

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

# مالی رفتاری

نام استاد: دکتر جوکار  
تهیه و تنظیم: شهرام شفیعی

یکی از حیاتی‌ترین برنامه‌های پژوهشی دانش مالی امروز که در رأس رد نظریه بازارهای کارا قرار دارد، نظریه رفتار مالی است که حاصل تشریک مساعی بین علوم مالی و علوم اجتماعی است و باعث ژرفتر شدن دانش ما، از بازارهای مالی شده است.

در اینجا به تشریح دو عنصر رفتار مالی، یعنی: روان‌شناسی شناختی و محدودیت‌های آربیتراژ، پرداخته شده است. در بخش اول بحث و نتیجه‌گیری، موانع و اشتباهاتی که ممکن است رفتار مالی سرمایه‌گذاران را تحت شعاع قرار دهد، تحلیل شده و راهکارهایی برای پیشگیری از بروز چنین اشتباهاتی، پیشنهادهایی ارائه شده است.

به نظر می رسد می توان تاریخچه نظریه های مالی پنجاه سال گذشته را در دو انقلاب و دگرگونی اصلی، خلاصه کرد. ابتدا انقلاب نئوکلاسیک در علوم مالی بود که با مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM) و نظریه بازارهای کارا (EMT) در دهه ۱۹۶۰ و مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای میان مدت و نظریه قیمت گذاری آربیتراژی (APT) در دهه ۱۹۷۰، آغاز شد . دومین دگرگونی اساسی، انقلاب رفتاری در مباحث مالی بود که در دهه ۱۹۸۰ با طرح پرسش پیرامون منبع نوسان در بازارهای مالی و با کشف ناهنجاریهای بی شمار و نیز تلاش در جهت یکپارچه کردن نظریه انتظار کاهنمن و تورسکی و دیگر نظریه های روانشناسی با نظریه مالی شروع شد.

رفتار مالی به عنوان نوعی نظریه مطرح است که مباحث و مسائل مالی را با کمک گرفتن از نظریات روانشناسی مطرح می‌کند.

علت اصلی این تغییر و دگرگونیها را شاید بتوان در یک جمله آقای اندرلو خلاصه کرد که معتقد است: به موازات تغییر بازارها و بروز و ظهور نیروهای تکاملی جدید برای ایفای نقش، دیگر برندگان و بازندگان امروز، برندگان و بازندگان دیروز و فردا نیستند .

بنابراین ضرورت همه دگرگونی‌های نظری و عملی حفظ ماندگاری در این اقتصاد جهانی است. به عبارتی نظریه‌های نو ابزاری جدید برای رویارویی با مسائل و مشکلاتی هستند که نظریات قدیمی از پاسخگویی به آنها عاجز بودند و در صورت استفاده نکردن از این ابزار و پارادایم‌های نو، اقتصاد یک کشور، در خوشبینانه‌ترین حالت، موفق به حل مشکلات قدیمی خود خواهد شد و سهمی از بازارهای جهانی و البته آینده نخواهد داشت.

رفتار مالی ، که به زبان ساده عبارت است از یک الگوی فکری که در آن بازارهای مالی با استفاده از الگوهای مرکب از علوم اجتماعی، روانشناسی، مالی و چند رشته دیگر مطالعه می شوند و به عبارت بهتر عاملان اقتصادی در الگوهای رفتاری بر خلاف نظریه‌های نئوکلاسیک منطقی نیستند، بلکه یا به خاطر ترجیحاتشان و یا به دلیل سوگیری‌های شناختی نرمال‌اند. این پارادایم نو بنیاد به اعتقاد رابرت شیلر یکی از حیاتی ترین برنامه های تحقیقاتی بوده و آشکارا در رد نظریه بازار کارا قرار گرفته است.

در بخش دوم به تشریح و توضیح مفهوم رفتار مالی و عناصر سازنده آن خواهیم پرداخت .

## رفتار مالی

در ادبیات اقتصاد غرب، ماهیت وجودی انسانها به عنوان موجودی منطقی که تحت شرایط کاملاً شفاف تصمیم گیری می کند، تعریف می شود. این موجود کامل که اغلب از آن به عنوان انسان اقتصادی یاد می شود، همواره در بهینه سازی منافع دلخواهش کامیاب است و تمام اطلاعاتی را که بر گزینه ها و تصمیماتش تأثیر دارند، جمع آوری می کند و موقعیتی آرمانی را که مطمئناً در دنیای واقعی بسیاری از سرمایه گذاران یافت نمی شود خلق می کند.

اما هربرت سایمون پیشرو در رفتار مالی انسان اقتصادی را موجودی غیرواقعی در نظریه های اقتصادی تشخیص داد. میر استمن 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 می کند، 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 بینی‌های نظریه‌های مدرن مالی نظیر بازارهای کارا را مورد تردید قرار می‌دهد بلکه در سطح خرد نیز در مورد نظریاتی مانند: بیشینه‌سازی مورد انتظار و انتظارات عقلایی تردید دارد.

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

**رفتار مالی خرد: (BFMI)** به بررسی رفتارها یا سوگیری‌های سرمایه‌گذاران می‌پردازد و آنها را از عاملان اقتصادی منطقی که در نظریه اقتصاد کلاسیک متصوریم، باز-می-شناساند.

**رفتار مالی کلان: (BFMA)** شناسایی و تشریح ناهنجاری‌هایی در نظریه بازارهای کارا که الگوهای رفتاری، احتمالاً قادر به توضیح آن باشند

رفتار مالی شامل دو عنصر سازنده است که عبارتند از:  
روانشناسی شناختی (افراد چگونه فکر می کنند) و محدودیت‌های آربیتراژ (چه زمانی بازار کارا خواهد بود)، که در ادامه به تشریح این دو عنصر می‌پردازیم .

#### • روانشناسی شناختی

همان‌گونه که پیشتر گفته شد، این عنصر به بررسی طرز تفکر سرمایه‌گذاران می‌پردازد . رفتار مالی بر این باور است که تفکر افراد متأثر از ترجیحات و سوگیری‌های شناختی آنهاست . تفاوت اصلی بین این دو، در این است که در الگوهای رفتاری ترجیحات باید منعکس و لحاظ شوند، ولی سوگیری‌ها باید توسط الگوها حذف و یا کنترل شوند.

#### • ترجیحات

یکی از اجزای اصلی هر الگویی که برای ارائه درک بهتر از رفتار قیمت‌ها و معاملات تلاش می‌کند، مفروضات ترجیحی سرمایه‌گذار است.



اکثر سرمایه‌گذاران سه ترجیح مهم دارند که عبارت‌اند :  
زیان‌گریزی :

یکی از اصول اساسی رفتار مالی، این ایده است که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز نیستند، بلکه زیان‌گریزند. به عبارتی نفرت افراد از عدم اطمینان چندان شدید نیست، بلکه آنها بیش از هر چیز از زیان کردن متنفرند. (Nevins 2004) افراد اغلب برای زیان بیشتر از سود، حساسیت نشان می‌دهند، یعنی مجازات ذهنی که افراد برای یک سطح معین زیان در نظر می‌گیرند، بیشتر از پاداش ذهنی است که برای همان سطح سود (یک دلار سود) در نظر می‌گیرند. این پدیده برای نخستین بار در نظریه انتظار دانیل کاهنمن و آموس تورسکی مطرح شد و مبین این اصل بود که افراد زیان را قوی‌تر از سود درک می‌کنند و افراد زیان‌گریز حتی برای فرار از موقعیت زیانده حاضر به ریسک بیشتر هم هستند.

دژمان‌گریزی :

این ترجیح در واقع ناشی از تمایل افراد به اجتناب از احساس تأسف و تنبهی است که در اثر یک تصمیم سرمایه‌گذاری ضعیف در درونشان به وجود می‌آید. دژمان‌گریزی چیزی بیش از درد و زیان مالی صرف را مجسم می‌کند و شامل تأسف و احساس مسئولیت‌پذیری برای تصمیمی است که منجر به زیان شده است.

این فرار از تأسف ممکن است افراد را به حفظ سهامی با عملکرد ضعیف وادار کند، به این امید که با اجتناب از فروش آنها از زیان متعاقب آن هم بگریزند. گذشته از این امکان دارد دژمان گریزی سرمایه‌گذاران را با رفتار گله‌ای مواجه کند .

برای مثال: افراد بیشتر در سهام شرکت‌هایی که مورد قبول دیگران هستند، سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ زیرا این نوع خریدها یک ضمانت ضمنی در برابر دژمان گریزی دارند. (اگر شما پول خود را در این شرکتها از دست بدهید، چون افراد متعدد دیگر هم پول خود را از دست داده‌اند، شما از تصمیم زیانده خود خیلی متأسف نخواهید شد) .

محاسبه ذهنی :

محاسبه ذهنی، اصطلاحی است که معرف گرایش طبیعی افراد به سازماندهی اطرافشان در قالب حساب‌های ذهنی جداگانه است. به فرایندی که از طریق آن تصمیم‌گیرندگان مسائل را برای خودشان فرمول‌بندی می‌کنند محاسبه ذهنی گفته می‌شود .

یکی از مفاهیم محاسبه ذهنی شکل‌گیری کوتاه بینانه است، یعنی سرمایه‌گذاران تمایل دارند تا به هر یک از عناصر سبد دارایی‌های خودشان، به طور جداگانه پردازند که همین می‌تواند منجر به اتخاذ تصمیم ناکارآمد شود .

با اندکی توجه می‌توان دریافت که محاسبه ذهنی، به معنای داشتن نگرش چندگانه نسبت به ریسک است، همان‌گونه که میر استتمن معتقد است ما دارایی‌هایمان را به دارایی‌هایی با ایمنی بالا و دارایی‌هایی با ایمنی پایین تقسیم می‌کنیم .

به عنوان نمونه بسیاری از افراد به هزینه‌های آموزشی فرزندان خود راحت‌تر(و شاید غیر اقتصادی‌تر) بودجه تخصیص می‌دهند، در حالی که همین افراد برای برخی فرصت‌ها حساب جداگانه‌ای دارند و به دنبال کسب بالاترین بازده از آن فرصت‌ها هستند.

سوگیریهای شناختی

روان‌شناسان به این نتیجه رسیده‌اند که، زمانی که عاملان اقتصادی باورهای ذهنی خود را به کار می‌گیرند، در معرض برخی اشتباهات سیستماتیک هستند. همان‌گونه که پیشتر گفته شد، الگوهای رفتاری در جهت کاهش تأثیر این سوگیریها هستند و باعث کارآمدتر شدن بازارها می‌شوند. شرح برخی از این اشتباهات سیستماتیک در زیر می‌آید:

بیش‌نمایی:

این اشتباه را می‌توان به عنوان تمایل افراد به دادن اهمیت بیشتر به برخی گزارشها، پیشرفت‌ها و اظهارات تعریف‌کرد، از اینرو به یک رویداد بیش از اندازه شایستگی‌اش اهمیت داده می‌شود. به دیگر سخن، فرد در بیش‌نمایی، رویدادها را نماینده و نمونه یک طبقه ویژه بداند و به این ترتیب الگویی را که وجود خارجی ندارد، برای خودش متصور باشد.

پیامد مهم این اشتباه برای بازارهای مالی این است که سرمایه‌گذاران تمایل به این فرضیه دارند که رویدادهای اخیر در آینده نزدیک ادامه خواهد داشت، از اینرو در جستجوی خرید سهام چشمگیراند و سهامی را که به تازگی عملکرد ضعیفی داشته‌اند، نمی‌خرند.

بیش‌نمایی، اطمینان بیش از اندازه، اثر قالبی، اثر تمایلی و محافظه‌کاری اشتباهات سیستماتیکی هستند که عاملان اقتصادی ممکن است مرتکب آن شوند.

اطمینان بیش از اندازه :

این اشتباه قطعاً پر تکرارترین الگوی رفتار مالی است که تا کنون بحث شده است. شیلر این الگو را به زبان ساده این‌گونه بیان می‌کند که : مردم فکر می‌کنند که آنها بیشتر از آنچه که انجام می‌دهند، می‌دانند این اشتباه مربوط به حالتی است که در آن افراد برای اطلاعات محرمانه خود بیش از اندازه اهمیت قائل‌اند .

سرمایه‌گذارانی که اعتماد به نفس بیش از اندازه دارند، در مواجهه با رویداد عمومی جدید، ارزیابی‌های شخصی خود را کندتر بازبینی و تجدید نظر می‌کنند. اما جالب اینجاست که این سوگیری به هیچ وجه مختص سرمایه‌گذاران غیرحرفه‌ای یا فردی نیست.

اثر قالبی :

پژوهش‌ها درباره چگونگی تصمیم‌گیری حاکی از این است که یک تفاوت کوچک در روش ارائه پرسش منجر به پاسخهای متفاوت می‌شود. روزکوسکی این اثر را این‌گونه توضیح می‌دهد :  
تحقیقی را در نظر بگیرید که در آن یک گروه از افراد مطلع می‌شوند که در یک سرمایه‌گذاری ویژه ۵۰ درصد احتمال موفقیت دارند. به گروه دیگر گفته می‌شود که در همان سرمایه‌گذاری ۵۰ درصد شانس شکست دارند.

از نظر منطقی، باید تعداد برابری از افراد هر گروه علاقه‌مند به تحمل این ریسک باشند. اما این موضوع در این مورد صادق نبود. وقتی ریسک بر اساس احتمال موفقیت توصیف می‌شود، نسبت به حالتی که ریسک بر حسب احتمال شکست توصیف شود، افراد بیشتری تمایل به تحمل ریسک می‌شوند.

این سوگیری بدین مفهوم است که پرسش‌های مربوط به ریسک باید خیلی با دقت بیان شود. حتی تخمینهای دقیق از میزان تحمل ریسک، می‌تواند منجر به استراتژی انتخابی ضعیفی شود.

● اثر تمایلی :

اثر تمایلی در نظریه‌های مدرن بخوبی شناخته شده است. این اشتباه بیانگر میل طبیعی به فروش سریع سهام برنده (سودآور) و نگه داشتن بیش از اندازه سهام سهام بازنده (زیانده) است. توجه داشته باشید که بخش دوم اثر تمایلی می‌تواند موجبات زیانهای کلانی را فراهم کند (اجتناب از قطع زیان و معاملات نامطلوب)

اثر خودش را در سودهای کوچک پرتعداد و زیانهای کوچک کم تکرار نشان می دهد. در واقع حجم معاملات تحت تأثیر این اثر است بر این اساس، در بازار رو به رشد، حجم معاملات صعودی، و در بازار راکد، حجم معاملات نزولی است.

• **محافظه-کاری :**

این اشتباه که به اصرار بر باور نیز معروف است، مؤید این مطلب است که افراد برای تغییر عقاید خود حتی زمانی که اطلاعات جدیدی به دست می آورند، بی میل هستند .

بر اساس مطالعات بارباریس و ثلر دو اثر در این زمینه تأثیر گذارند:

اول اینکه افراد برای تحقیق در جهت یافتن شواهدی که مغایر با باورهایشان است، بی میل اند و دوم اینکه اگر هم چنین شواهدی یافتند با شک و تردید مضاعفی به آن شواهد می نگرند (BARBERIS & THALER, 2001). نکته جالب توجه اینکه در بعضی

اوقات محافظه کاری نقطه مقابل الگوی مکاشفه ای بیش نمایی است.

فهرست سوگیریهایی شناختی تنها به این فهرست کوتاه محدود نمی شود و براحتی می توان به آن افزود، اما قدر مسلم این است که رفتار مالی، تنها در پی فهرست کردن اشتباهات نیست و سعی دارد بعد از شناسایی چرایی و چگونگی شکل گیری چنین سوگیریهایی، راهکارهایی برای اجتناب از آنها و در نتیجه کارا تر شدن بازارهای مالی ارائه کند.

## • محدودیتهای آربیتراژ

در دهه ۱۹۷۰ راس نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژ (APT) را پایه‌گذاری کرد. مفهوم اساسی در APT، قانون وجود یک قیمت است. یعنی دو دارایی (سهمی) که در ریسک و بازدهی مشابه‌اند، نمی‌توانند در قیمت‌های متفاوت فروخته شوند. با این تعریف، قیمت‌گذاری نادرست ورقه بهادار به طریقی که سود بدون ریسک ایجاد کند، آربیتراژ نامیده می‌شود.

بر اساس نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژی سرمایه‌گذاران را به دو دسته تقسیم می‌کنند: دسته اول معامله‌گران باهوش یا معامله‌گران نهایی یا منطقی هستند که توانایی جبران اشتباهات بسیاری از سرمایه‌گذاران را دارند و دسته دوم معامله‌گران عادی یا غیرمنطقی هستند که اغلب مرتکب اشتباه در تصمیم‌گیری می‌شوند.

برای درک بهتر مفهوم آربیتراژ، مثالی می‌آوریم: فرض کنیم در بازار، برگه‌ای نسبت به قیمت پایه‌اش بالاتر قیمت‌گذاری شده و جانشین این برگه نیز در بازار در دسترس است. سرمایه‌گذاران منطقی از طریق فروش استقراضی برگه گرانتر و به طور همزمان خرید برگه مشابه آن سهم، سود بدون ریسکی را کسب می‌کنند.

به خاطر فعالیت رقابتی تعداد زیادی سرمایه‌گذار باهوش یا آربیتراژکننده، دو قیمت به سمت یک قیمت واحد حرکت خواهند کرد و در حالت تعادل، سهامی که بالاتر از ارزش پایه قیمت‌گذاری شده بود به قیمت پایه-ای خود باز خواهد گشت. بنابراین از طریق فرایند آربیتراژ، تا زمانی که سهم، جانشین نزدیکی داشته باشد، اثر معامله‌گران عادی حذف می‌شود.

آربیتراژ به خاطر اینکه اثر آن موجب بازگشت قیمت‌ها به ارزش پایه و حفظ کارایی بازار می‌شود، نقش مهمی در تجزیه و تحلیل بازارهای اوراق بهادار ایفا می‌کند .  
یکی از یافته‌های اصلی رفتار مالی نظریه محدودیت آربیتراژ است. این نظریه نشان می‌دهد که اگر معامله‌گران عادی باعث انحراف هر دارایی از ارزش پایه‌اش شوند، معامله‌گران باهوش اغلب نمی‌توانند کاری بکنند زیرا به دلایل گوناگون اغلب فرصت‌های آربیتراژی در بازارهای اوراق بهادار در دنیای واقعی بشدت محدود می‌شوند .

اول از همه اینکه بازارهای دنیای واقعی از حالت آرمانی و کامل خود دور هستند. ناسازگاریهای متعددی از قبیل: هزینه‌های معاملات، و نیز فقدان جانشین کامل یا مناسب برای بسیاری از اوراق بهادار، کار تکرار کامل هر دارایی را برای بازار بشدت سخت می‌کنند .

در این حالت نیروهای آربیتراژی با خطر اساسی مواجه می‌شوند. به خاطر افق سرمایه‌گذاری کوتاه مدت و محدودیتهای دیگری که نیروهای آربیتراژی با آن مواجه‌اند، آربیتراژ تبدیل به یک فعالیت ریسک‌دار می‌شود و برای همین، احتمالاً نیروهای آربیتراژی انجام آن را به عهده نخواهند گرفت.



تشریک مساعی بین علوم مالی و علوم اجتماعی که با عنوان رفتار مالی شناخته می شود، باعث ژرفتر شدن دانش ما از بازارهای مالی، شده است. حضور علوم نامبرده در مباحث مالی مشاوران مالی را تبدیل به پزشکان مالی کرده است .

میر استتمن به مشاوران مالی توصیه می کند: الگوی پزشکان را پیروی کنید: بپرسید، گوش کنید، تشخیص دهید، آموزش دهید و معالجه کنید. مشاوران مالی که به عنوان پزشک عمل می کنند، دانش مالی خود را با توانایی راهنمایی ارباب رجوع ترکیب می کنند .

به عبارتی آنها درباره ریسک و بازده فکر نمی کنند، بلکه درباره ترس، اشتیاق و اشتباهاتی که احتمالاً ارباب رجوع مرتکب خواهند شد، می اندیشند. همان گونه که پزشکان بهداشت و رفاه افراد را ارتقا می بخشند، مشاوران مالی نیز ثروت و رفاه افراد را بالا می برند .

«انقلاب الکترونیکی در ارتباطات، که مهمترین رویداد دوران ماست، باعث دگرگونی کامل نهادهای مالی در آینده خواهد شد، بنابراین قدر مسلم این است که ما باید از تمام ذخایر علمی خود استفاده کنیم تا مطمئن شویم که این دگرگونی منجر به زندگی بهتری برای همه ما می شود و این بدین معنا است که ما باید هم نظریه های رفتاری و هم نظریه های نئوکلاسیک را به کار بگیریم .

تعیین کننده در اثربخش بودن یا نبودن این دسته نظریه ها خود سرمایه گذار است. میلتون فریدمن معتقد است تنها کسی که بدرستی می تواند شما را متقاعد کند خود شما هستید و این خود شما هستید که باید مباحث را سرفرصت در ذهن خود تغییر دهید .

بنابراین نظریه های کمی و بسیار دقیق که در متون علمی و درسی دیده می شوند، برای کارا تر شدن بازارها شرط لازم اند، اما قطعا شرط کافی برای بازار کارا، سرمایه گذاران کارا هستند؛ یعنی سرمایه گذارانی که سوگیر نیستند و مشاورانشان پزشکان مالی هستند.