

روانشناسی مالی رفتاری

صمد صداقتی

کارشناس رسمی دادگستری و مدرس دانشگاه
sedaghati457@yahoo.com

چکیده

یکی از حیاتی ترین برنامه های پژوهشی دانش مالی امروز که در رأس رد نظریه بازارهای کارا قرار دارد، نظریه رفتار مالی است که حاصل تشریح مساعی بین علوم مالی و علوم اجتماعی است و باعث ژرفتر شدن دانش ما، از بازارهای مالی شده است. مالی رفتاری شاخه جدیدی از دانش مالی است. در سطح کلان، مالی رفتاری نظریه های مالی کلاسیک به ویژه تئوری بازار کارآی سرمایه را به چالش می گیرد. در سطح خرد، مالی رفتاری نشان می دهد که در دنیای واقعی، رفتار سرمایه گذاران با فرض بنیادی عقلایی بودن در مالی کلاسیک سازگاری ندارد و تمایلات یا اریب های شناختی و احساسی سرمایه گذاران که آنها را سوگیری های رفتاری می نامیم، نقش با اهمیتی در تصمیم گیری های اقتصادی دارد.

مالی رفتاری توجه به فرض های اساسی تئوری ها در حوزه اقتصاد مالی و بازار سرمایه مانند سایر شاخه های دیگر علوم علاوه بر فهم و درک بهتر آنها بهره مندی ما را به عنوان رهنما در عمل کارا تر می نماید. در ارزش گذاری اوراق بهادار و محصولات مالی در بورس ها یکی از پایه ای ترین مفروضات آن است که رفتار سرمایه گذاران عقلایی است، یعنی آنها در پی حداکثرسازی منافع خویش اند و به علاوه پاسخ یا عکس العمل آنها در مقابل فرصت های کسب سود و ریسک زیان قابل پیش بینی است.

واژگان کلیدی: آربیتراژ، مالی رفتاری، روانشناسی مالی رفتاری، مفروضات.

۱ - مقدمه

در سال ۱۸۹۶، گستاو لی بن^۱ کتاب معروف خود به نام اجتماع: بررسی ذهن اجتماع را که یکی از معروف‌ترین و پر اثرترین کتابهای علم روانشناسی اجتماعی تا حال حاضر است، را نوشت، می‌توان گفت نقطه عطفی در مالی رفتاری رقم خورد. در سال ۱۹۱۲ سلدن^۲ کتاب روانشناسی بازار سرمایه را نوشت کتاب وی مبتنی بر این باور بود که تغییر قیمت‌ها در بازار تا حد زیادی به نگرش روانی سرمایه‌گذاری و هم‌چنین شرایط عمومی تجارت بستگی دارد در سال ۱۹۵۶ یک روانشناس آمریکایی به نام لئون فستینگر^۳ یک مفهوم جدید در علم روان‌شناسی اجتماعی به نام ناهماهنگی شناختی را معرفی نمود. او بیان کرد، زمانی که دو پدیده که با هم در تناقض هستند در یک زمان شناسایی می‌شوند، یک ناهماهنگی شناختی به وجود خواهد آمد و از آنجایی که تجربه حس ناهماهنگی ناخوشایند است شخص تلاش خواهد کرد برای کاهش این حس، عقایدش را تغییر دهد.

در سال ۱۹۶۴ پرت^۴ از تابع مطلوبیت و مفهوم ریسک‌گریزی استفاده کرد و ریسک را به عنوان درصدی از جمع دارایی‌ها در نظر گرفت. تورسکی و کاهنمن^۵ در سال ۱۹۷۳ نظریه میزان دسترسی را عنوان کردند این نظریه جنجالی در باره این بود که فرد احتمال رویدادها را بر اساس در دسترس بودن ارزیابی می‌کند. در دسترس بودن یعنی آنچه که در وهله اول به ذهن انسان می‌آید اعتقاد به این نظریه، ما را به سمت تمایلات سیستماتیک هدایت می‌کند.

در سال ۱۹۷۴ دو روانشناس با استعداد به نام آموس تورسکی و دانیل کاهنمن، سه کشف در زمانی که ما در شرایط عدم اطمینان قضاوت می‌کنیم کاربرد دارد، بیان کردند: (روشنگرزاده، ۱۳۸۸)

- بیان کنندگی: زمانی که مردم برای قضاوت در مورد این که رویداد یا هدف A به دسته یا فرآیند B وابسته است نیازمند احتمالات هستند، احتمالات به وسیله درجه A که بیان‌کننده B است مورد ارزیابی قرار می‌گیرند. به عبارت دیگر درجه B، A را توصیف می‌کند.
- میزان دسترسی: زمانی که مردم نیازمند ارزیابی فراوانی یک دسته یا احتمال یک رویداد هستند، آنها آن کاری را انجام می‌دهند که در وهله اول به ذهنشان می‌آید.
- تکیه‌گاه و تعدیل: در پیشبینی عددی، زمانی که یک معیار مناسب (یک مرجع) در دسترس است، مردم برای برآورد کردن از یک مقدار اولیه (مرجع) که برای رسیدن به پاسخ نهایی تعدیل میشود استفاده می‌کنند. مقدار اولیه ممکن است از طریق یک فرمول غلط به دست آمده باشد یا نتیجه یک محاسبه نا کافی باشد، در این صورت تعدیلات معمولاً ناکافی و نا کارآمد خواهند بود.

بیشتر مطالب ذکر شده در بخش دوم، در بخش اقتصاد سنجی در ژورنالهای معتبر علم اقتصاد توسط این دو روانشناس نوشته شده است. آنها هم‌چنین نقدی بر تئوری مطلوبیت مورد انتظار بیان کردند (این تئوری، مطلوبیت ون نیومن و مورگن استرن نیز نامیده میشود)^۶ هم‌چنین آنها یک مدل توصیفی تصمیم‌گیری در شرایط ریسک به عنوان مدل جایگزین بیان کردند که تئوری چشم‌انداز نامیده می‌شود. او بیان کرد که تئوری مطلوبیت مورد انتظار نمی‌تواند توضیح دهد که چرا اغلب مردم به طور

¹ Gustave le Bon

² Selden (1912)

³ Leon Festinger

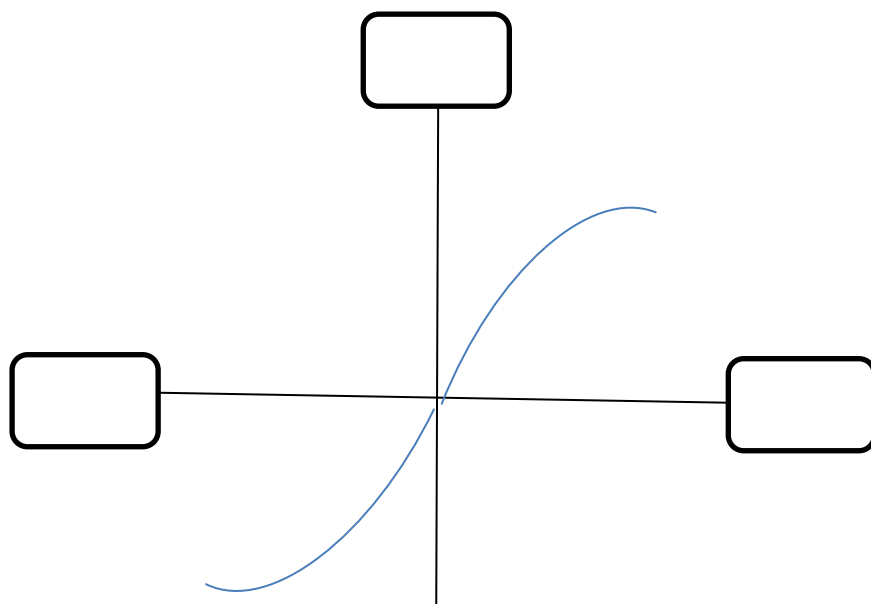
⁴ Pratt (1964)

⁵ Tversky and Kahneman (1973)

⁶ (Bernoulli 1738; von Neumann and Morgenstern 1944; Bernoulli 1954)

همزمان هم به دنبال ریسک پذیری، و هم به دنبال اطمینان هستند. کاهنمن و تورسکی دریافتند عملاً مردمی که به دنبال نتایج صرفاً احتمالی هستند در مقایسه با افرادی که به دنبال نتایج قطعی هستند کمتر هستند هم چنین آنها دریافتند که مردم عموماً سرمایه گذاری هایی که هم احتمالی و هم قطعی هستند را با در نظر گرفتن چشم انداز و آینده نگری رها می کنند. بر طبق تئوری چشم انداز، سرمایه گذاران به سود و زیان توجه می کنند نه به دارایی ها هم چنین در این تئوری به جای احتمالات از وزن های تصمیم گیری استفاده میشود.

مقدار تابع در این تئوری بر اساس انحرافات از نقاط مرجع به دست می آید و معمولاً نسبت به سود مقعر هستند (نشان دهنده ریسک گریزی). و معمولاً برای زیان محدب هستند (در جستجوی ریسک) و شیب آن برای زیان بیش از سود است (زیان گریزی) به شکل زیر دقت کنید.



به طور کلی می توان گفت مالیه رفتاری ترکیبی از اقتصاد کلاسیک و مالی، با روانشناسی و علوم تصمیم گیری است که به دنبال توضیح و تشریح پدیده های غیر عادی مشاهده شده در حوزه مالی است. (Fuller, 2000).

موضوع مالیه رفتاری در دو دهه اخیر به عنوان مهم ترین بحث مالی بوده است و توجه محققان مالی و اقتصاد ی به این زمینه در حال افزایش است. در چند سال اخیر تعداد بیش تری از صاحب نظران مالی پذیرفته اند که انتظارات سرمایه گذاران از بازار کاملاً عقلایی نیست. (Hirshleifer, 2001) در الگوی اقتصاد مالی سنتی فرض می شود که تصمیم گیرندگان کاملاً عقلایی عمل می کنند و همیشه به دنبال بیشینه کردن مطلوبیت مورد انتظار هستند. به عبارت دیگر دو پایه اصلی در پارادایم سنتی مالی، عقلانیت کامل عوامل و تصمیم گیری های مبتنی بر بیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار است در حالی که در مالیه رفتاری عنوان می شود که برخی پدیده های مالی را احتمالاً می توان با به کارگیری مدل هایی که در آن ها برخی عوامل موجود در اقتصاد کاملاً عقلایی نیستند، درک کرد. در برخی مدل های مالیه رفتاری، عوامل اعتقاداتی دارند که به طور کامل صحیح نیستند و در غالب موارد علت چنین اعتقاداتی، وجود اشتباه در به کارگیری قانون بیز است. در برخی مدل ها نیز، عوامل اعتقادات درستی دارند ولی انتخاب هایی انجام می دهند که با بیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار سازگار نیست. مالیه رفتاری، رویکرد استاندارد مبتنی بر فرضیه بازارهای کارا را بی اعتبار می سازد. (Frankfurter & McGoun, 1996)

۲ - بیان مسئله

در طول نیمه دوم قرن بیستم، تئوری متداول برای بازارهای مالی، فرضیه بازار کارا^۷ بوده است که بیان می‌کند همه اطلاعات عمومی، در قیمت‌های دارایی‌ها لحاظ شده است. هرگونه انحراف از این قیمت، به سرعت مورد استفاده معامله‌کنندگان آگاهی که تلاش می‌کنند بازده خود را بهینه کنند، قرار می‌گیرد و در نتیجه به قیمت تعادلی صحیح باز می‌گردد. بدین ترتیب، عملاً قیمت‌های بازار به گونه‌ای رفتار می‌کنند که گویی همه معامله‌گرها با اطلاعات و منطق کامل، به دنبال حداکثر سازی منافع شخصی خود هستند.

در اواخر قرن بیستم، این تئوری، به چندین شیوه به چالش کشیده شد. اول اینکه، وقایع متعددی در بازارها رخ داده بود که فروض اساسی این تئوری را زیر سؤال می‌برد. در ۱۹ اکتبر ۱۹۸۷، شاخص متوسط داو جونز، ظرف یک روز، ۲۰٪ سقوط کرد، چنان‌که خیلی از سهام‌خرد، زیان‌های شدیدی را هم متحمل شدند. گراف نوسانات بزرگ روزهای بعدی آن، شبیه آن چیزی بود که در کرش^۸ معروف ۱۹۲۹ رخ داده بود. کرش ۱۹۸۷، معمایی را ایجاد کرد و اقتصاد دانانی که معتقد بودند چنین نوسانی نباید در عصری که اطلاعات و جریان سرمایه بسیار کارتر از دهه ۱۹۲۰ است، رخ دهد، به چالش کشید.

پس از یک دهه، بازار ژاپن به سطحی رسید که بسیار بالاتر از ارزیابی‌های واقع‌گرایانه بود و نسبت‌های قیمت به درآمد (P/E)، سه رقمی شده بودند و همچنین ارزش بازار سهم تلفن و تلگراف نیپون بیشتر از کل ارزش بازار آلمان غربی شده بود. در اوایل ۱۹۹۰، نیکی ۲۲۵ به سطح ۴۰۰۰۰ رسید، یعنی تقریباً طی دو سال، دو برابر شده بود و بعد در کمتر از یک سال، به نصف این میزان رسید.

در همین اثنا، در ایالات متحده، رشد تکنولوژی جدید، به طور خاص اینترنت، بذر نسل جدیدی از شرکت‌های پیشرفته را پاشید، که برخی از آنها حتی قبل از رسیدن به سوددهی، سهامی عام شدند. چنان‌که در حباب بازار سهام ژاپنی، در دهه پیشین ارزش‌های بازار میلیون دلاری، برای سهامی ایجاد شد که حتی هنوز درآمدی هم کسب نکرده بودند. حباب تا سال ۲۰۰۰ ادامه یافت تا اینکه با ترکیدن آن، ارزش این سهام به درصد کمی از ارزش بازار پیشینشان کاهش یافت. حتی برخی از شرکت‌های تکنولوژی بزرگ و سودآور، ۸۰٪ از ارزش خود را در دوره ۲۰۰۰-۲۰۰۳ از دست دادند.

وجود چنین حباب‌ها و کرش‌های بزرگی، در غیاب تغییرات قابل توجهی در ارزش‌گذاری، این فرض بازارهای کارا که همه اطلاعات عمومی به طور دقیق در قیمت‌ها لحاظ می‌شوند، زیر سؤال برد. رابرت جی. شیلر در کتاب خود با عنوان کثرت بی‌منطقی. درباره حرکت قیمت‌ها، بیش از میزان تغییر در ارزش‌شان، بحث می‌کند. این استدلال همچنین در چندین مطالعه دیگر (نظیر مطالعات جفری پونتیف) درباره صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه محدود بود تأیید شده است. این صندوق‌ها درست مثل سهام معامله می‌شوند، با این تفاوت که ارزش‌گذاری دقیقی دارند و به این ارزش به تناوب گزارش می‌شود.

(Pontiff, 1997)

مالی رفتاری رشته‌ای است که در طول دو دهه گذشته، در پاسخ به پدیده‌ای که در بالا توضیح داده شد، رشد کرده است. محققان، با استفاده از متدهای متنوع سوگیری‌های سیستماتیک (نظیر واکنش‌های افراطی و تفریطی) که هم در مورد سرمایه

⁷ EMH⁸ crash

گذاران حرفه‌ای و هم مبتدی رخ می‌دهد، ثبت کرده‌اند. محققان مالی رفتاری، عموماً در نتیجه این سوگیری‌ها، با فرضیه بازار کارا موافق نیستند. هرچند، تئوری پردازان بازار کارا، در مقابل، معتقدند که این فرضیه، می‌تواند بر اساس داده‌ها، پیش بینی‌های دقیقی از بازار را فراهم کند، در حالی که مالی رفتاری، حرف بیشتری درباره اشتباه بودن فرضیه بازار کارا ندارد.

همان گونه مطرح شد، فرض بر آن است که سرمایه‌گذاران ارزیابی سرمایه‌گذاری‌های بالقوه پیش رو را بر مبنای بازده انتظاری آن و انحراف معیار آن سرمایه‌گذاری به عنوان ملاکی برای سنجش و اندازه‌گیری ریسک که از برآورد توزیع احتمال بازده آن سرمایه‌گذاری به دست می‌آید، شکل می‌دهند. علاوه بر این، فرض بر آن است که برآورد سرمایه‌گذاران نسبت به توزیع احتمال واقعی مزبور تورش متقارن ندارد. یعنی چه؟ یعنی سرمایه‌گذاران نسبت به توزیع احتمال واقعی مزبور تورش متقارن ندارد. یعنی چه؟ یعنی سرمایه‌گذاران در بررسی سرمایه‌گذاری‌های بالقوه مقابل خود اشتباهاتی می‌نمایند که نسبت به جهت‌گیری آنها به یک طرف یا طرف دیگر سازگاری وجود ندارند!

این دیدگاه سنتی که سرمایه‌گذاران تصمیم‌گیران عینی و بی‌طرفی هستند، در محافل علمی و دانشگاهی سال‌هاست که تغییر نکرده است. هر چند بسیاری از سرمایه‌گذاران حرفه‌ای این موضوع مهم را مطرح می‌کنند که سرمایه‌گذاری‌ها تحت تاثیر شدید احساسات و عواطف یعنی ترس‌ها و نگرانی‌ها، بیم‌ها و امیدها و آزمندی‌های سرمایه‌گذاران است. ولی تئوری‌های علمی دانشگاهی آنها را در مدل‌های خود لحاظ نمی‌کنند.

ر ساله ای اخیر مکتب‌های فکری جدیدی در اقتصاد مالی ظهور کرده‌اند که پایه تحلیل‌های خود را بر این مبنای گذاشته‌اند که سرمایه‌گذاران در انتخاب‌های خود که همراه با ریسک است رفتاری که تمام و کمال عقلایی باشد از خود بروز نمی‌دهند. استدلال آنها بر پایه‌ای از شاخه‌های روانشناسی قرار گرفته که به روانشناسی ادراک موسوم است؛ شاخه‌ای که به مطالب ظرفیت آدمیان در طرز تلقی آنها و قدرت قضاوت آنها می‌پردازد.

به کارگیری این ابعاد روان‌شناختی در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی به طور عام و در سرمایه‌گذاری به طور خاص به نتایج شگفت‌انگیزی رسیده است. وقتی محیط انتخاب تصمیم‌گیران به طور معنی‌داری تفاوت می‌کند، رفتار و نحوه برخورد آنها نیز متفاوت می‌گردد، گویی جو گیر شده‌اند. به این تفاوت‌ها آثار روانی می‌گویند. در روان‌شناسی برجسته حوزه تحقیق روان‌شناسی ادراک یعنی دانایل کاهمن و تورسکی، سایه روشن‌های این آثار را با مثال‌هایی برای ما شفاف نموده‌اند.

۳ - محدودیت در آربیتراژ

در پارادایم سنتی مالی که فرض می‌شود عوامل موجود در اقتصاد عقلایی عمل می‌کنند، قیمت اوراق بهادار برابر با ارزش ذاتی است نتیجه پذیرش فرضیه بازار های کارا این است که قیمت های واقعی برابر با ارزش ذاتی هستند. به عبارت ساده تر، بر اساس این فرضیه، این قیمت ها که توسط عوامل عقلایی تنظیم شده اند، صحیح هستند. در یک بازار کارا، نمی توان منفعتی را به طور رایگان به دست آورد. هیچ کدام از استراتژی های سرمایه گذاری نمی تواند اضافه بازده تعدیل شده با ریسک حاصل کند به عبارت دیگر، بازده های به دست آمده، دقیقاً متناسب با ریسک شان است.

بر اساس رویکرد مالیه رفتاری، برخی ویژگی های قیمت دارایی ها به عنوان انحراف از ارزش ذاتی تفسیر می شود و عنوان می شود که علت این انحرافات وجود سرمایه گذاران غیر عقلایی در اقتصاد است. یکی از ایرادهایی که نسبت به این دیدگاه وجود



دارد و به فریدمن بر می‌گردد، این است که در صورت به وجود آمدن انحراف از ارزش ذاتی، سرمایه‌گذاران عقلایی به سرعت آن را حذف می‌کنند به عنوان مثال، اگر شماری از سرمایه‌گذاران غیر عقلایی نسبت به آینده سهم خاصی در بازار بدبین شوند، شروع به فروختن آن می‌کنند و این امر باعث رسیدن قیمت این سهم به زیر ارزش ذاتی می‌شود.

طرفداران EMH عنوان می‌کنند چنین شرایطی، برای سرمایه‌گذاران عقلایی یک فرصت جذاب به حساب می‌آید و بنابراین این سهم را خریداری و هم‌زمان با این خرید، یک سهم «جانشین» را به منظور مصون کردن این موقعیت، فروش استقراری می‌کنند. در نتیجه تقاضای ایجاد شده برای خرید این سهم باعث رسیدن مجدد قیمت به ارزش ذاتی می‌شود. این استدلال فریدمن به نظر درست می‌رسد ولی مورد تحقیق و بررسی نظری و دقیق قرار نگرفته است در اصل، این استدلال مبتنی بر دو ادعا است. نخست، به محض این که انحرافی از ارزش ذاتی مشاهده می‌شود، یک فرصت جذاب برای سرمایه‌گذاری به وجود می‌آید. دوم، سرمایه‌گذاران عقلایی به سرعت از این فرصت استفاده می‌کنند و بنابراین باعث تصحیح این قیمت‌گذاری اشتباه می‌شوند. مالیه رفتاری با قسمت دوم این استدلال مخالفتی ندارد: زمانی که فرصت جذابی برای سرمایه‌گذاری به وجود می‌آید، شکی نیست که به سرعت مورد بهره‌برداری قرار می‌گیرد. (راعی و فلاح پور، ۱۳۸۳)

۴ - مالی رفتاری

مرتون مالی رفتاری را این‌گونه تعریف می‌کند: اساس و مرکز نظریه مالی عبارت است از مطالعه رفتار عوامل در نحوه تخصیص و آرایش منابع از نظر زمانی و مکانی و در یک محیط نامطمئن. از این رو، «زمان» و «فقدان اطمینان» دو عامل کلیدی هستند که رفتار مالی را تحت تأثیر قرار می‌دهند.

السن اظهار می‌دارد: مالی رفتاری به دنبال فهم و درک و پیش‌بینی نتایج حاصل از فرایندهای روان‌شناختی تصمیم‌گیری است.

به اعتقاد لینتنر^۹، پارادایم مالی رفتاری عبارت است از: مطالعه نحوه تفسیر و واکنش انسان‌ها نسبت به اطلاعات، به منظور اخذ تصمیمات ساختار یافته.

تالر^{۱۰} نیز در شرح مالی رفتاری می‌گوید: گاهی اوقات برای یافتن راه‌حلی در پاسخ به معماهای تجربی، لازم است این احتمال را بدهیم که برخی از عوامل اقتصادی، کاملاً عقلانی عمل نمی‌کنند.

مالی رفتاری، مطالعه چگونگی تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری آگاهانه می‌باشد. به عبارت دیگر مالی رفتاری به دنبال تأثیر فرایندهای روان‌شناختی در تصمیم‌گیری است. (راعی و فلاح پور، ۱۳۸۳)

علاوه بر آن مالی رفتاری را می‌توان پارادایمی دانست که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که دو فرض اصلی و محدودکننده پارادایم سنتی بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد. مالی رفتاری دو پایه اصلی دارد، یکی محدودیت در آربیتراژ است که عنوان می‌کند سرمایه‌گذاران عقلایی به راحتی نمی‌توانند از فرصت‌های آربیتراژ استفاده کنند، زیرا این کار مستلزم پذیرفتن برخی ریسک‌ها است. دوم روان‌شناسی است که

⁹ Lintner

¹⁰ Thaler.



با استفاده از آن رفتار و قضاوت سرمایه‌گذاران و هم‌چنین خطاهایی که اشخاص در هنگام قضاوت مرتکب می‌شوند، بررسی می‌شود. (راعی و فلاح پور، ۱۳۸۳) یافته‌ها حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران همیشه به طور منطقی، قابل پیش‌بینی و بدون اریب، همان‌گونه که توسط مدل‌های رایج نشان داده شده‌اند، رفتار نمی‌کنند. بر اساس نظریه‌های روان‌شناسی، انسان‌ها 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 سرمایه‌گذاری و پولی را نشان داده است. (Grinblatt and Han, 2005)

بیشتر نظریه‌های اقتصادی بر این اساس بنا شده است که افراد در مواجهه با رویدادهای اقتصادی به صورت منطقی عمل می‌کنند و کلیه اطلاعات موجود را در فرآیند سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرند. این فرضیه مبنای اصلی فرضیه بازار کارا است. اما محققان این فرضیه بنیادی را زیر سؤال برده‌اند و مدارکی را کشف کرده‌اند که نشان دهنده عدم وجود رفتار منطقی در مبحث سرمایه‌گذاری است. آنها به دنبال درک و توضیح اثرات احساسات انسانی در فرآیند تصمیم‌گیری هستند. بسیاری از سرمایه‌گذاران بر این باور هستند که آنها به طور موفقیت‌آمیزی 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 سرمایه‌گذاران می‌شود. (Shafir and Thaler, 2006)

دانش مالی رفتاری بمانند مالی کلاسیک مبتنی بر مفاهیم و مفروضات اساسی بنا شده است.

مفروضاتی که در مالی استاندارد یا کلاسیک در مورد سرمایه‌گذاران مطرح می‌شود عبارتند از:

- سرمایه‌گذاران منطقی‌اند.
- تمام اطلاعات را موجود را بررسی کرده و به روش صحیحی تفسیر می‌کنند
- بازده مورد نظر آنها فقط بستگی به ریسک سرمایه‌گذاری دارد.
- بر اساس نظریه «مدرن پرتفوی سهام» سرمایه‌گذاری می‌کنند
- اگرچه ممکن است عده‌ای از سرمایه‌گذاران غیر منطقی رفتار کنند اما در مجموع رفتارهای غیر منطقی بی‌اهمیت است.

اما مفروضات مالی رفتاری در مورد سرمایه‌گذاران بیان می‌کند که:

- منطقی نیستند، عادی هستند.
 - عموماً تصمیمات آن‌ها بر مبنای اطلاعات ناقص است.
 - به طور نظام‌یافته‌ای خطاهای شناختی مرتکب می‌شوند.
 - بر اساس نظریه «رفتاری سبب اوراق بهادار» اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند.
 - بازده مورد انتظار آن‌ها به عواملی بیشتر از ریسک بستگی دارد
- همچنین مفروضات کلی این دو رویکرد در ارتباط با بازارهای مالی با هم دارای تفاوت‌های بسیار در مالی کلاسیک
- تمام اطلاعات به سرعت منعکس می‌شوند.

• بازار ارزش ذاتی اوراق بهادار را به درستی نمایش می‌دهد.

در حالیکه در مالی رفتاری:

- مسائلی بیش از اطلاعات به قیمت‌ها و نحوه قیمت گذاری حاکم است .
- ارزش ذاتی همه اوراق بهادار به درستی تعیین نمی‌شود.

به طور کلی می‌توان گفت مالی کلاسیک انسان‌ها را عقلایی، منطقی و منفعت طلب در نظر می‌گیرد و به دیگر وجوه انسانی توجه ندارد. در حالیکه مالی رفتاری مدعیست که با در نظر گرفتن احساسات و خطاهای شناختی و تاثیرات آن‌ها بر تصمیمات سرمایه گذاران مدل‌هایی را ایجاد می‌کند که رفتار آنان را بهتر تشریح می‌نماید.

۵ - روانشناسی مالی رفتاری

رشته علمی مالی رفتاری در سال ۱۹۷۹ آغاز شد، زمانی که روانشناس دانیل کاهنمان و آموس تورسکی، تئوری سوداگری را ارائه کردند. تئوری سوداگری به عنوان موضوعی برای درک چگونگی چارچوب اثر ریسک در تصمیمات اقتصادی معرفی شده است. تورسکی و کاهنمان رشته مالی رفتاری را در زمینه روانشناسی ریسک گسترش دادند. کار آنان و اقتصاد رفتاری در کل به چالش کشیدن مفروضات اصلی و عقلانیت ذاتی در مدل تصمیمی مگیری اقتصاد کلاسیک بود. در این ارتباط تیورسکی و کاهنمان سه حوزه اصلی را بررسی و مطالعه کردند: نگرشهای ریسک، حسابداری ذهنی و اطمینان بیش از حد. (Lintner, 1998)

۱-۵- نگرش های ریسک

در حالی که تئوری اقتصادی کلاسیکها می گوید سرمایه گذاران ریسک گریز هستند، مالی رفتاری معتقد است که سرمایه گذاران تناقضها را به معرض نمایش می گذارند و اغلب نگرشهای متضادی درباره ریسک مالی دارند. تیورسکی و کاهنمان دریافتند که سرمایه گذاران یک نقطه مبنای فردی در مورد ریسک دارند و بیشتر اوقات هنگامی که نقطه مبنا به دست می آید آنها نسبت به ریسک حساسیت بیشتری خواهند داشت.

۲-۵- حسابداری ذهنی

در حالی که تئوری اقتصادی ادعا می کند که پول قابلیت معاوضه و مبادله را دارد، مالی رفتاری معتقد است که پول به طور کامل برای بیشتر مردم قابلیت معاوضه ندارد. تیورسکی و کاهنمان این ایده را از حس ابداری ذهنی فردی برای بیان این که چرا پول به طور کامل برای بیش تر 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 می کنند. همان گونه که سیستمهای حسابداری جریان پول را طبقه بندی و ردیابی می کنند، 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 و انفعالات سهام در پرونده های مختلف استفاده می شود.

۳-۵- اطمینان بیش از حد

در حالی که تئوری اقتصادی مدعی است که سرمایه‌گذاران، تصمیم‌گیرندگان عقلایی هستند و به اطلاعات مالی که وجود دارد دسترسی دارند، مالی رفتاری معتقد است سرمایه‌گذاران به اطمینان بیش از حد و تصمیم‌های جانب دارانه متمایل اند. تیورسکی و کاهنمان دریافته‌اند که سرمایه‌گذاران اغلب در مورد تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کاملاً خوشبین هستند و شانس موفقیتشان در مسائل مالی بیشتر پیش بینی می‌شود. اطمینان بیش از حد باعث می‌شود معرفت افراد در سرمایه‌گذاری بیشتر شود و مخاطرات سرمایه‌گذاری کاهش یابد و توانایی آنها روی کنترل رویدادها اغراق آمیز گردد.

در سال ۱۹۷۰، فاما مقاله‌ای را تحت عنوان "بازارهای کارای سرمایه، مروری بر نظریه و مطالعات تجربی" منتشر نمود. وی در این مقاله دیدگاه قبلی خود را در مورد کارایی بازارهای سرمایه مجدداً تعریف نمود و ادعا نمود در یک بازارکارا، قیمت‌ها تمامی آنچه آنها در مورد یک دارایی فهمیده می‌شود را در خود منعکس میکنند.

تاکنون مقالات زیادی در جهت پذیرش یا رد اعتبار فرضیه بازارهای کارا انجام شده است. قسمت عمده‌ای از مطالعات به این نتیجه رسیدند که فرضیه بازارهای کارا قابل رد نیست. در طی دهه اخیر اندیشمندان مالی سعی در تبیین و یافتن علل موارد خاص با کمک از سایر علوم همانند روانشناسی، علوم اجتماعی و فیزیک بوده‌اند. از این رو حوزه‌های میان رشته‌ای تحت عناوین اقتصاد مالی، اقتصاد سنجی مالی، ریاضیات مالی و نظریه تصمیم‌گیری شکل گرفته است یکی از مطالعاتی که در این زمینه به سرعت گسترش یافت و تا حدودی توانست پدیده‌های مذکور را تبیین نماید ادغام نظریه‌های اقتصادی با نظریه‌های رایج روانشناسی بود که تحت عنوان «مالیه رفتاری» مطرح شد. از بنیانگذاران این حوزه از دانش مالی، روانشناس مشهور دانیل کاهنمن (۲۰۰۱) است آنها به خاطر ارائه مدل‌هایی جهت تبیین رفتار سرمایه‌گذاران، تحت شرایط عدم اطمینان، به دریافت جایزه نوبل اقتصادی نائل شد.

مکتب یا دیدگاه مالی رفتاری که از تلفیق روانشناسی و مالی به وجود آمده است اظهار می‌دارد که روانشناسی در تصمیم‌گیری مالی نقش ایفا می‌نماید. از آنجاکه خطاهای شناختی و انحرافات بر نظریات سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد، بنابراین بر گزینه‌های مالی اثر گذارند. ارتباط بین علم مالی و سایر رشته‌های علوم اجتماعی که به عنوان روانشناسی مالی معروف شده است، باعث شده که محققان بررسی‌های زیادی در خصوص رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و عکس‌العمل آنها در شرایط مختلف به عمل آورند.

امروزه ایده رفتار کاملاً عقلایی سرمایه‌گذاران که همواره بدنبال حداکثر سازی مطلوبیت شان هستند جهت توجیه رفتار و واکنش بازار، کافی نیست. حتی شواهدی وجود دارد که بر اساس آنها بسیاری از الگوهای مالی رفتاری که ریشه در اعماق ذات افراد دارند، به سختی می‌توان با آموزش بر آن غلبه کرد.

پیش از مطرح شدن مالیه رفتاری در مدیریت مالی و اقتصاد، رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه بر مبنای نظریه مطلوبیت اقتصادی تفسیر می‌شد، در حالی که بررسی‌ها و پژوهش‌های متعدد علمی در زمینه رفتاری، میزان اهمیت عوامل روانشناختی را مشخص کرد. اگرچه نظریه‌های مالیه رفتاری موضوعاتی جدید هستند و پیشینه آن به یک دهه پیش باز می‌گردد، ولی موضوع دخیل بودن ویژگی‌های روانشناختی و رفتاری افراد در تصمیم‌های خرید به دوره‌های پیشتر باز می‌گردد حال این که با توجه به پیشرفتهای بازار سرمایه، باید تمامی عوامل درونی و بیرونی بصورتی ظریف و زیربینانه مورد بررسی قرار گیرند، چرا که ما با تفکرات، عقاید و ذهنیات بسیار متنوعی از افراد رو به رو هستیم که شناخت و درک غالب این ذهنیات از اهمیت بالایی

برخوردار است. افراد برای سرمایه‌گذاری پول عوامل بسیار زیادی را مورد تجزیه و تحلیل قرار می‌دهند، به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران حتی پیش از به دست آوردن پول، راه کارهای متفاوتی را برای محل سرمایه‌گذاری پولشان در ذهن پرورش می‌دهند. (جعبه سیاه خریداران) و در نهایت گزینه‌ای را انتخاب می‌کنند که با توجه به ذهنیتشان از هر جهت به نفعشان باشد. عوامل بسیار زیادی بر قصد و تصمیم افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تأثیرگذارند که می‌توان این عوامل را به دو دسته عوامل درونی و عوامل بیرونی تقسیم بندی کرد. از جمله عوامل بیرونی می‌توان به شرایط اقتصادی، سیاسی فرهنگی و مواردی مانند: میزان تبلیغات از سوی بورس، مسائل درون شرکتی و ... اشاره کرد از آنجا که تأثیر این عوامل از سوی تحلیل‌گران بارها مورد بحث و بررسی قرار گرفته است، تأثیر عوامل درونی می‌تواند جایگاه ویژه‌ای را به خود اختصاص دهد.

۶ - استثنای مالی

برخی پژوهش‌ها به شماری از استثناءها دست یافتند که روایی فرضیه بازار کارا و نتیجه پژوهش‌های پیشین را زیر سؤال می‌برد. برخی استثناءها به رابطه بین سود و بازده، و برخی دیگر صرفاً مبتنی بر بازار هستند. (راعی و فلاح پور، ۱۳۸۳) این حقایق که اغلب در متون، تحت عنوان استثنای 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 استثناءها را چنین دسته بندی کرد:

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 کوتاه مدت: خود همبستگی مثبت بازده های سهام در کوتاه مدت برای هر سهم چه به صورت یک شرکت و چه به صورت کل بازار.

برگشت بلندمدت: خودهمبستگی منفی بازده 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 دارایی‌ها 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 مبنای مورد استفاده در این مدل‌ها (هم چون سود تقسیمی) نمی‌تواند حرکات قیمت سهام را توجیه کند.

اطلاعیه‌هایی که بعد از سودهای کوتاه مدت صادر می‌شود: این اطلاعیه‌ها قیمت سهام را در مسیری که به وسیله تغییر ناگهانی نشان داده شده منحرف می‌سازد. اما عملکرد غیر عادی سهام در مسیری مخالف سودهای بلندمدت تغییر می‌یابد.

۷ - کاربرد مالیه رفتاری در فهم رفتار سرمایه‌گذاران

مالیه رفتاری در تشریح چگونگی رفتار برخی گروه‌های سرمایه‌گذار نیز موفقیت‌هایی داشته است، به ویژه در مورد نحوه تشکیل پرتفوی و چگونگی معاملات سرمایه‌گذاران در طول زمان.

با توجه به گسترش بازار سرمایه و استقبال روز افزون مردم به این بازار، این مطالعات در آینده اهمیت بیش تری پیدا خواهد کرد در این قسمت برخی شواهد در مورد رفتار سرمایه گذاران و توضیحات رفتاری آن ارائه می شود.

متنوع سازی ناکافی: شواهد زیادی وجود دارد که نشان می دهد سرمایه گذاران پرتفویشان را بسیار کم تر از چیزی که مدل های هنجاری توصیه می کنند، متنوع می سازند. مطالعات انجام شده توسط فرنچ و پرتربا^{۱۱} در این زمینه نشان می دهد که بیش تر سرمایه گذاران تمایل دارند که در سهام منتشر شده کشور خودشان (سهام ملی) سرمایه گذاری کنند این رفتار سرمایه گذاران به « تورش خانگی » معروف است.

شواهدی وجود دارد که نشان می دهد اشخاص از شرایط مبهم، یعنی شرایطی که قادر به تعیین توزیع احتمال رخدادهای نیستند، بیزارند. در چنین شرایطی سرمایه گذاران، فاقد اطلاعات مورد نیازشان هستند. از طرف دیگر، اشخاص تمایل به قرار گرفتن در شرایط و وضعیت هایی دارند که با آن آشنا هستند، در این چنین شرایطی، احساس می کنند نسبت به دیگران در موقعیت برتری برای ارزشیابی پدیده ها هستند.

گریز از ابهام و تمایل به شرایط آشنا، فهم و درک متنوع سازی های ناکافی را ساده می کند. سرمایه گذاران، بازار سهام ملی را نسبت به بازار سهام خارجی، سهام شرکت هایی را که از نظر مکانی به آن ها نزدیک تر هستند نسبت به سهام شرکت هایی که از آن ها دورتر هستند و سهام شرکتی را که در آن کار می کنند نسبت به سهام سایر شرکت ها، به دلیل گریز از ابهام و تمایل به شرایط آشنا، ترجیح می دهند. بنابراین، سرمایه گذاران بخاطر جذاب بودن سهامی که آشنا به نظر می رسند، بیش تر منابع خود را در چنین سهامی سرمایه گذاری می کنند و در نتیجه پرتفوی آن ها نسبت به پیش بینی مدل های استاندارد که میزان اعتماد سرمایه گذاران را به توزیع احتمال نادیده می گیرند غیرمتنوع به نظر خواهد رسید. (Barberis & Thaler, 2001)

متنوع سازی با استفاده از قواعد سرانگشتی: بنارتزی و تالر^{۱۲}، با انجام مطالعاتی یافتند که اشخاص با استفاده از قواعد سرانگشتی و ساده، پرتفوی خود را متنوع می کنند. به ویژه، شواهدی را یافتند که براساس آن، به نظر می رسد اشخاص از استراتژی ساده $1/n$ برای تخصیص وجوه پس اندازشان به n گزینه سرمایه گذاری استفاده می کنند. (Barberis & Thaler, 2001)

حجم بالای مبادلات: یکی از صریح ترین پیش بینی های مدل های عقلایی سرمایه گذاری این است که میزان مبادلات در بازار خیلی کم خواهد بود. ولی برعکس این پیش بینی، حجم مبادلات در بازارهای سهام، بسیار بالا است. به علاوه، مطالعات انجام شده در مورد اشخاص و نهادها نشان می دهد که هر دو گروه بیش تر از پیش بینی مدل های عقلایی در بازار مبادله می کنند.

شواهد نشان می دهد که اشخاص با انجام مبادلات زیاد، باعث کاهش بازدهی سرمایه گذاری های شان می شوند. به عبارت دیگر، اگر معاملات کم تری انجام می دادند، بازده بالاتری را کسب می کردند. قسمتی از این کاهش بازدهی را می توان به علت وجود هزینه معاملات دانست ولی قسمتی از آن نیز به تصمیم گیری های ضعیف در انتخاب سهام مربوط می شود. مطالعات انجام شده در این زمینه نشان داد که متوسط بازده ناخالص سهام خریداری شده، در طول یک سال پس از تاریخ خرید به میزان قابل توجهی کمتر از متوسط بازده ناخالص سهام فروخته شده، در طول یک سال پس از تاریخ فروش بوده است.

¹¹ French & Porterba

¹² Benartzi & Thaler

برجسته‌ترین توضیح رفتاری که در مورد حجم بالای مبادلات ارایه شده است، اعتماد بیش از حد است. به این ترتیب که اشخاص تصور می‌کنند اطلاعاتی که دارند آنقدر درست و دقیق است که براساس آن اقدام به معامله کنند، این درحالی است که در عمل، اطلاعات آنان ضعیف‌تر از آن است که این اقدام آن‌ها را پشتیبانی کند. گاهی اوقات وضعیت از این نیز بدتر می‌شود و سرمایه‌گذاران نه تنها به اشتباه تصور می‌کنند که اطلاعات زیادی دارند بلکه اطلاعات درست را نیز اشتباه تفسیر می‌کنند. بنابراین، طبق فرضیه اعتماد بیش از حد، افرادی که اعتماد بیش از حد زیاده‌تری دارند، معاملات بیش‌تری انجام می‌دهند و به علت وجود هزینه‌های معاملاتی و انتخاب‌های نامناسب، بازدهی کم‌تری به دست می‌آورند. (Barberis & Thaler, 2001)

نتیجه‌گیری

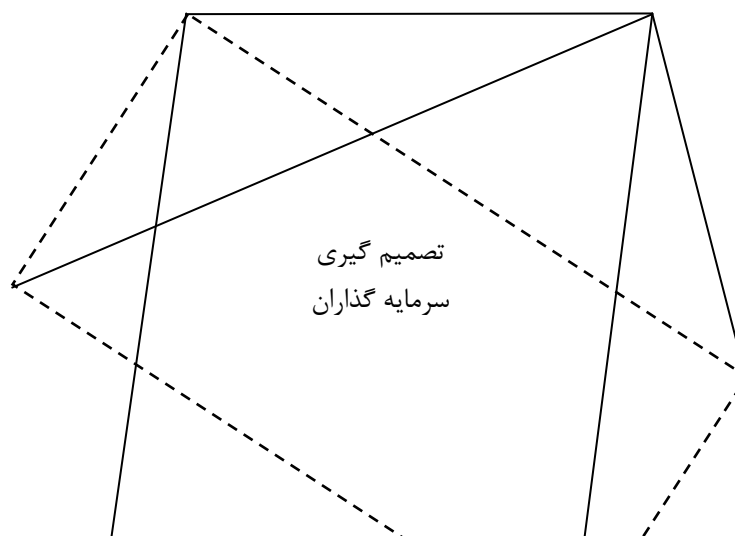
هم‌چنان که بحث شد، در مالیه رفتاری، فرض‌های محدود‌کننده پارادایم سنتی مالی کنار گذاشته می‌شود و سعی می‌شود با توجه به شرایط واقعی به مدل‌سازی در حوزه مالی پرداخته شود. قدرت محدود در محاسبات، پیچیده بودن مسایل تصمیم‌گیری و وجود برخی خطاهای سیستماتیک در قضاوت‌ها باعث می‌شود انسان‌ها به صورت کاملاً عقلایی عمل نکنند. حال باید دید با توجه به این واقعیت‌ها و اجتناب ناپذیر بودن خطاهای تصمیم‌گیری، چه نتایجی می‌توان گرفت.

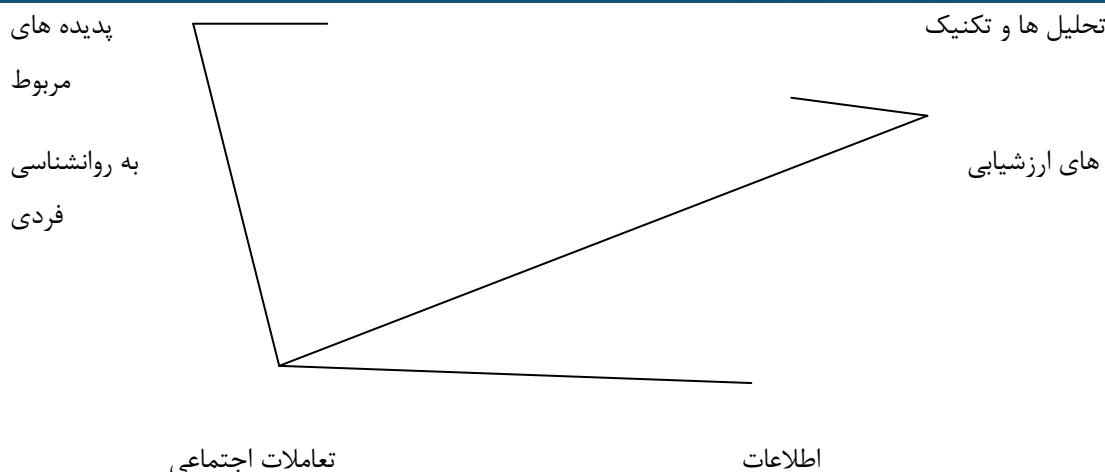
با توجه به مباحث صورت گرفته، به نظر می‌رسد تصمیم‌گیری و انتخاب گزینه‌ها توسط سرمایه‌گذاران، فرآیندی است که شش عامل مهم در آن نقش دارند و می‌توان آن‌ها و رابطه بین آن‌ها را در قالب مدل صفحه بعد نشان داد.

در ارتباط با این مدل باید به چند نکته توجه کرد. یکی این‌که با تعامل بین این عوامل است که سرمایه‌گذار تصمیم‌نهایی را اتخاذ می‌کند، هر چند ممکن است سرمایه‌گذار از تاثیر گذاری برخی از آن‌ها کاملاً بی‌اطلاع باشد. به عنوان مثال، تصور کند تنها عاملی که بر اساس آن تصمیم‌گیری کرده است، یک تکنیک ارزشیابی باشد، حال آنکه در استفاده از آن تکنیک دچار یکی از تورش‌های رفتاری شده باشد. دیگر این‌که، در شرایط و وضعیتهای مختلف، وزن هر کدام از این عوامل متفاوت است، چنانچه ممکن است در شرایطی، نقش عوامل سیاسی یا یک سری اطلاعات خاص از نتایج مدل‌های ارزشیابی اثر گذار تر باشد. بنابراین، طبق مدل پیشنهادی، برای پیش‌بینی قیمت‌ها، رفتار سرمایه‌گذاران و رفتار بازار باید سعی شود تا عوامل مختلف در نظر گرفته شوند. این مدل، پیچیدگی رفتار بازارهای مالی را نمایان می‌کند. با توجه به روند کنونی، صاحب‌نظران مالی در تلاش هستند تا عوامل بیش‌تری را به صورت کمی وارد مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌ها کنند. (راعی و فلاح پور، ۱۳۸۳)

فرآیند های سیاسی

آربیتراژ





تئوری اقتصاد نئوکلاسیک سرمایه گذاران را انسان عقلایی و بازارها را شخصیتی کارا در نظر میگیرند اما در عمل سرمایه گذاران ممکن است احساساتی، متعصب و دارای گرایش به خطای اعتماد بیش از حد باشند. بازار به سوگیریهای اشخاص، رفتار سرمایه گذاران و بی قاعدگی ها واکنش نشان میدهد. مالی رفتاری هر دو فرض تئوری اقتصاد نئوکلاسیک (انسان عقلایی و بازار کارا) را به چالش میکشد و توضیح میدهد که چگونه و چرا روانشناسی سرمایه گذاران، تصمیم گیر یهای مالی و رفتار بازار را تحت تاثیر قرار میدهد. گرایشهای جانبدارانه افراد به جستجوی و تایید اطلاعات و خطاهای ادراکی و احساسی انسانها در تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی از جمله مسائل روانشناسی هستند که در مالی رفتاری به آنها توجه شده است. تئوری مالی رفتاری که از ترکیب روانشناسی و اقتصاد تشکیل شده است، بیان میکند خطاهای ادراکی اثر با اهمیتی روی قضاوتهای مربوط به تصمیم گیری مالی دارد. بنابراین، هنگام تصمیم گیری و قضاوت در مورد مسائل اقتصادی و به ویژه تصمیمهای سرمایه گذاری باید به ابعاد روانشناسی تصمیم نیز توجه کرد.

منابع

امین روشنگرزاده، مروری بر نظریات مالی رفتاری، دانشکده علوم اقتصادی دانشگاه تهران خرداد ۱۳۸۸.

راعی، رضا و فلاح پور، سعید. (۱۳۸۳)، مالیه رفتاری، رویکردی متفاوت در حوزه مالی. تحقیقات مالی، ۱۸، صص ۷۷-۱۰۶.

- Fuller, R. (2000). "Behavioral Finance and The Source of Alpha", Fuller & Thaler Asset Management.
- Hirshleifer, D. (2001). "Investor Psychology and Asset Pricing", *Journal of Finance*, 56: 1533-1597.
- Frankfurter, G. M., & McGoun, E. G. (2002). "Resistance is Futile: The Assimilation of Behavioral Finance", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 48: 375-389.
- J. Pontiff (1997). "Excess volatility of closed-end funds". *American Economic Review* 87: 155-167.
- Grinblatt, M. & Han, B. (2005). "Prospect Theory, Mental Mccounting, and Momentum", *Journal of Financial Economics*, 78, 311-339.
- Shafir, E. & Thaler, R. (2006). "Invest now, Drink later, Spend never: on the Mental Accounting of Delayed Consumption", *Journal of Economic Psychology*. ARTICLE IN PRESS.
- Lintner A., Behavioral Finance: Why Investors Make Bad Decisions, *The Planner*, 13(1), 1998, pp. 7-9.
- Barberis, N. & Thaler, R. (2001). "A Survey of Behavioral Finance", *Handbook of the Economics of Finance*, North-Holland, Amsterdam.

