف از تصميم گيري­هاي درست و بهينه است .از آنجائيكه زمان و منابع شناخت محدود هستند، نمي توانيم داده هايي را که از محيط اخذ مي کنيم به صورت بهينه مورد تجزيه و تحليل قرار دهيم. بنابراين ذهن انسان به طور طبيعي از قواعد سرانگشتي[[112]](#footnote-112) استفاده مي کند. اگر از چنين روشهاي ابتكاري به طور مناسب استفاده شود ، مي توانند مؤثر واقع شوند، در غير اينصورت تورش هاي غير قابل اجتنابي پيش خواهند آمد. به طور کلي ممكن است اشخاص در فرآيند تفكر و تصميم گيري دچار خطا شوند. در اين قسمت به بررسي سه دسته کلي از منابعي که باعث ايجاد تورش در فرآيند تفكر و تصميم گيري افراد مي شوند پرداخته مي شود. اين سه دسته عبارتند از(ریتر، 2003):

الف) روش هاي ابتكاري

از آن جائي که ظرفيت پردازش اطلاعات در بشر محدود است اشخاص به روش­هاي تصميم گيري ناقص يا روش­هاي ابتكاري روي مي آورند که به تصميم گيري هاي نسبتاً خوبي نيز منجر مي­شوند. به اين مختصر سازي که در فرآيندهاي تصميم گيري صورت مي­گيرد، ساده سازي ابتكاري گفته مي شود. در واقع روش­هاي ابتكاري يك سري قواعد سر انگشتي يا ميانبرهاي ذهني هستند که موجب سهولت در فرآيند تصميم گيري مي شوند. ذهن انسان از اين قواعد سر انگشتي به منظور حل سريع مسايل پيچيده استفاده مي کند. براي مثال يك بازيكن بيليارد براي محاسبه زاويه و سرعتي که بايد به توپ ضربه بزند از مثلثات و معادلات ديفرانسيل استفاده نمي کند، بلكه او از يك سري قواعد سر انگشتي بهره مي گيرد و حتي ممكن است از رياضيات چيزي نداند (فیلبکو همکاران، 2005).

ب) خود فريبي

مهم ترين پديده اي که در زمينه خود فريبي بحث شده است، اعتماد بيش از حد است . شواهد زيادي وجود دارد که نشان مي دهد اشخاص، به دانش و توانايي هايشان بيش تر از آن چيزي که هست اعتماد دارند معمولاً پيش بيني افراد از احتمال وقوع پديده ها يا خيلي افراطي يا خيلي تفريطي است . همچنين زماني که قابليت پيش بيني پديده اي کم است يا شواهد و مدارك مبهم هستند، متخصصان بيشتر از افراد عادي در معرض اعتماد بيش از حد قرار مي گيرند. براي مثال وقتي شخصي مي گويد احتمال وقوع يك رويداد ٩٠ درصد است، معمولاً پيش بيني او کمتر از ٧٠ درصد موارد صحيح است . اعتماد بيش از اندازه به هيچ عنوان به سرمايه گذاران شخصي محدود نمي شود. شواهدي وجود دارد که نشان مي دهد تحليل گران مالي، حتي زماني که مدارك و شواهد نشان دهنده اين است که برآوردهاي قبلي آن ها صحيح نيست، برآورد قبلي شان از عملكرد آتي يك شرکت را به راحتي مورد تجديد نظر قرار نمي­دهند. به طور کلي در نظريه خود فريبي علاوه بر بحث اعتماد بيش از حد، به مكانيسم هايي پرداخته مي شود که طي آن اشخاص به دنبال راه­هايي مي گردند که پيامد تصميم گيري هاي خود را توجيه کنند و بدين ترتيب بتوانند احترام ديگران را به خودشان جلب کنند (فیلبکو همکاران، 2005).

ج) تعاملات اجتماعي

متخصصان مالي، روانشناسي اجتماعي را کمتر مورد توجه قرار داده اند. نظريه پردازان مالي تاثير اطلاعات بر روي قيمت سهام و حجم معاملات را بررسي کرده­اند، اما تحقيقات کمتري راجع به تعاملات اجتماعي بين افراد در بازار سهام انجام داده­اند. اشخاص گرايش دارند تا در تصميم گيري­ها و قضاوت هايشان با ديگران هم نوا شوند .اکثر سرمايه گذاران دچار عكس العمل­هاي احساسي در جو بازار مي شوند. به عبارت ديگر حتي زماني که سيگنال­هاي اطلاعاتي به فرد مي­گويند خريد و فروش کدام يك مناسب است، سرمايه گذاران باز هم نسبت به تصميم گيري صحيح مردد هستند بايد توجه کرد که برخي از الگوهاي اشاره شده در بالا، با هم در تعارض هستند. در اين جا ممكن است اين سئوال پيش بيايد که کدام الگو صحيح است؟ در پاسخ به اين سئوال بايد گفت اين که کدام الگوي رفتاري در بازار غالب مي شود به شرايط و زمينه اي که اطلاعات در آن پخش مي شود بستگي دارد (فیلبکو همکاران، 2005).

24-2- **شخصیت** و سرمایه گذاری

تعریف مفهوم شخصیت مانند اکثر مفاهیمی که به ویژگی های انسان مربوط می شود، کار آسانی نیست، زیرا مفهومی که این کلمه در زبان عامیانه پیدا کرده، با مفهومی که روان شناسان برای آن قائل شده اند، تفاوت زیادی دارد.

شخصیت ترجمه کلمه "personality" می­باشد. این کلمه از کلمه لاتین"persona" گرفته شده و در فرهنگ روم در دو معنی بکار رفته است. ابتدا کلمه persona"" به معنی «ماسک» یا قیافه دروغین استعمال می شد. بعداً همین کلمه را به معنی خود بازیگر نیز بکار می بردند و منظور از شخصیت قیافۀ حقیقی فرد بود (شریعتمداری، 1381). تا کنون برای شخصیت تعاریف گوناگونی ارائه شده است. به همین دلیل ترجیح داده شده نمونه هایی از این تعاریف ارائه گردد تا تصویر کامل تری از تعریف شخصیت مشخص شود.

مفهوم اصلی و اولیه شخصیت تصویری صوری و اجتماعی است که بر اساس نقشی که فرد در جامعه بازی می کند، ترسیم می شود؛ یعنی شخصیت اجتماعی که که فرد به اجتماع خود ارائه می دهد یا جامعه بر اساس آن او را ارزیابی می کند. شاملو (1362) شخصیت را اینگونه تعریف می کند: شخصیت عبارت است از مجموعه ای سازمان یافته و واحد متشکلی از خصوصیات نسبتاً ثابت و مداوم که مجموعا یک شخص را از شخص یا اشخاص دیگر متمایز می­سازد. او همچنین اشاره به نظریه کتل [[113]](#footnote-113)(1959) می­کند که به زعم او باید نظریه شخصیت این هدف را داشته باشد که رفتار آدمی را در شرایط و اوضاع و احوال مختلف پیش بینی کند، از این رو در تعریف شخصیت می گوید: «شخصیت مفهومی است که اجازه می دهد پیش بینی کنیم آدمی در اوضاع و احوال معین، چه رفتاری خواهد داشت».

هافمن[[114]](#footnote-114) (2007) شخصیت را الگوهای نسبتاً ثابت و منحصر به فرد از تفکرات، احساسات و اعمال فرد می­داند. ضمن اینکه خاطر نشان می سازد که شخصیت با منش متفاوت است، چرا که منش به اخلاق حرفه ای، اصول اخلاقی، ارزش ها، صداقت و قابل اطمینان بودن مربوط می شود. در ادامه پروین[[115]](#footnote-115) (2010) هم معتقد است شخصیت الگویی است از تفکر، احساس و رفتار ناشی از ویژگی های فردی همراه با مکانیسم های روانی پنهان یا آشکار که در پس آن الگو ها قرار دارد.

آنچه که از تعاریف و مفاهیم ارائه شده می توان بصورت کلی و خلاصه ارائه داد این است که شخصیت الگوی معینی از رفتارها، نگرش ها، احساسات و رفتارهای هر فرد است که نحوه ی سازگاری هر فرد را با محیط تعیین می­کند.

25-2- **منشاء شخصیت**

در مورد ریشۀ شخصیت ، همیشه بین پژوهشگران و نظریه پردازان اختلاف وجود داشته است، زیرا آنها نمی توانند به طور دقیق تعیین کنند که کدام جنبه های ماهیت انسان از توانایی های ذاتی و توارثی سرچشمه می گیرد و کدام جنبه ها نتیجه ی یادگیری یا محیط است (مغانلو و همکاران، 1387). این دشواری در تشخیص­، ما را به این باور می رساند که در اکثر جنبه های رفتاری انسان ، فطرت و یادگیری یا توارث و محیط هر دو دخالت دارند.این دو عامل به طور همزمان و به شیوه ی پیوسته فرد را تحت تاثیر قرار می دهند (گنجی، 1384). بنابراین منشا شخصیت را می توان به صورت زیر مطرح کرد:

* وراثت
* محیط

عده ای از اندیشمندان معتقدند که وراثت و ژنتیک در تعیین ویژگی های شخصیتی نقش اساسی دارند. اما مطالعه دوقلو های همسان نشان داد با وجود اینکه دوقلو ها از نظر ژنتیکی یکسان هستند ولی شخصیت های منحصر به فردی دارند؛ یعنی نمی توان تاثیرات تربیت و محیط را نادیده گرفت. بنابراین بهترین حالت برای بحث در مورد منشاء شخصیت این است که هر دو محیط و وراثت نقش قابل توجهی در تعیین شخصیت دارند (قلی­پور، 1388). عوامل وراثتی که به وجودآورندۀ ویژگی های جسمی هستند و عوامل محیطی که زمینه ساز رشد و توسعۀ جنبه های وراثتی و ایجاد کننده ی بسیاری از خصوصیات اکتسابی شخصیت می باشند (کریمی، 1387).

26-2- **نظریه هایی پیرامون شخصیت**

شخصیت یکی از مباحث کلیدی در عرصۀ دانش روان شناسی معاصر است. این واژه شاهراهی است که تمامی نظریه­های مکاتب و فرضیه ها، بدان ختم می شود. مقوله ی شخصیت از جمله مباحث جامعی است که قدمت آن به بلندای حیات بشریت است و از آن زمان که جامعه ی بشری به ضرورت شناخت خویشتن علم یافت، سیلی از نظریه پردازی ها در این حیطه نضج گرفت. ارسطو، افلاطون، بقراط، جالینوس، ابن سینا، فروید و غیره تا آنچه که در نظرات اخیر در نظریه های آلپورت، مازلو، اسکینر و دیگران آمده است، همگی شاهدی بی پرده در خصوص اهمیت و ضرورت شکل بندی نظریه در حیطه شخصیت می باشند. بنابراین هدف تمامی یافته های روان شناسی دستیابی به شخصیت است(محمدی، 1386).روان شناسان شخصیت را از دیدگاه های مختلف مورد بررسی قرار داده اند. بعضی آن ها را از نظر صفات (گوردون آلپورت، ریمون کتل، گلدبرگ)، بعضی دیگر از دیدگاه روان کاوی(فروید) و سرانجام گروهی آن را از لحاظ زیستی (کرچمر،ویلیام شلدون)، انسانی (مازلو، راجرز) و اجتماعی (اریکسون) بررسی کرده­اند (مقیمی و همکاران، 1387).

**1-26-2- نظریه زیگموند فروید**

زیگموند فروید به عنوان پیشتاز و بنیان گذار نظریه روانکاوی شناخته شده است. وی که به کار پزشکی اشتغال داشت، در بعضی از بیماران خود متوجه ناراحتی هایی شده بود که منشاء جسمی نداشتند و به همین جهت ابتدا معتقد بود که این ناراحتی ها حاصل و تحت کنترل مغز دوم هستند و همین مغز دوم بود که بعدها به عنوان ناخودآگاه، یا ضمیر ناهشیار معروف شد.به اعتقاد فروید سطوح فعالیت روانی شامل سطح خودآگاه یا ضمیر آگاه است که با واقعیت تطبیق دارد.سطح دوم سطح نیمه آگاه است که آنچه در آن است امکان دارد با واقعیت تطبیق نکند. و بالاخره سطح سوم ، ناخودآگاه است که عمیق ترین بخش شعور بوده، حاوی امیال یا تفکراتی است که ما نسبت به آنها آگاهی نداریم. این تفکرات و امیال در حالت های خواب، هیپنوتیزم یا بیماری ها آزاد شده و ظاهر می شوند همچنین شخصیت از نظر فروید دارای سه وجه است: نهاد، که نماینده ی تمایلات و غرایز حیوانی و کور بوده و تابع اصل لذت است. خود یا من، که نمایندۀ واقعیت ها بوده و تابع اصل واقعیت است و فراخود یا من برتر، که نمایندۀ سانسورهای اجتماعی و وجدان شخص است و هدف آن جلوگیری از ارضای تمایلات انسان است.

علاوه بر این شخص برای حفظ انسجام شخصیت خود از یک رشته مکانیزم های دفاعی استفاده می کند که مهم ترین آنها عبارتند از: واپس زنی، جا به جایی، والایش، برون فکنی، همانندسازی، درون فکنی، بازگشت، انکار، دلیل تراشی، تبدیل، و جبران. همۀ این مکانیزم ها راه حل هایی غیرمعقول برای سازگاری هستند (سیاسی، 1384).

**2-26-2- نظریه تحلیل یونگ (1997)**

نظریۀ تیپ های شخصیتی یا ریخت شناسی یونگ، یکی از جامع ترین نظریه هایی است که در تبیین شخصیت افراد به کار رفته است. بر اساس نظریۀ یونگ، وقتی ذهن فعال است یا اطلاعات را دریافت و درک می کند، یا آنها را سازماندهی می کند و در موردشان نتیجه گیری و داوری می کند (آهنگی و همکاران، 1388).از نظر یونگ، ساختار شخصیت شامل من یا خود، ناهشیار فردی، ناهشیار جمعی، و صورت های ازلی یا کهن الگوهاست. کهن الگو­های خود شامل پرسونا یا نقاب، آنیما، آنیموس و سایه هستند.

یونگ شخصیت ها را به دو سنخ درون گرا و برون گرا تقسیم کرده است. درون گرایان بیشتر متوجه افکار و احساسات خود بوده، محافظه کارند، به طرح و تجزیه و تحلیل نقشه ها می پردازند، تودار و اهل مطالعه و تفکرند (سیاسی، 1384). شخص درون گرا تحت تاثیر عوامل ذهنی خود است و هر چند که اوضاع و احوال خارجی را می بیند ولی عناصر و عوامل ذهنی بر رفتار او حاکم اند و برتری دارند.چنین فردی مردم گریز و خیال پرداز است. فکر می کند، طرح ریزی می کند، پیش از تصمیم گیری تردید زیادی دارد، دیر دل می بندد و در دلبستگی پایدار است. برون گرایان افرادی اجتماعی، زودجوش، و اهل معاشرت اند و به ارزش ها و عوامل عینی بیشتر توجه دارند. غالبا متوجه عوامل خارجی اند و تحت نفوذ آنها قرار دارند.به طوری که افعال ارادی شان را معلول مناسبات عوامل خارجی می دانند، نه ارزیابی ذهنی خود، علاقۀ کم به کار، هوش کم، بیان ضعیف، پایداری و استقامت کم، شتاب زدگی، بی دقتی، انعطاف پذیری، شوخ طبعی و...، از ویژگی های این افراد است (قلی­پور، 1388).

**3-26-2- آدلر (1997) و نظریه روان شناسی فردی**

آدلر برخلاف فروید که به تأثیر و اهمیت نیروهای درونی در ساختار شخصیت تاکید داشت، تاکید اصلی خود را بر اهمیت عوامی اجتماعی در شکل گیری شخصیت متمرکز کرد.نظریه ی آدلر بر مبنای تعدادی اصول بنا شده اند که عبارتند از: اصل حقارت، اصل برتری جویی، اسلوب زندگی، ترتیب تولد، خودآگاهی، علاقه ی اجتماعی، غایت و هدف زندگی و خود خلاق. آدلر با توضیح هر یک از مفاهیم ذکر شده در بالا کوشیده است تا چگونگی شکل گیری شخصیت را توضیح دهد. مهم ترین اصل بنیادی در نظریه ی آدلر ، اصل حقارت است که به نظر او در همه کس به خاطر ضعف ها و نا توانایی هایی که دارد، عقده ی حقارت ایجاد می شود و از آن پس همه ی تلاش ها و کوشش های فرد در زندگی به خاطر جبران این عقده ی حقارت انجام می گیرد(سیاسی، 1384).اگرچه اختلافات موجود میان فروید و آدلر ضربه ی شدیدی به مکتب روانکاوی وارد کرد، اما تاکید آدلر بر عوامل اجتماعی، گامی مهم در پیشبرد این مکتب در جهت تاثیرات محیط بر رشد شخصیت بوده است (شاملو، 1362).

**4-26-2- نظریه ی روان کاوی اجتماعی اریک فروم (1998)**

یکی از رویکرد ها در مطالعه ی شخصیت رویکرد روانکاوی است. روانکاوی تصوری جبری از ماهیت انسان و سرشت انسان را مطرح می سازد. این نظریه امیال یا نیروهای جنسی و پرخاشگری که مبتنی بر پایه های زیستی و تعارض های دوران کودکی است را به عنوان عامل اصلی و گردانندۀ شخصیت در نظر می­گیرد (کریمی، 1387).

فروم معتقد بود که شخصیت به وسیلۀ نیرو های تاریخی، اقتصادی، سیاسی و اجتماعی تحت تاثیر قرار می گیرد. وی معتقد بود که مردم در طول تاریخ آزادی های بیشتری به وجود آورده اند، اما در عوض دچار احساس تنهایی بیشتر و احساس بیگانگی بیشتری نسبت به یکدیگر شده اند. هر قدر مردم آزادی کمتری داشته باشند، احساس تعلق و امنیت خاطر در آنها بیشتر خواهد بود. ما دیگر در هماهنگی با طبیعت به سر نمی بریم. و این به خاطر آگاهی هشیارانه، یادگیری و تخیلات ماست. این نیروها به ما قدرت نامحدودی برای مستقل شدن از طبیعت می دهند، اما جدایی از طبیعت باعث ازخودبیگانگی است**.** به اعتقاد فروم، سده های میانه، آخرین دوران امنیت و تعلق بود. آزادی فردی در آن دوران کم، اما امنیت زیادبود؛ زیرا جایگاه هر کسی در جامعه روشن بود. انقلاب اجتماعی دوران رنسانس و اصلاح طلبی پروتستان، آزادی ها و توان انتخاب انسان را وسعت بخشید، اما احساس تعلق و امنیت را کاهش داد (سیاسی، 1384).تصور فروم از ماهیت انسان خوشبینانه است. انسان ها این توانایی را دارند که شخصیت ها و جامعه های خود را شکل دهند. شخصیت به وسیله ی نیروهای آموخته شده و نیروهای فطری ، هر دو و به وسیله تجربه های دوران کودکی و همین طور تجربه هایی که بعد ها روی می دهد، شکل داده می شود. نظریه ی فروم به خاطر نادیده گرفتن پیشرفت های جدید در روانکاوی ، به خاطر اصطلاحات و مفاهیمی که خوب تعریف نشده اند، و به خاطر ارائه ی تصویری آرمانی از سده های میانی، مورد انتقاد قرار گرفته است. اهمیت نظریه ی او در تاکید آن بر نیرو های گستردۀ اجتماعی، تاریخی، و فرهنگی، و نقش آنها در شکل دادن شخصیت است (محمدی، 1386).

**27-2-** نظریه های انسان گرایی (بشردوستانه) در شخصیت

رویکرد انسان گرایی در مطالعه شخصیت بخشی از جنبش انسان گرایی است که در دهه های 1960 آغاز شد و کوشید تا کل روان شناسی را اصلاح کند. روان شناسان انسان گرا به دو نیروی اصلی در روان شناسی (روانکاوی، رفتارگرایی) اعتراض کردند و استدلال نمودند که هر دو دیدگاه تصویری بسیار محدود از انسان ارائه کرده اند. رویکرد انسان گرا در شخصیت بر فضائل و آرزوهای انسان ، اراده ی آزاد ،آگاهی و توانایی شکوفایی توانایی های بالقوه ی شخص تاکید دارد. این رویکرد تصویری خوش بینانه از ماهیت انسان ترسیم می کند که انسان ها را به عنوان موجوداتی فعال و خلاق می نگرد که بر خودشکوفایی، پیشرفت و رشد توجه دارند (لاهلین و مارتین[[116]](#footnote-116)، 2010).

**1-27-2- نظریه های شناختی شخصیت**

یک گروه از نظریه های شخصیت که بر شیوه های شناخت مردم از محیط و از خودشان تاکید می ورزند، نظریه های شناختی شخصیت نام دارند. گفته شده است که این نظریه ها عقلانی ترین نظریه های مربوط به شخصیت­اند.جورج کلی[[117]](#footnote-117) ( 1999) در نظریه ی سازه های شخصیت معتقد است انسان از یک سو ، موجودی است عاقل و دارای شناخت، و از سوی دیر ، موجودی است که برای تعبیر و تفسیر رویداد های زندگی خود از سازه هایی که خود می سازد ، استفاده می کند. به یک معنی هر انسان از نظر کلی دانشمندی است که عاقلانه و با روش علمی خاص خود پدیده ها را تعبیر و تفسیر می کند. طبعا چون شیوه های شناخت افراد با هم متفاوت است، تعبیر و تفسیر های گوناگونی هم از زندگی و جهان اطراف خود دارند(شریعتمداری، 1381).

کلی توجیه خود را از تعبیر و تفسیر افراد در مورد جهان خارج، طی یک اصل موضوعه ی بنیادی و یازده اصل تبعی توضیح می دهد. این اصول تبعی عبارتند از : اصل تبعی ساختمانی، یعنی شخص رویدادها را با تفسیر کردن تکرار آنها پیش بینی می کند. اصل تبعی فردیت، یعنی افراد در ساختن رویداد ها با یکدیگر تفاوت دارند.اصل تبعی سازمان، یعنی هر شخص مشخصا برای راحتی در تصور و درک رویدادها ، سیستم ساختن سازه های خاصی را در خود شکل می دهد که بین آن سازه ها، روابط ترتیبی و سلسله مراتبی وجود دارد. اصل تبعی دوگونگی، یعنی سیستم سازه ای یک شخص مرکب است از تعدادی محدود از سازه های دوگونه. اصل تبعی انتخاب ، یعنی شخص از میان یک سازه ی دوحالتی ، شقی را برای خود انتخاب می کند که امکان بیشتری را برای گسترش و تعریف سیستم او برایش فراهم می کند. اصل تبعی گستره، یعنی یک سازه تنها برای پیش بینی گستره ی محدودی از رویداد ها مناسب است. اصل تبعی تجربه، یعنی سیستم سازه ای یک شخص ضمن اینکه او به تعبیر و تفسیر پیاپی از تکرار رویداد های می پردازد، تغییر می کند. اصل تبعی تعدیل، تعدیل تغییرات در سیستم سازه ای یک شخص به وسیله ی نفوذپذیر بودن سازه هایی که عناصر تازه در درون گسترۀ مناسب آنها واقع می شوند، محدود می شود. اصل تبعی خرد شدن ، یعنی شخص ممکن است انواع خرده سیستم های سازه ای را که از نظر استنباطی با یکدیگر ناهمسازند به کار گیرند. اصل تبعی اشتراک، یعنی به میزانی که یک شخص ، سازه ای مشابه سازه ی شخصی دیگر را به کار می برد، فرایند های روان شناختی او مشابه فرایند های روان شناختی آن شخص دیگر است. اصل تبعی جامعه جویی، یعنی ، به میزانی که یک شخص فرایند های سازه ای فرد دیگر را تعبیر و تفسیر می کند، او ممکن است نقش یک فرایند اجتماعی را بازی کند که فرد دیگر را شامل شود (کریمی، 1387).

**2-27-2- نظریه های یادگیری اجتماعی در شخصیت**

نظریه ی راتر[[118]](#footnote-118) (2001) قویا تحت تاثیر کارهای آلفرد آدلر بوده است. او با نظر اسکینر در این مورد که رفتار صرفاً به وسیلۀ متغیرهای بیرونی شکل داده می شود، مخالف است. راتر نظریه ی خود را یک نظریه ی یادگیری اجتماعی می نامد تا این باور خود را نشان دهد که رفتار ما در درجه ی اول از طریق تجربه های اجتماعی شکل می گیرد. او در روش های آزمایشی خود تنها از آزمودنی های بهنجار انسانی استفاده می کند و به فرایند های آگاهانه بیش از بندورا توجه نشان می دهد.به خاطر اینکه ما همواره در معرض تجربه های جدید قرار می گیریم، شخصیت همواره در حال تغییر است. اما در عین از درجه ی ثبات بالایی نیز برخوردار است، چرا که تحت تاثیر تجربه های گذشته ی ماست. راتر برای مطالعه ی شخصیت به روش تاریخچه ای متوسل می شود، با این باور که برای درک رفتار کنونی، مطالعه ی گذشته ی شخص ضروری است. نظام راتر نظریه های تقویت را بانظریه های شناختی ترکیب می کند و به تعامل فرد با محیط منحصر به فرد و معنی دار او توجه می کند.

مفاهیم اساسی نظریه ی یادگیری اجتماعی راتر عبارتند از : پتانسیل رفتار[[119]](#footnote-119)، انتظارات[[120]](#footnote-120)، ارزش تقویت[[121]](#footnote-121)، موقعیت روان شناختی[[122]](#footnote-122)، آزادی حرکت[[123]](#footnote-123) و سطح هدف کمینه[[124]](#footnote-124)پتانسیل رفتار، به احتمال وقوع یک رفتار معین در ارتباط با دیگر رفتارهایی که فرد می تواند در یک موقعیت معین از خود نشان دهد، اطلاق می شود.انتظار به باور شخص به اینکه اگر در یک موقعیت خاص به شکل معینی رفتار کند ، تقویت قابل پیش بینی معینی به دنبال آن خواهد آمد، اطلاق می شود.ارزش تقویت، به درجه ی ترجیح یک تقویت به تقویت دیگر اطلاق می شود.موقعیت روان شناختی ، ائتلاف محیط درونی و بیرونی ، یعنی ترکیب متغیر های شناختی و محرک های بیرونی ماست.آزادی حرکت، به درجه ی انتظاری اطلاق می شود که یک شخص برای به دست آوردن تقویت معینی به خاطر انجام رفتاری خاص داراست.سطح هدف کمینه، به پایین ترین سطح تقویت بالقوه در یک موقعیت خاص که شخص آن را رضایت بخش تلقی می کند، اطلاق می شود (ویسر[[125]](#footnote-125)، 2010).

**28-2- تفاوت های فردی و شخصیت**

در بسیاری از موارد ، دلیل شکست افراد در انجام دادن اثربخش وظایف شغلی خود در سازمان ، کمبود هوش یا فقدان مهارت های فنی آنان نیست، بلکه همسو نبودن ویژگی های شخصیتی آنان و شغلی است که به عهده دارند. به همین دلیل لازم است به این زمینه ی خاص از روان شناسی کار توجه داشته باشیم و نتیجه مطالعات مرتبط با شخصیت در کار را بشناسیم.

در بحث از شخصیت ، تاکید بر آن است که چگونه تفاوت های شخصیتی افراد در عملکرد و رفتار شغلی آنان اثر می گذارد. برای این منظور پنج نیاز و صفت شخصیتی[[126]](#footnote-126) را توصیف خواهیم کرد و روشن خواهیم ساخت که چگونه سنخ شخصیتی[[127]](#footnote-127) ، بر انتخاب شغل اثر می گذارد (ساعتچی، 1389).

**29-2-پنج صفت شخصیتی مهم (مدل پنج عاملی)**

از پرکاربردترین مدل هایی که در جهت ارزیابی شخصیت سرمایه گذاران به کار گرفته می شود، مدل پنج ویژگی بزرگ شخصیتی معروف به بیگ فایو[[128]](#footnote-128) است که شامل موارد زیر می­باشد:

**برون گرایی**[[129]](#footnote-129): شامل کمیت و شدت تعامل با افراد دیگر و میزان اجتماعی بودن یک شخص است. این بعد به راحت بودن فرد در روابط دلالت دارد. صفات همراه این عامل شخصیتی عبارتند از: اجتماعی، جمع گرا، باجرات، سرو زبان دار و فعال بودن. معمولا به افراد خونگرم برون گرا و به افراد خجالتی درون گرا گفته می شود. افراد درون گرا خوددار، ترسو، کم حرف، کمرو و محتاط اند (پرورین و سروین[[130]](#footnote-130)، 2010).

فراهانی (1388) معتقد است که افراد برون گرا آمادگی بیشتری برای تطابق و سازگاری با محیط پیرامونی خود دارند. برون گراها علاوه بر تطابق با محیط اجتماعی خود، جاه طلب، سخت کوش و سلطه طلب نیز می باشند. مطالعات جدیدتر تاکید بر جنبه های مثبت دیگری همچون شاد بودن، پرشور و حرارت، مطمئن، فعال و پرانرژی ، بابنیاد داشته و بیان می دارد که افراد برون گرا در پی به دست آوردن جایگاه های برتر در جامعه ی خویش بوده، دارای عملکردهای خوب در جامعه می باشند، برخلاف درون گراها خودشان را در جامعه موثر و مفید دانسته و درصدد آن هستند تا هر چه بیشتر از زندگی لذت ببرند.

(هین استروم[[131]](#footnote-131)، 2010). سرمایه گذاران برون گرا ترجیح می دهند افراد دیگر را همچون منبع اطلاعات بنگرند (کاستا و مک کری، 1992). آنها متمایل به داشتن روابط گرم با دیگران هستند و می توانند اطلاعات انبوه را از یک شبکه اجتماعی در حال رشد کسب کنند. سرمایه‌گذاران برون‌گرا ارزش بیشتری برای تعامل اجتماعی با دیگران قائلند و تا حدودی به اطلاعاتی که از اطرافیانشان در بازار کسب می کنند باورمندند (کاستا و مک‌کری، 1992).

**روان رنجوری[[132]](#footnote-132):** این بعد با توانایی افراد در تحمل استرس ارتباط پیدا می کند. اشخاص روان رنجور دارای ثبات عاطفی کمتری هستند. این افراد مضطرب، خشمگین، افسرده و نا امید، دارای استرس، خجالتی، آسیب پذیر و شتاب زده هستند (کاستا و مک کری، 1992). افراد روان رنجور عموماً در محیط کار خود حال و هوای منفی به خود گرفته و درکل نگاهی غیر مثبت نسبت به شغل خود دارند. یک چنین افرادی متمایلند تا دم به دم عواطف متفاوتی به خودشان بگیرند در عین اینکه انسان با ثبات، همیشه می خواهد حالت و احساس با ثباتی داشته باشد. روان رنجوری یک عامل ریسک آتی مربوط به اضطراب و سبب بسیاری از اختلال های مزاجی عام، من جمله افسردگی، ترس بی جا و سایر اختلالات ناشی از نگرانی است. افراد روان رنجور قبل از هر تصمیمی اطلاعات انبوهی به دست می آورند تا از افکار مزاحم که ذهنشان را درگیر می کند اجتناب کنند (کرون و همکاران، 2000). در حقیقت، آنها معمولاً به دنبال کسب اطلاعات هستند تا مطمئن شوند که هر جنبه مهمی از یک موقعیت خاص را سنجیده اند، زیرا باور داند که درک بیشتر همیشه بهتر از غافلگیری های ناخوشایند است (نیکولز-هوپ و بیچ، 1990). سرمایه گذاران با روان رنجوری بالا نسبت به محرک های خارجی در محیط خود حساس اند. اضطراب در سرمایه گذاران روان رنجور بی قراری را افزایش داده که به نوبه خود ترس از موقعیت های ناآشنا و نامطمئن را بالا می برد. آنها حتی اگر نسبتاً اطلاعات بیشتری برای تصمیمات معاملاتی کسب کنند، نسبت به نتایج معاملات احساس عدم اطمینان خواهند داشت زیرا به جای پاداش بالقوه ارائه شده توسط بازار سهام، فقط بر ریسک و عدم اطمینان تمرکز می کنند و در نتیجه تمایل به تصمیم گیری معاملاتی کمتری دارند.

**گشودگی نسبت به تجربه (تجربه پذیری**[[133]](#footnote-133)**):** این بعد از شخصیت در مقایسه با ابعاد پنج گانه شخصیت تا حدودی می تواند برای افراد عادی و غیرمتخصص گنگ و مبهم باشد. زیرا اشخاص غیرمتخصص خیلی زود با مفهوم برون گرایی، سازگاری (توافق پذیری)، وظیفه شناسی و روان رنجوری آشنا شده و کنار می آیند ولی دربارۀ گشودگی ابهاماتی وجود دارد که حتی این بعد را برای متخصصین نیز مناقشه برانگیز کرده است. این بعد نزد بعضی از متخصصین به گشودگی و در نزد بعضی دیگر به تعقل و عقلانی بودن و در نزد کسانی دیگر به فرهنگ شناخته شده است.علت این تفاوت در نام گذاری به دلیل صفاتی است که تحت این عنوان قرار می گیرند این بعد قوه ی تخیل، زیبایی شناسی، احساسات، ایده ها، عمل ها و ارزش ها را توصیف می کند (پروین و سروین، 2010 ). این بعد به علاقه و شیفتگی فرد به پدیده ها و تجربیات جدید دلالت دارد. چنین افرادی خلاق، کنجکاو و حساس اند. افرادی که در آن طرف طیف قرار می گیرند، پیرو سنت بوده، در شرایط آشنا راحت اند.

افراد روشنفکر اکثراً در همه زمینه ها از اطلاعات استقبال می کنند و نگرش مثبتی نسبت به آن دارند، خواه توسط آنها به دست آمده باشد یا اتفاقی با آنها مواجه شده باشند. هر چند اشخاص آزاداندیش از روش‌های خلاقانه برای به دست آوردن اطلاعات فراوان از منابع مختلف استفاده می‌کنند (کسپرسون، 1978؛ پالمر، 1991)، اما این بدین معنا نیست که آنها همه چیز را به راحتی می‌پذیرند. آنها اغلب کنجکاوند، پس به راحتی به اطلاعات به دست آمده از دیگران باور ندارند (بروکفیلد، 1987). آنها تمایل دارند که برای یافتن راه حل های جایگزین برای مشکل به طور کامل تحقیق کنند (بروکفیلد، 1987). در مقابل، نگرش پرسشگری پایه آنها باز و در عین حال دیرباور است (هینستروم، 2010). آنها تا زمان یافتن اطلاعات معتبر به تجسس ادامه می دهند.

**وجدان و مسئولیت­پذیری**[[134]](#footnote-134): بعدی است که میزان مسئولیت­پذیری، سخت­کوشی و هدفگرا بودن را در جهت رفتارهای سازمان توصیف می کند (پرورین و سروین، 2010). این بعد به قابل اعتماد بودن فرد دلالت دارد. افراد با وجدان و وظیفه شناس مسئولیت پذیر، پایدار، ساختاریافته و قابل اعتمادند (قلی­پور، 1388). از خصوصیات این افراد است که کار دیگران را بر دوش می گیرند، همدرد و هم حس دیگران هستند، دارای سطح بالایی از استدلال های منطقی و اخلاقی هستند و همیشه در مقابل دیگران و خود احساس مسئولیت می کنند (فراهانی، 1388).

افراد با وجدان بالا وظیفه شناس تر بوده و به احتمال زیاد دارای رویکرد حل مسئله هستند. آنان با در دست گرفتن امور در تصمیم گیری مشارکت فعالانه ای نشان می دهند (فلین و اسمیت، 2007). افراد با وجدان تمایل زیادی به تلاش برای موفقیت شان دارند، پس بدون توجه به میزان زمان و تلاش لازم ، تا آنجایی که مشکل حل شود به کار ادامه می دهند.

سرمایه گذاران وظیفه شناس می توانند اطلاعات نسبتاً با کیفیت و مناسبی کسب کنند (هین استروم، 2003). بر پایه این اطلاعاتی، آنها سخت می کوشند تا معاملات تجاری برای دستیابی به بهترین نتایج سرمایه گذاری با بالاترین امکان را انجام بدهند (اپستاین و اشنایدر، 2008). در نتیجه، این افراد تمایل بیشتری به معامله سهام دارند.

**توافق پذیری**[[135]](#footnote-135): میزان توافق در اندیشه، احساسات و عمل نسبت به دیگران را نشان می دهد. این بعد به احترام به دیگران دلالت می کند. افراد سازگار و توافق پذیر دارای روحیه ی همکاری، صمیمی و قابل اعتمادند. صفات شخصیتی همراه با این عامل عبارتند از: مودب و با نزاکت، قابل انعطاف، خوش فطرت، همکار، بخشنده و...، در قطب مخالف این عامل ناسازگاری قرار دارد. افراد ناسازگار سرد، رقابتی و ستیزه جوی هستند (پرورین و سروین، 2010).

افراد با ویژگی تطابق پذیری، قابل اعتماد و دلسوز هستند و همچنین در پی همرنگی با اطرافیان خود هستند (مک کری و کاستا، 2008). افراد تطابق پذیربه احتمال زیاد بیشتر از درگیری با دیگر افراد اجتناب می کنند (کاستا و مک کری، 1992). در نتیجه، آنها بدون ارزیابی انتقادی و اطمینان از صحت اطلاعات ارائه شده توسط دیگران آنرا می پذیرند (ایزن و همکاران، 2002). افراد سازگار غالباً ساده لوح بوده و فاقد شایستگی شخصی و خودباوری هستند. در نتیجه این مسئله باعث می شود که آنها به شدت از عدم تایید اجتماعی هراس داشته باشند. از این رو، آنها همیشه مشتاقانه به دنبال تطابق با انتظارات دیگران هستند (مک کری و کاستا، 2008). رفتار معاملاتی سرمایه گذاران تطابق پذیر نیز بیشتر انعکاس دهنده خواسته های دیگران است تا نظرات خود آنها (کلونینگر و همکاران، 1994). به منظور اطمینان از هماهنگی در روابط اجتماعی، سرمایه گذاران تطابق پذیر متمایل به پذیرش اطلاعات کسب شده از همتایان خود هستند، سپس رفتار رمه وار را در بازار دنبال می کنند و به شدت به معامله سهام می پردازند.

تحقیقاتی که دربارۀ این پنج بعد اصلی شخصیت صورت گرفت، به این نتیجه منجر شد که بین ابعاد شخصیتی و عملکرد شغلی رابطه­ای مستقیم وجود دارد. بدین ترتیب، پنج نوع شغل یا کار مورد توجه قرار گرفت: 1) کارهای حرفه­ای یا تخصصی (مهندسی، معماری، حسابداری و وکالت)، 2) پلیس، 3) مدیریت، 4) فروشندگی، 5) کارهایی که نیاز به مهارت کامل یا مهارت اندک دارند. عملکرد را هم بر حسب مقیاس سنجش، میزان آموزش و داده­های متعلق به فرد (مثل میزان حقوق) تعیین کردند. نتیجه تحقیق نشان داد افرادی که که در گروه با وجدان قرار بگیرند در هر پنج شغل موصوف دارای عملکرد خوبی هستند. در مورد سایر ابعاد شخصیتی، پیش­بینی به معیار سنجش عملکرد و گروه­های کاری مربوط بستگی دارد. به عنوان مثال، می­توان گفت افراد برون­گرا برای انجام مشاغل مدیریتی مناسب­اند و این شیوۀ استدلال معقول به نظر می­رسد، زیرا کسی که به چنین کارهای مشغول شود باید از نظر ایجاد روابط اجتماعی در سطح بالایی باشد. به همین نحو کسانی که با آغوش باز پذیرای تجربه باشند، می­توانند در حین انجام وظیفه آموزش­های لازم را ببینند و این نیز معقول به نظر می­رسد. لکن نتیجه تحقیق، رابطه ثبات عاطفی را با عملکرد نشان نمی­دهد. از دیدگاه شهودی چنین به نظر می­رسد، کسانی که احساس آرامش و امنیت می­کنند، نسبت به افرادی که اکثراً مضطرب­اند و احساس نا امنی می­نمایند، عملکرد بهتری خواهند داشت. محققان تنها به همین مقدار اکتفا کردند که بگویند اگر فردی از نظر داشتن ثبات عاطفی در سطح بالایی باشد، به ندرت شغل خود را ترک خواهد کرد (ایران­نژاد­پاریزی، 1387).

**30-2-** **مروری بر پیشینه تحقیق**

1-30-2- پیشینه‌ تحقیق‌ در داخل‌ کشور

جهانی (1402) در پژوهشی به بررسی تحلیل و بررسی سوگیری های رفتاری موثر در تصمیمات سرمایه گذاران و تعیین اولویت مقوله های شناسایی شده از دیدگاه خبرگان با استفاده از تکنیک دیمتل و روش تحلیل سلسله مراتبی(AHP) پرداخت. نتایج استخراج شده با استفاده ازSpss و Amos مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت و نشان داد که تمامی سوگیری ها بر تصمیمات سرمایه گذاران تاثیر مستقیم و معنی دار دارند.

زینی وند و همکاران (1402) در پژوهشی به بررسی سوگیری های رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی تحت شرایط عدم اطمینان در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان داد که تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی اثرات متفاوتی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها داشته اند و همچنین نوع تاثیرگذاری هریک از تورش‌های رفتاری بر روی انواع تصمیمات سرمایه گذاری، با توجه به شرایط نااطمینانی بازار متفاوت بوده است. در انتها، مدل‌هایی به منظور پیش بینی تصمیمات سرمایه‌گذاری هر دو گروه از سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی با استفاده از تورش‌های رفتاری آنان ارائه شد.

علینقی لنگری و همکاران (1401) در پژوهشی به بررسی رابطه شخصیت نوع الف و ب با سوگیری های رفتاری رویکردی برای انتخاب مدیران مالی (شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) پرداختند. تایج نشان داد که افراد با خصوصیت شخصیتی ب برای سمت‌های مدیریت مالی مناسب‌تر می‌باشد؛ زیرا میزان سوگیری‌های رفتاری در آن‌ها نسبت به خصوصیت شخصیتی الف کمتر است و از آرامش بیشتری در مواقع حساس مانند زمان‌های تصمیم‌گیری برخوردار هستند، اشتباهات خود را پذیرفته و آموزش‌پذیرتر هستند. بین شخصیت نوع الف و ب با سوگیری رفتاری (فرااعتمادی، نماگری و خوداسنادی) در مدیران مالی شرکت‌های فعال و پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

اصولیان و همکاران (1400) در پژوهشی به بررسی تفکر شهودی، سوگیری‌های رفتاری و عملکرد سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که اعتماد به شهود بر سوگیری اتکا و تعدیل و سوگیری سفسطه ارتباط، تأثیر مثبت و معناداری دارد، در حالی که توانایی شناختی بر سوگیری سفسطه ارتباط، تأثیر منفی و معناداری می‌گذارد. افزون بر این، سوگیری سفسطه ارتباط بر بازدهی کسب شده تأثیر منفی و معناداری دارد. نتایج تحلیل رگرسیون نیز نشان داد که جنسیت، تأثیر منفی توانایی شناختی و تأثیر مثبت اعتماد به شهود بر سوگیری سفسطه ارتباط را تقویت می‌کند.

سعادت زاده حصار و همکاران (1400) در پژوهشی به بررسی نقش سوگیری شناختی در رفتار سرمایه گذاران (معلم) در بورس پرداختند. نتایج نشان داد که به جز تعصب شدید همه مؤلفه های‌ اعتماد به نفس، محافظه­کاری، ابهام­گریزی، حسابداری ذهنی، استرس، بی­نظمی رفتاری و رویدادگرایی (پس بینی) بر رفتار سرمایه­گذاران تأثیر داشته و وارد مدل رگرسیون شد (01/0>p). با توجه به اینکه سطح معنی­داری، این مؤلفه­ها‌ سهم معنی­داری در پیش­بینی رفتار سرمایه­گذاران دارند. باید توجه داشت که تصمیم­گیری­های غیر منطقی و متاثر از سوگیری های شناختی، موجب عدم کارایی بازار­های مالی از طریق ایجاد حباب­های قیمتی و در نهایت زیان تمامی سرمایه­گذاران می‌گردد.

ناطق و زینبی (1400) در پژوهشی به بررسی تاثیر ویژگی های شخصیتی بر ادراک ریسک سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار ؛ تحلیل نقش میانجی تمایل به ریسک پرداختند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که تنها ویژگی‌های برون‌گرایی و گشودگی شخصیتی افراد از طریق تمایل به ریسک آنان بر ادراک ریسک این افراد تأثیر دارد و ویژگی‎های روان رنجوری، وظیفه‌شناسی و سازگاری افراد از طریق تمایل به ریسک آنان بر ادراک ریسک این افراد تأثیر ندارد.

عبدالرحیمیان و همکاران (1397) در پژوهشی به بررسی ارایه الگوی رفتاری تصمیم گیری سرمایه گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق بیانگر این است که زیربنایی ترین عامل در رفتار سرمایه گذاران همانا عامل فرهنگ می باشد. تورش های شناختی مقدم بر تورش های عاطفی هستند (نظریه ساخت واره) که در کنار تاثیر عامل شخصیت, موجب بروز رفتارهای توده وار در تصمیم گیری سرمایه گذاران حقیقی می شود.

جمشیدی و قالیباف اصل (1397) در پژوهشی به بررسی تأثیر شخصیت سرمایه‎گذاران بر رفتار معاملاتی و عملکرد سرمایه‎گذاری آنان؛ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج نشان می‎دهد فراوانی معامله افراد با مرکز کنترل بیرونی، رفتار نوع A و تمایل به حداکثرسازی زیاد، بیشتر است (بیشتر خرید و فروش می‎کنند). همچنین افراد با مرکز کنترل بیرونی و خودارزیابی و هیجان‎خواهی زیاد، تنوع پرتفوی کمتری دارند. در نهایت اینکه فراوانی معاملات بیشتر با عملکرد بهتر مرتبط است، در حالی که تنوع پرتفوی تأثیری بر عملکرد افراد ندارد.

هیجرودی و همکاران (1397) در پژوهشی به بررسی تحلیل تعدیلگری مدل پنج ‌عاملی شخصیت بر تاثیرگذاری کسب اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به‌دست‌آمده نشان داد که کسب اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران مثبت و معنادار دارد و از بین ابعاد ویژگی‌های شخصیتی (گشودگی نسبت به پذیرش تجربه، برون گرایی، وظیفه شناسی، روان رنجوری و سازگاری) برون‌گرایی و سازگاری در این رابطه نقش تعدیلگر را دارند و تاثیر متغیرهای گشودگی نسبت به پذیرش تجربه، وظیفه شناسی و روان رنجوری بر این رابطه معنادار شناخته نشد.

شیخ اسماعیلی و همکاران (1394) در پژوهشی به بررسی اثرات سوگیری ها و نیات رفتاری بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از اینبررسی نشان می­دهد بر اساس نتایج مطالعات موجود، سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران در تصمیماتسرمایه گذاری تحت تاثیر سوگیری ها و نیات رفتاری قرار دارند و برای تصمیم گیری خود به ندرت از روش­های تجربی و آزمون شده عقلایی و مبتنی بر مشاوره متخصصان مالی و نیز کارگزاران بهره می گیرند.

2-30-2- پیشینه‌ تحقیق‌ در خارج کشور

کندرانینگرات[[136]](#footnote-136) و همکاران (2023) در پژوهشی به بررسی سوگیری رفتار سرمایه گذار در تصمیم گیری های سرمایه گذاری در بازار سرمایه پرداختند. نتایج نشان داد که سرمایه گذاران به دلیل تأثیر تمایلات و اعتماد بیش از حد، سوگیری رفتاری را تجربه می کنند. این شرایط منجر به کاهش ثروت نهایی آنها می شود. اثر تمایل بر تصمیم گیری بر رفتار سرمایه گذاران در بازار سرمایه تأثیر می گذارد. سرمایه گذاران تمایل به کسب سود کمتر در مقایسه با تمایل به تحقق زیان دارند.

شوکلا[[137]](#footnote-137) و همکاران (2020) در پژوهشی به بررسی تاثیر سوگیری های رفتاری بر تصمیمات سرمایه گذاری "یک بررسی سیستماتیک" پرداختند. برای نگارش این مقاله، مقالات پژوهشی در یک بازه زمانی درست از زمان انتشار مقدماتی ترین مقاله (1974) تا آخرین مقالات (2019) جمع آوری شده است. این مقالات تحقیقاتی بر اساس سوگیری ها تفکیک شده اند. این مطالعه بیشتر بر روی مطالعه سرمایه گذاران فردی متمرکز است. این مطالعه 7 نوع مختلف سوگیری را شناسایی کرده است. این مطالعه همچنین بر اساس برخی از جدیدترین کارهای تحقیقاتی انجام شده است تا مروری سریع بر آخرین کارهای انجام شده در این زمینه داشته باشد. پیامدهای عملی تحقیق این است که سرمایه گذاران فردی، مشاوران سرمایه گذاری، دانشجویان و سایر موسسات در این زمینه می توانند ورودی های این تحقیق را دریافت کنند.

مدائن و سینگ[[138]](#footnote-138) (2019) در پژوهشی به بررسی تحلیلی از سوگیری های رفتاری در تصمیم گیری سرمایه گذاری پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که اعتماد بیش از حد و سوگیری گله‌داری تأثیر مثبت معناداری بر تصمیم سرمایه‌گذاری دارد. نتایج کلی نتیجه می‌گیرد که سرمایه‌گذاران فردی دانش محدودی دارند و بیشتر مستعد خطاهای روانی هستند. همچنین یافته های این مطالعه وجود این چهار سوگیری رفتاری در تصمیمات سرمایه گذاری فردی را نشان می دهد.

راحجا و دیمان[[139]](#footnote-139) (2019) در پژوهشی به بررسی رابطه بین سوگیری های رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاری: نقش میانجی تحمل ریسک پرداختند. این مطالعه نشان داد که رابطه بین تحمل ریسک، سوگیری های رفتاری و تصمیمات سرمایه گذاری از نظر آماری معنادار است.

حیات و انوار[[140]](#footnote-140) (2016) در پژوهشی به بررسی تأثیر سوگیری های رفتاری بر تصمیم سرمایه گذاری. نقش تعدیل کننده سواد مالی پرداختند. نتایج نشان می دهد که اثر تمایل، اعتماد بیش از حد و گله داری تأثیر مثبت و معناداری بر تصمیم سرمایه گذاری دارند. سواد مالی نقش تعدیل کننده منفی در سوگیری گله ای و نقش تعدیل کننده مثبت سوگیری بیش اعتمادی در تصمیم گیری سرمایه گذاری دارد. نتایج نتیجه می‌گیرد که سرمایه‌گذاران فعال سوگیری بیش‌اطمینانی بیشتری نشان می‌دهند در حالی که سرمایه‌گذاران منفعل سوگیری گله‌ای بیشتری نشان می‌دهند.

جین[[141]](#footnote-141) و همکاران (2015) در پژوهشی به بررسی سوگیری های رفتاری در تصمیم گیری سرمایه گذاران انفرادی پرداختند. نتایج نشان داد سرمایه‌گذاران فردی تحت تأثیر سوگیری‌های رفتاری، تصمیمات سرمایه‌گذاری غیرمنطقی می‌گیرند و بازدهی ضعیفی کسب می‌کنند.

**فصل سوم**

**روش تحقیق**

**1-3- مقدمه**

اين فصل به روش اجراي پژوهش‌ اشاره دارد. در ابتدا به نوع تحقيق و طرح تحقيق مورد استفاده در اين پژوهش اشاره مي­شود. سپس جامعه آماري، حجم نمونه و نحوه گزينش آنها، ابزارهاي جمع‌آوري اطلاعات، متغيرهاي تحقيق و در نهايت روش تجزيه و تحليل آماري اطلاعات به دست آمده توضيح داده مي‌شوند.

**2-3- روش تحقیق**

روش انجام تحقیق با توجه به موضوع و اهداف موردتحقیق، توصیفی و از نوع همبستگی است و گردآوری داده‌ها به‌صورت میدانی و از لحاظ استفاده از نتایج، کاربردی می­باشد.

3-3- جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه سرمایه گذاران حاضر در بورس اوراق بهادار تهران می­باشد.

4-3- نمونه آماری و حجم نمونه

به دلیل مشخص نبودن تعداد سرمایه گذاران حاضر در بورس اوراق بهادار تهران لذا براساس فرمول کوکران 384 نفر بعنوان نمونه انتخاب شد. همچنین در این تحقیق از روش نمونه گیری خوشه­ی تصادفی ساده استفاده شد.

5-3- متغیرهای پژوهش

متغیرهای قابل سنجش در این پژوهش در سه گروه طبقه بندی می‌شود:

الف) متغیر مستقل:

یک ویژگی از محیط فیزیکی یا اجتماعی است که بعد از انتخاب، دخالت، دستکاری شدن توسط محققین، مقادیری را می‌پذیرد تا تاثیرش بر روی متغیر دیگر مشاهده شود. با توجه به مدل مفهومی پژوهش حاضر، سوگیری رفتاری تحت عنوان متغیر مستقل می‌باشد.

ب) متغیر وابسته:

این متغیرها تابع تغییرات متغیر مستقل هستند یا در واقع معلول آنها به حساب می‌آیند (حافظ‌نیا، 1392). با توجه به مدل مفهومی پژوهش حاضر، تصمیمات سرمایه گذاری تحت عنوان متغیر وابسته می‌باشد که متاثر از متغیرهای مستقل و تعدیگر است.

ج) متغیر تعدیلگر:

با توجه به مدل مفهومی پژوهش حاضر، متغیر شخصیت سرمایه گذار متغیر تعدیل­­گر را بازی می‌کند.

6-3- ابزار اندازه گیری تحقیق

در این تحقیق از چهار پرسشنامه استفاده شد.

الف. پرسشنامه جمعیت شناختی و اقتصادی-اجتماعی

در راستای اهداف تعیین‌شده، پرسشنامه‌ای جمعیت شناختی که توسط خود محقق طراحی شد و شامل متغیرهای عینی مانند سن، جنسیت، وضعیت تأهل، تحصیلات و... می‌باشد:

1. سن

2. جنسیت

3. وضعیت تاهل

4. تحصیلات

5. متوسط درآمد ماهانه

6. شغل

7. تجربه سرمایه گذاری

8. متوسط سرمایه گذاری در بورس

ب. پرسشنامه سوگیری رفتاری

منظور از سوگیری رفتاری در این تحقیق مجموعه نمره‌ای است که توسط شرکت کنندگان به پرسشنامه استاندارد 44 سوالی تعلق می‌گیرد. دامنه نمرات این پرسشنامه بین -- تا -- می­باشد که حداکثر نمره -- بیانگر حد بالای نمرات و حداقل نمره -- یعنی بیانگر حد پایین نمره می­باشد. همچنین پایائی پرسشنامه یا قابلیت اعتماد آن با استفاده از روش اندازه­گیري آلفاي کرونباخ محاسبه شد. که آلفاي کرونباخ در پژوهش --- برابر با (85/0=α) بدست امد. همچنین نمره گذاری پرسشنامه بصورت طیف 5 نقطه­ای می­باشد که برای گزینه­های (کاملامخالفم، مخالفم، نظری ندارم، موافقم، کاملا موافقم) به ترتیب امتیازات 1، 2، 3 ،4 ،5 در نظر گرفته می­شود.

جدول (3-2): پرسشنامه سوگیری رفتاری

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **تعداد سوال** | **سوالات** | **خرده مقیاس** | **ردیف** |
| 5 | 9 تا 13 | بیش اطمینانی | 1 |
| 4 | 14 تا 17 | اتکاء و تعدیل | 2 |
| 5 | 18 تا 22 | نماگری یا نمایندگی | 3 |
| 6 | 23 تا 28 | خود اسنادی | 4 |
| 3 | 29 تا 31 | حسابداری ذهنی | 5 |
| 5 | 32 تا 36 | خوش بینی | 6 |
| 3 | 37 تا 39 | زیان گریزی | 7 |
| 5 | 40 تا 44 | پشیمان گریزی | 8 |
| 4 | 45 تا 48 | خود کنترلی | 9 |
| 3 | 49 تا 51 | دگرگون گریزی | 10 |

ج. پرسشنامه شخصیت سرمایه گذار

منظور از شخصیت سرمایه گذار در این تحقیق مجموعه نمره‌ای است که توسط شرکت کنندگان به پرسشنامه استاندارد 23 سوالی نئو (2002) تعلق می‌گیرد. دامنه نمرات این پرسشنامه بین -- تا --- می­باشد که حداکثر نمره -- بیانگر حد بالای نمرات و حداقل نمره -- یعنی بیانگر حد پایین نمره می­باشد. همچنین پایائی پرسشنامه یا قابلیت اعتماد آن با استفاده از روش اندازه­گیري آلفاي کرونباخ محاسبه شد. که آلفاي کرونباخ در پژوهش نئو (2002) برابر با (87/0=α) بدست امد. همچنین نحوه نمره گذاری در این پرسشنامه بصورت طیف لیکرت پنج امتیازی می­باشد. همچنین نمره گذاری پرسشنامه بصورت طیف 5 نقطه­ای می­باشد که برای گزینه­های (کاملامخالفم، مخالفم، نظری ندارم، موافقم، کاملا موافقم) به ترتیب امتیازات 1، 2، 3 ،4 ،5 در نظر گرفته می­شود.

جدول (3-3): پرسشنامه شخصیت سرمایه گذار

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **تعداد سوال** | **سوالات** | **خرده مقیاس** | **ردیف** |
|  | 52 تا 55 | برون گرایی | 1 |
|  | 56 تا 60 | روان رنجوری | 2 |
|  | 61 تا 65 | پذیرش تجربه‌های جدید | 3 |
|  | 66 تا 70 | وجدان و مسئولیت‌پذیری | 4 |
|  | 71 تا 74 | سازگاری و موافق­بودن | 5 |

د. پرسشنامه تصمیات سرمایه گذاری

منظور از تصمیات سرمایه گذاری در این تحقیق مجموعه نمره‌ای است که توسط شرکت کنندگان به پرسشنامه استاندارد 8 سوالی نجاتی (1401) تعلق می‌گیرد. دامنه نمرات این پرسشنامه بین 8 تا 40 می­باشد که حداکثر نمره 45 بیانگر حد بالای نمرات و حداقل نمره 8 یعنی بیانگر حد پایین نمره می­باشد. همچنین پایائی پرسشنامه یا قابلیت اعتماد آن با استفاده از روش اندازه­گیري آلفاي کرونباخ محاسبه شد. که آلفاي کرونباخ در پژوهش نجاتی (1401) برابر با (78/0=α) بدست امد. همچنین نحوه نمره گذاری در این پرسشنامه بصورت طیف لیکرت پنج امتیازی می­باشد.

جدول (3-4): پرسشنامه تصمیات سرمایه گذاری

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| **تعداد سوال** | **سوالات** | **خرده مقیاس** | **ردیف** |
| 2 | 75 تا 76 | افق زمانی | 1 |
| 2 | 77 تا 78 | ریسک | 2 |
| 2 | 79 تا 80 | نوع شرکت | 3 |
| 2 | 80 تا 82 | هدف | 4 |

7-3- روایی و پایایی پرسشنامه‌

**پرسشنامه**

**با سلام و عرض احترام**

**پاسخگوی گرامی**

**این پرسشنامه جهت انجام یک تحقیق دانشگاهی با عنوان "تأثیر سوگیری­های رفتاری بر تصمیمات سرمایه­گذاری در بورس اوراق بهادار: نقش تعدیل­گر شخصیت سرمایه­گذار" طراحی گردیده است. انجام موفقیت آمیز این تحقیق و رسیدن به نتایج صحیح و معتبر احتیاج به دقت نظر و توجه ویژه شما برای پاسخ­گویی دارد. بنابراین در صورت تمایل به پژوهش­گر در انجام این تحقیق کمک کنید. این پرسشنامه بدون نام بوده و اطلاعات آن صرفاً جهت انجام این پژوهش بکار گرفته و کاملاً محرمانه تلقی می­شود. پیشاپیش از همکاری صمیمانه شما در تکمیل این پرسشنامه تشکر و قدردانی می­نمایم.**

**یزدان گرگانی**

**دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت کسب و کار**

**دانشگاه محقق اردبیلی – اردبیل**

**تابستان 1402**

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| سوالات مربوط به ویژگی­های جمعیت­شناختی و اقتصادی-اجتماعی | | | | | |
| 1. سن | کمتر از 20 سال | 21-30 | 31-40 | 41-50 | بیشتر از 51 سال |
| 2. جنسیت | زن | |  | مرد | |
| 3. وضعیت تاهل | مجرد | |  | متأهل | |
| 4. تحصیلات | دیپلم و کمتر | فوق دیپلم | لیسانس | فوق لیسانس | دکتری |
| 5. متوسط درآمد ماهانه | کمتر از 1 میلیون تومان | 1 تا 3 میلیون تومان | 3 تا 5 میلیون تومان | 5 تا 10 میلیون تومان | بیش از 10 میلیون |
| 6. شغل | کارمند | آزاد | دانشجو | خانه دار | بیکار |
| 7. تجربه سرمایه­گذاری | کمتر از 2 سال | 2-5 سال | 5-8 سال | 8-10 سال | بیش از 10 سال |
| 8. متوسط سرمایه­گذاری در بورس | کمتر از 100 میلیون تومان | 100 تا 300 میلیون | 300 تا 500 میلیون | 500 تا 1 میلیارد تومان | بیشتر از 1 میلیارد تومان |

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| سوالات سوگیری­های رفتاری | | | | |
| بیش­اطمینانی (Overconfidence) | | | | |
| 9. من به توانایی خودم برای انجام سرمایه­گذاری بهتر از دیگران اطمینان دارم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 10. من در مورد زمان ورود به بازار و خروج از بازار مطمئن هستم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 11. من دارای مهارت و تجربه خاصی برای سرمایه­گذاری هستم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 12. من دانش کاملی در مورد راه­های مختلف سرمایه­گذاری دارم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 13. من از تصمیمات سرمایه­گذاری­ام در گذشته راضی هستم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| اتکاء و تعدیل (Anchoring and adjustment) | | | | |
| 14. من معمولاً برای سرمایه­گذاری بعدی خود به تجربیات گذشته­ام در بازار تکیه می­کنم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 15. من معمولاً سهامی را خریداری می‌کنم که قیمت فعلی آن نسبت به قیمت بسته شدن قبلی یا بالاترین قیمت، به میزان قابل توجهی کاهش یافته است. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 16. من معمولاً قیمت خرید سهام را به عنوان نقطه­ای مرجع برای معامله در نظر می‌گیرم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 17. من معمولاً قیمت آتی سهام را بر اساس قیمت اخیر آن پیش­بینی می­کنم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| نمایندگی(نماگری) (Representativeness) | | | | |
| 18. تمام تصمیمات سرمایه­گذاری من بر اساس تجزیه و تحلیل روند برخی از سرمایه­گذاری های مشابه قبلی من است. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 19. من معمولاً در سهامی که با آن آشنایی قبلی دارم سرمایه­گذاری می کنم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 20. من روندهای گذشته قیمت را برای پیش­بینی آینده قیمت بررسی می­کنم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 21. من سهام داغ می­خرم و از خرید سهامی که در گذشته عملکرد ضعیفی داشته­اند اجتناب می­کنم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 22. من سهام را بر اساس عملکرد قبلی آن خریداری می­کنم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| خوداسنادی (Self-attribution) | | | | |
| 23. من یک سرمایه­گذار با تجربه هستم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 24. احساس می کنم که سرمایه­گذاری های من به طور متوسط بهتر از کلیت بازار سهام عمل می­کند. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 25. وقتی یک سرمایه‌گذاری سوده ده انجام داده­ام، احساس می‌کنم که اقدامات و دانش من بر نتیجه تأثیر گذاشته است. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 26. من به نظرات خودم در باب سرمایه­گذاری بیشتر از نظرات تحلیلگران مالی اعتماد دارم. | | | | |
|  |  |  |  |  |
| 27. سرمایه­گذاری­های سودآور گذشته من عمدتاً به دلیل مهارت­های خاص من در باب سرمایه­گذاری بوده است. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 28. من معتقدم که مهارت­ها و دانش من در مورد بورس می­تواند به من کمک کند تا بهتر از کلیت بازار عمل کنم. | | | | |
| حسابداری ذهنی (Mental accounting) | | | | |
| 29. من هر عنصر از سبد سرمایه­گذاری خود را جداگانه سرمایه­گذاری می­کنم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 30. من برای دوران بازنشستگی­ام سرمایه­گذاری می­کنم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 31. سرمایه­گذاری های من بر اساس افق زمانی (کوتاه مدتی، میان مدتی، بلندمدتی) است. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| خوش­بینی (Optimism) | | | | |
| 32. من انتظار بازدهی بالایی از سرمایه­گذاری خود در آینده دارم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 33. من انتظار دارم در آینده به اهداف سرمایه­گذاری خود برسم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 34. من انتظار دارم که عملکرد سرمایه­گذاری خود را در آینده بهبود ببخشم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 35. احتمال بازده مثبت پرتفوی من در مقایسه با سایر سرمایه­گذاران زیاد است. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 36. احتمال ضرر در سرمایه­گذاری های من در مقایسه با سایر سرمایه­گذاران کم است. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| زیان­گریزی (Loss-aversion) | | | | |
| 37. وقتی از ضرر می­ترسم از سرمایه­گذاری اجتناب می­کنم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 38. من به راحتی سهامی را که ارزش آنها افزایش یافته است می­فروشم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 39. بعد از باخت در معامله قبلی، برای معامله بعدی بیشتر از قبل ریسک­گریز می­شوم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| پشیمان­گریزی (Regret-aversion) | | | | |
| 40. پس از سیو سود، معمولاً احساس می‌کنم می‌توانستم برای کسب سود بالاتر بیشتر صبر کنم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 41. من معمولاً سهام در ضرر را برای مدت طولانی نگه می­دارم و انتظار دارم روند معکوس شود. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 42. اگر در گذشته در سرمایه­گذاری های مشابه متحمل ضرر شده باشم از سرمایه­گذاری در دارایی­های سودآور احتمالی آینده اجتناب می­کنم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 43. من عادت دارم بلیط لاتاری بخرم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 44. من از نگه داشتن بیش از حد طولانی سهام در ضرر ناراحتم. | | | | |
| خودکنترلی (Self-control) | | | | |
| 45. برای من بسیار دشوار است که به اهداف پس­اندازی خود پایبند بمانم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 46. وقتی تصمیم به پس‌انداز کردن می‌گیرم برایم دشوار است که به آن پایبند بمانم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 47. من فاقد انضباط شخصی لازم برای تحقق اهداف پس انداز بلندمدت خود هستم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 48. من نمی­توانم به اهداف پس­انداز و سرمایه­گذاری خود برسم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| دگرگون­گریزی (حفظ وضع موجود) (Status quo) | | | | |
| 49. من دوست ندارم سرمایه­گذاری­های موروثی را بفروشم یا تغییر دهم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 50. سرمایه­گذاری­ها را نگه می­دارم چون برایم آشنا هستند. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| 51. من به تغییر پورتفوی خود فکر می­کنم، اما بسیاری از اوقات آن را تغییر نمی­دهم. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |

|  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- |
| **سوالات ویژگی های شخصیتی (Big 5)** | | | | |
| **برون­گرایی (Extroversion)** | | | | |
| **52. من از صحبت با دیگران بسیار لذت می برم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **53. من فرد بسیار فعالی هستم**. | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **54. معمولاً احساس می کنم که وجودم مملو از انرژی است.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **55. من شخصی شاد و سرزنده ای هستم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **روان­رنجوری (Neuroticism)** | | | | |
| **56. گاهی احساس می­کنم کاملاً بی­ارزش هستم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **57. من اغلب احساس تنش و عصبانیت می­کنم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **58. خیلی اوقات وقتی کارها خراب می­شود، دلسرد می­شوم و احساس تسلیم شدن می­کنم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **59. من اغلب نسبت به دیگران احساس حقارت می­کنم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **60. وقتی استرس زیادی دارم، گاهاً احساس می­کنم دارم زیر فشار خرد می­شوم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **پذیرش تجربه‌های جدید (Openness to experience)** | | | | |
| **61. اغلب غذاهای جدید و خارجی را امتحان می­کنم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **62. اغلب از کلنجار رفتن با نظریه­ها یا ایده­های انتزاعی لذت می­برم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **63. علاقه چندانی به تأمل و تفکر در ماهیت جهان یا اوضاع انسان ندارم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **64. من کنجکاوی فکری زیادی دارم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **65. من شیفته الگوهای موجود در هنر و طبیعت هستم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **وجدان و مسئولیت‌پذیری (Conscientiousness)** | | | | |
| **66. وسایلم را مرتب و تمیز نگه می­دارم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **67. گاهی اوقات آنطور که باید قابل اتکاء یا قابل اعتماد نیستم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **68. زمان زیادی را تا آماده شدن برای کاری هدر می­دهم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **69. به نظر می­رسد هرگز نتوانم منظم و مرتب باشم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **70. به خوبی می­توانم کارهایم را طوری تنظیم کنم که در موقع مقرر انجام شوند.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **سازگاری و موافق­بودن (Agreeableness)** | | | | |
| **71. به­طور­کلی سعی می­کنم بامبالات و باملاحظه باشم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **72. بعضی­ها من را سرد و حسابگر می­دانند.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **73. برخی فکر می­کنند من خودخواه و خودشیفته هستم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **74. اغلب با خانواده و همکارانم مشاجره دارم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **سوالات تصمیمات سرمایه­گذاری** | | | | |
| **افق زمانی** | | | | |
| **75. تمایل به سرمایه­گذاری در بلند­مدت دارم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **76. تمایل به سرمایه­گذاری در کوتاه­مدت دارم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **ریسک** | | | | |
| **77. در سرمایه‌گذاری‌های خود ریسک­پذیر هستم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **78. در سرمایه‌گذاری‌های خود ریسک­گریز هستم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **نوع شرکت** | | | | |
| **79. متمایل به سرمایه‌گذاری در سهام صنایع بزرگ هستم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **80. متمایل به سرمایه­گذاری در سهام صنایع کوچک هستم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **هدف** | | | | |
| **81. بیشتر با هدف رشد ارزش سرمایه، در بورس سرمایه‌گذاری می‌کنم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |
| **82. بیشتر با هدف تأمین امنیت مالی، در بورس سرمایه گذاری می­کنم.** | | | | |
| (1) کاملاً مخالفم | (2) مخالفم | (3) نظری ندارم | (4) موافقم | (5) کاملاً موافقم |

1. . Behavioral Finance [↑](#footnote-ref-1)
2. Pompian [↑](#footnote-ref-2)
3. MacKay and Phillips [↑](#footnote-ref-3)
4. Kahneman, & Tversky [↑](#footnote-ref-4)
5. Barberis & Thaler [↑](#footnote-ref-5)
6. Barber and Odean [↑](#footnote-ref-6)
7. Schiller [↑](#footnote-ref-7)
8. De Angelo. and De Bondt [↑](#footnote-ref-8)
9. Lintner [↑](#footnote-ref-9)
10. Li [↑](#footnote-ref-10)
11. . Portfolio Theory [↑](#footnote-ref-11)
12. . Efficient Market Hypothesis [↑](#footnote-ref-12)
13. . Capital Assets Pricing Model [↑](#footnote-ref-13)
14. . Agency Theory [↑](#footnote-ref-14)
15. . Fama [↑](#footnote-ref-15)
16. . Daniel Kahneman [↑](#footnote-ref-16)
17. . Behavioral Bias [↑](#footnote-ref-17)
18. Lu [↑](#footnote-ref-18)
19. Shefrin [↑](#footnote-ref-19)
20. Barber, & Odean [↑](#footnote-ref-20)
21. Hirshleifer [↑](#footnote-ref-21)
22. Biliaiev [↑](#footnote-ref-22)
23. Barber & Odean [↑](#footnote-ref-23)
24. Chen [↑](#footnote-ref-24)
25. Costa & McCrae [↑](#footnote-ref-25)
26. Robinson [↑](#footnote-ref-26)
27. Agreeableness  [↑](#footnote-ref-27)
28. Hoffmann & Broekhuizen [↑](#footnote-ref-28)
29. Pompian & Longo [↑](#footnote-ref-29)
30. Huang [↑](#footnote-ref-30)
31. Feng [↑](#footnote-ref-31)
32. Gupta & Vachhrajani [↑](#footnote-ref-32)
33. Agarwal [↑](#footnote-ref-33)
34. - Bourge [↑](#footnote-ref-34)
35. -Vander Bourse [↑](#footnote-ref-35)
36. Daniel Kahneman [↑](#footnote-ref-36)
37. Tversky [↑](#footnote-ref-37)
38. Prospect theory [↑](#footnote-ref-38)
39. Lintner [↑](#footnote-ref-39)
40. Grinblatt, Han [↑](#footnote-ref-40)
41. Shafir, Thaler [↑](#footnote-ref-41)
42. Fama [↑](#footnote-ref-42)
43. Fama, French [↑](#footnote-ref-43)
44. Tecknical Analysis [↑](#footnote-ref-44)
45. Fundamental Analysis [↑](#footnote-ref-45)
46. Bolhuis [↑](#footnote-ref-46)
47. Masonson [↑](#footnote-ref-47)
48. Frankfurter [↑](#footnote-ref-48)
49. Mcgoun [↑](#footnote-ref-49)
50. Rizzi [↑](#footnote-ref-50)
51. Neoclassical Economics [↑](#footnote-ref-51)
52. Homo Economicus [↑](#footnote-ref-52)
53. Prefect Self-interest [↑](#footnote-ref-53)
54. Prefect Rationality [↑](#footnote-ref-54)
55. Herbert Simon [↑](#footnote-ref-55)
56. Meir Statman [↑](#footnote-ref-56)
57. Fromlet [↑](#footnote-ref-57)
58. Limit to Arbitrage [↑](#footnote-ref-58)
59. Cognitive psychology [↑](#footnote-ref-59)
60. Heuristics [↑](#footnote-ref-60)
61. . Expected Utility Theory [↑](#footnote-ref-61)
62. . Over Estimate [↑](#footnote-ref-62)
63. . Under Estimate [↑](#footnote-ref-63)
64. Value function [↑](#footnote-ref-64)
65. Reference point [↑](#footnote-ref-65)
66. Thaler [↑](#footnote-ref-66)
67. Shiller [↑](#footnote-ref-67)
68. Johnson [↑](#footnote-ref-68)
69. Fundamental Risk [↑](#footnote-ref-69)
70. Noise Trader Risk [↑](#footnote-ref-70)
71. Implementation Costs [↑](#footnote-ref-71)
72. Model Risk [↑](#footnote-ref-72)
73. Systematic Errors [↑](#footnote-ref-73)
74. Heuristics [↑](#footnote-ref-74)
75. Overconfidence [↑](#footnote-ref-75)
76. Zhu, [↑](#footnote-ref-76)
77. Anchoring and Adjustment [↑](#footnote-ref-77)
78. Representativeness [↑](#footnote-ref-78)
79. Self-attribution [↑](#footnote-ref-79)
80. Mental accounting [↑](#footnote-ref-80)
81. Optimism [↑](#footnote-ref-81)
82. Loss-aversion [↑](#footnote-ref-82)
83. Regret-aversion [↑](#footnote-ref-83)
84. Self-control [↑](#footnote-ref-84)
85. Status quo [↑](#footnote-ref-85)
86. Denis [↑](#footnote-ref-86)
87. Verdi [↑](#footnote-ref-87)
88. Chen & et al. [↑](#footnote-ref-88)
89. Lewellen [↑](#footnote-ref-89)
90. Merilkas & Prasad [↑](#footnote-ref-90)
91. Risk of propensity [↑](#footnote-ref-91)
92. Weber & Williman [↑](#footnote-ref-92)
93. Weber & Blais [↑](#footnote-ref-93)
94. Sitkin & Pablo [↑](#footnote-ref-94)
95. Risk of perception [↑](#footnote-ref-95)
96. Diacon & Ennew [↑](#footnote-ref-96)
97. Risk averse [↑](#footnote-ref-97)
98. Hubbard [↑](#footnote-ref-98)
99. Fellner [↑](#footnote-ref-99)
100. Kydland & Prescott [↑](#footnote-ref-100)
101. Barro & Gordon [↑](#footnote-ref-101)
102. Okun [↑](#footnote-ref-102)
103. Friedman [↑](#footnote-ref-103)
104. Dotsey & Sarte [↑](#footnote-ref-104)
105. Downs [↑](#footnote-ref-105)
106. Shefrin & Belotti [↑](#footnote-ref-106)
107. Zhu [↑](#footnote-ref-107)
108. Johnsson & et al. [↑](#footnote-ref-108)
109. Montier [↑](#footnote-ref-109)
110. Anderson & et al. [↑](#footnote-ref-110)
111. Filbeck & et al [↑](#footnote-ref-111)
112. Rule Of Thumb [↑](#footnote-ref-112)
113. cattel [↑](#footnote-ref-113)
114. Huffman [↑](#footnote-ref-114)
115. Pervin [↑](#footnote-ref-115)
116. Loehlin & Martin [↑](#footnote-ref-116)
117. Kelly [↑](#footnote-ref-117)
118. Rotter [↑](#footnote-ref-118)
119. Behavior potential [↑](#footnote-ref-119)
120. expectancy [↑](#footnote-ref-120)
121. Reinforcement value [↑](#footnote-ref-121)
122. Psychological situation [↑](#footnote-ref-122)
123. Freedom of movement [↑](#footnote-ref-123)
124. Minimal goal level [↑](#footnote-ref-124)
125. Visser [↑](#footnote-ref-125)
126. Personality trait [↑](#footnote-ref-126)
127. Personality type [↑](#footnote-ref-127)
128. Big five [↑](#footnote-ref-128)
129. Extraversion [↑](#footnote-ref-129)
130. Pervin & Cervone [↑](#footnote-ref-130)
131. Heinström [↑](#footnote-ref-131)
132. Neuroticism [↑](#footnote-ref-132)
133. Openness to experience [↑](#footnote-ref-133)
134. Conscientiousness [↑](#footnote-ref-134)
135. Agreeableness [↑](#footnote-ref-135)
136. Candraningrat [↑](#footnote-ref-136)
137. Shukla [↑](#footnote-ref-137)
138. Madaan & Singh [↑](#footnote-ref-138)
139. Raheja & Dhiman [↑](#footnote-ref-139)
140. Hayat & Anwar [↑](#footnote-ref-140)
141. Jain [↑](#footnote-ref-141)