

مقدمه‌ای بر مالی رفتاری*

❖ مالی علم جدیدی است که تا دهه‌ی ۵۰ فاقد چارچوب و مبانی مستحکم نظری بود، و عمدتاً مطالبی را توصیفی ارائه می‌کرد. از تجربه شخصی به یاد دارم که استاد راهنمای اول خودم آقای Clarkson از این رو مشهور شده بود که در اواخر دهه‌ی پنجاه قرن بیستم توانسته بود مقاله‌ی کلاسیک خود را در مورد شبیه‌سازی رفتار کارگزاران به رشته‌ی تحریر درآورد. مقاله‌ی وی از جمله اولین مقاله‌هایی بود که تلاش می‌کرد، چارچوب توصیفی را دور بیندازد و «مالی» را به چارچوبی دقیق‌تر مقید کند.**

❖ از دهه‌ی پنجاه مبانی آنچه بعدها conventional or modern finance نام گرفت، شکل گرفت. یعنی «مالی» مبتنی بر نظریه‌های منطقی و عقلایی، مثل نظریه‌ی کارایی بازار یا CAPM، و بحث‌های ولگشت یا random walk. این‌ها در واقع همه مبتنی بر دو اصل بازده و ریسک بود. یعنی، در سرمایه‌گذاری اگر بازده مساوی باشد، ریسک کم‌تر ملاک تصمیم است و اگر ریسک مساوی باشد، سرمایه‌گذاری با بازدهی بیشتر ملاک است. یعنی تصمیم‌گیری براساس حداکثر کردن مطلوبیت مورد انتظار اخذ می‌شود. البته، مطالعات تجربی می‌گوید این نظریه‌ها در بسیاری موارد به درد می‌خورد. اما چیزی طول نکشید که اقتصاددانان و عالمان مالی اختلال در رفتارهایی دیدند که نظریه‌های منطقی جواب آن‌ها را نمی‌داد. به‌ویژه در بازارهای مالی، رفتارهایی بروز داده شد که شکل ویژه‌ای داشت.

❖ زیربنای نظریه‌ی عقلایی انسان عاقل اقتصادی (homo economicus) است؛ و انسان‌های منطقی که «بیشینه‌ساز» ثروت‌اند و می‌خواهند رفاه خود را زیاد کنند، وقتی تصمیم اقتصادی می‌گیرند، با عواطف و دیگر عوامل کاری ندارند.

* . رؤس سخنرانی حسین عبده تبریزی در روز چهارشنبه ۱۳۹۶/۰۹/۲۲ در همایش «مالی رفتاری» گروه اقتصاد دانشگاه اصفهان به مناسبت اعطای جایزه نوبل اقتصاد ۲۰۱۷ به ریچارد تالر.

** Clarkson, G.P.E., *Portfolio Selection: A Simulation of Trust Investment*, Englewood Cliffs. N.J: Prentice- Hall, 1962.

اما در دنیای واقعی قضا یا این جور نیست؛ حتما همه‌ی اقتصاددانان سنتی یا mainstream هم این را نمی‌گفتند و خیلی‌ها هم قبل از این که دهه‌ی ۹۰ میلادی برسد، به این عوامل توجه داشتند. مثلا، کنیز هم در دهه‌ی ۲۰ به اهمیت عوامل روانشناختی در تصمیمات اقتصادی توجه داشته است؛ سایمون در دهه‌ی ۵۰ گفته که آدم‌ها محدودیت‌هایی دارند که اجازه نمی‌دهد تصمیمات اقتصادی کاملا عقلایی بگیرند. ما هم می‌دانیم خیلی از آدم‌ها با آن معیارها غیرعقلایی رفتار می‌کنند؛ نگاه کنید به کارهایی که مردم در بورس تهران انجام می‌دهند؛ دنبال روی می‌کنند و خود را بیچاره می‌کنند؛ نگاه کنید به تجربه‌ی آکتورد در این روزهای اخیر؛ نگاه کنید به این همه آدم که لاتاری بازی می‌کنند. از دید عقلایی، خرید بلیط لاتاری که می‌دانیم شانس برنده- بازنده‌ی آن با قیمت بلیط نمی‌خواند، کاری عقلایی نیست. وقتی شانس برنده‌شدن در جک‌پات معروفی یک در مقابل ۱۴۶ میلیون است، چطور میلیون‌ها نفر با این چنین نسبتی شرط می‌بندند؟ این رفتارها ناهنجار، بی‌قاعده، خلاف قاعده و سقم (anomalies) است.

❖ این بی‌قاعدگی‌ها بعضی دانشگاهیان را به سمت این برد که از روانشناسی شناختی (cognitive psychology) استفاده کنند؛ یعنی آن بخشی از روانشناسی که با فرایندهای mental رابطه دارد (تصورات، تفکر، یادگیری و حافظه). از این استفاده کنند تا رفتارهای غیرمنطقی و غیرعقلایی را توضیح بدهند. این جا دیگر modern finance جواب نمی‌داد. مالی رفتاری تلاش می‌کند کنش‌های ما را توضیح بدهد، در حالی که مالی سنتی در پی توضیح کنش‌های انسان عاقل اقتصادی است. (homo economicus)

❖ پس مالی رفتاری درک و پیش‌بینی نتایج حاصل از فرایندهای روانشناختی در تصمیم‌گیری‌های مالی و سرمایه‌گذاری است. به بیان دیگر، مالی رفتاری تأثیرات روانشناسی بر تصمیم‌گیری مالی افراد، شرکت‌ها و بازارهای مالی را مطالعه می‌کند.

❖ اگر در حوزه‌ی مالی سنتی اسامی مارکویتس، شارپ، فاما، راس، بلک شولز و مودیلیانی و میلر به ذهنمان می‌آید، اینجا سه نام از بقیه‌ی اسامی فاصله‌ی بلندی می‌گیرند. دنیل کانمن (Kahneman)، آموس تورسکی (Amos Tversky) و ریچارد تالر (Richard Thaler). بدون این پدران مالی رفتاری، این رشته به جایی که امروز به آن رسیده، نمی‌رسید. کانمن و تورسکی دو نفری ۲۰۰ اثر منتشر کردند که بیشتر مفاهیم روانشناسی‌ای را ارائه

می‌کند که در مالی رفتاری کارکرد دارند. در ۲۰۰۲ آنان عملاً هر دو نوبل گرفتند، اما متأسفانه تورسکی فوت شده بود، و جایزه به کانمن تعلق گرفت. بیشتر کارهای تحقیقی آنها مرتبط با سوگیری‌های شناختی cognitive biases و کشف رویکردها به حل مسائلی بود که باعث می‌شود مردم تصمیمات غیرعقلایی و رفتار غیرمنطقی پیشه کنند. در نوشته‌های اصلی آنان، مطالب مربوط به (Prospect Theory) نظریه‌ی چشم‌انداز و گریز از زیان (loss aversion) بسیار پررنگ است.

❖ اما این ریچارد تالر بود که پای نظریه‌های کانمن و تورسکی را به «مالی» کشاند. با مطالعه‌ی نظریه‌ی چشم‌انداز دریافت که نظریه‌ی روانشناسی می‌تواند غیرعقلایی بودن رفتار را توضیح دهد. وی با تورسکی و کانمن تیمی را تشکیل دادند و اقتصاد و مالی را با روانشناسی مخلوط کردند تا مفاهیم جدیدی چون «حسابداری ذهنی» (mental accounting) و سایر اثرات و سوگیری‌ها را توضیح بدهند.

❖ البته، منتقدان مالی رفتاری هم کم نیستند. به هر حال نظریه‌ی کارایی بازار کار نظری سترگی بوده و شالوده‌ی نظریه‌ی مالی مدرن بوده است. بنابراین، آن نظریه‌پردازان آرام به گوشه‌ای نشستند. معروف‌ترین منتقد مالی رفتاری خود یوجین فاما است که بنیانگذار نظریه‌ی بازار کار است و می‌گوید به‌رغم الزامات و اشکالات، نباید نظریه‌ی سنتی را با مالی رفتاری جایگزین کرد، چون نظریه‌های مالی رفتاری شالوده‌های محکمی ندارند. فاما می‌گوید بیشتر انحرافات نظریه‌های سنتی باید اتفاقات کوتاه‌مدت تلقی شود که بالاخره طی زمان اصلاح می‌شوند. در مقاله‌ی ۱۹۹۸ خود، فاما می‌گوید یافته‌های «مالی رفتاری» با یکدیگر متناقض‌اند و سرجمع خود «مالی رفتاری» به نظر می‌رسد مجموعه‌ای از اختلال‌ها و انحرافات است که کارایی بازار آنها را توضیح می‌دهد.

❖ تا اینجا دریافته‌ایم که مالی رفتاری دانش جدیدی است که روانشناسی رفتاری و شناختی را با اقتصاد مالی سنتی درهم می‌آمیزد تا تصمیمات مالی غیرعقلایی را توضیح دهد. امیدوارم تا پایان این نشست درک بهتری از پاره‌ای از اختلالات و انحرافات تصمیم‌گیری مالی بیابید که با نظریه‌های سنتی بیان نمی‌شود. آقای رادپور کلیات بعضی دلایل و سوگیری‌های اصلی که رفتار غیرعقلایی را توجیه می‌کند را در اختیار شما خواهند گذاشت. امیدواریم این توضیحات بتواند به شما در تصمیم‌گیری مالی کمک کند.

❖ به هر حال، بی‌شک شما هم که احتمالاً تجربه کرده‌اید و قبول هم دارید که تصمیم منطقی بیشینه‌کننده‌ی ثروت همیشه کار نمی‌کند؛ قبول دارید که موارد زیادی هست که احساسات و روانشناسی بر تصمیمات مردم اثر می‌گذارد و باعث می‌شود افراد به‌شکلی غیرقابل پیش‌بینی و غیرعقلایی رفتار کنند. به نظر شما نیز می‌پذیرید که مالی رفتاری به ما نشان می‌دهد چگونه احساسات، عواطف، هیجانات و سوگیری‌ها، قیمت‌های سهام را تغییر می‌دهد. این ایده را قبول دارید که روانشناسی حرکات و نوسانات قیمت سهام را تعیین می‌کند، و این درست مقابل نظریه‌هایی می‌ایستد که معتقدند بازارها کارآمد و کارا است. یعنی جلوی این ایده که هر اطلاعات جدید مرتبطی به ارزش شرکت، سرعت از طریق فرایند آربیتراژ در ارزش سهام بازتاب می‌یابد. برای هر کسی که تجربه‌ی حساب شرکت‌های اینترنتی و سقوط بعدی بازار و نیز تجربه‌ی سال‌های ۲۰۰۸-۲۰۰۷ را دارد، هضم نظریه‌ی بازار کارآمد آسان نیست. رفتارگرایان توضیح می‌دهند که این وضعیت‌ها انحراف و اختلال موقعیت نیست، بلکه رفتار غیرعقلایی، قاعده‌ی بازی است و فراگیر است.

❖ مثال اهمیت زیان در مقابل اهمیت برد و عایدی. ۵۰ یورو مطمئن و یا پرتاب سکه (برد ۱۰۰ یا هیچ)؛ شانس همان رقم ۵۰ یورو؛ برعکس ۵۰ یورو زیان یا پرتاب سکه. در هر دو سناریو احتمال برد و باخت یکسان است، اما افراد می‌گویند سکه پرتاب شود تا از زیان فرار کنند. مردم احتمال جبران کردن زیان را مهم‌تر از احتمال بُرد بزرگ‌تر می‌دانند. این شاهده‌ی بر ناکارایی نظریه‌ی منطقی و ناکارایی بازارهاست. مشابه مثال بالا، موارد دیگری در بازار هم می‌بینید. سهامدار می‌بیند که سهم بانک الف دارد پایین می‌رود، اما چون مثلاً آن را ۱۴۰ تومان خریده، در ۱۲۰ و ۱۰۰ و .. نمی‌فروشد تا قیمت به ۴۰ تومان و زیر آن می‌رسد. فارغ از این که به چه قیمتی می‌رسد، سهامدار معتقد است بالاخره قیمت به جای خود برمی‌گردد.

❖ ما شواهد دیگری هم از ناکارایی بازارها داریم: اثر اهرم، اثر قیمت دفتری به قیمت بازار، اثر اندازه، اثر دو قطب و آهن‌ربا، اثر تقویم و فراواکنش و برعکس آن فروواکنش‌ها (over or under reaction). بحث حرکت توده‌وار یا گله‌وار herd را همه ما شنیده‌ایم. این حس و حرکت توده‌ای توضیح می‌دهد چرا مردم تمایل دارند از دیگران تقلید کنند. وقتی بازارها در نوسان است، سرمایه‌گذاران می‌ترسند که دیگران بیشتر از آن‌ها می‌دانند و

اطلاعات بیشتر دارند، و بنابراین به دنبال آن‌ها می‌روند. مالی رفتاری توضیح می‌دهد، چطور مردم نظر herd (دیگران) را بر نظر خود self ارجح می‌دانند. تحلیلگر یا مدیر صندوقی که موفق می‌شود، دیگران نمی‌گویند شانس آورده، بلکه به او ویژگی‌های خاص و توانایی‌های خاص را نسبت می‌دهند. در مقابل اعتقادات سرمایه‌گذاران سرعت هم تغییر نمی‌کند. مثلاً اعتقاد به این که بازار اگر یک تکان کاهشی سریعی خورد، وقت خرید است. یکی از علل تصمیمات غیرعقلایی همانا تصمیمات شهودی است که اشکال مختلفی دارد. مثلاً قضاوت‌های حاصل از overconfidence؛ این تصمیمات شهودی اشکالات بسیار متنوعی دارد.

❖ دیگر تصمیم‌های شهودی:

- نمایندگی یا مشابه‌سازی. قضاوت براساس تصور تکرار رویدادها در آینده و قضاوت براساس مشابهت‌ها.
- لنگر انداختن anchoring. عکس مشابه‌سازی است. افراد به اطلاعات جدید عکس‌العمل کمی نشان می‌دهند و برعکس حالت نمایندگی، خیلی محافظه‌کارانه عمل می‌کنند.
- محافظه‌کاری. مقاومت در مقابل تغییرات.
- اثر هاله‌ای. قضاوت تحت تأثیر ویژگی خاص و موضوع خاص، و تعمیم این ویژگی به سایر جنبه‌های آن.
- زیان‌گریزی یا اثر تمایلی. عقیده به نگهداری اوراق بهادار در زیان به علت اجتناب از شناسایی زیان در سبد اوراق.
- اطمینان بیش از اندازه. برآورد بیش از حد از مهارت‌ها و توانایی‌ها؛ خودفریبی.
- حسابداری ذهنی. در نظر گرفتن موضوعات در حساب‌های جداگانه و نادیده گرفتن ارتباط مابین وقایع.

و از این دست مفاهیم فراوان است. مالی رفتاری این‌ها را آزمون کرده و نتایجی را نشان داده است.

❖ در عمل، البته کمتر جمع‌بندی‌های مالی رفتاری در تصمیمات برای شناسایی فرصت‌های سودآور بازار تأثیر

می‌گذارد. از این‌رو، آیا می‌توان گفت که اثر مالی رفتاری هنوز بیشتر دانشگاهی است تا موضوع مدیریت و بازار؟ هر چند مالی رفتاری به صدها کاستی بازار اشاره می‌کند، اما کم‌تر راه‌حلی می‌دهد که از آن بتوان پول درآورد. رابرت شیلر Shiller در اثر معروف سال ۲۰۰۰ خود سرخوشی غیرعقلایی Irrational Exuberance نشان

می‌دهد که در اواخر دهه‌ی ۹۰، بازار در قله‌ی حبابی خود است، اما نمی‌گوید چه زمان حباب‌ها می‌ترکد. مالی رفتاری نمی‌گوید چه زمان بازار در کف است، هر چند که می‌تواند بگوید وقتی حباب بترکد، به چه مشکلی بازار می‌افتد. رفتارگران هنوز باید مدل منسجمی عرضه کنند که بیش از توضیح وضعیت، قدرت برآوردی و پیش‌بینی داشته باشد. این‌جا هم می‌بینیم که نظریه نمی‌تواند شیوه‌ی فائق‌آمدن بر بازار و شکست‌دادن بازار را بیاموزد. برعکس به ما می‌گوید که روانشناسی تصمیم‌گیران باعث می‌شود قیمت‌های بازار از ارزش‌های بنیادین در بلندمدت فاصله بگیرند. مالی رفتاری معجزه نمی‌کند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری موفق را نشان دهد؛ اما شاید کمک می‌کند تا سرمایه‌گذاران خود را تربیت کنند و مواظب باشند که در رفتار و تصمیم‌گیری‌های مالی خود کم‌تر مرتکب اشتباه شوند.