

تأمین مالی براساس رویکرد رفتاری



✍️ الله‌کرم صالحی

مقدمه

دیدگاه سنتی مالی فرض می‌کند که افراد برای حداکثر کردن ثروت در سطح معینی از ریسک یا حداقل کردن ریسک در سطح معینی از ثروت، تصمیمهای منطقی می‌گیرند. چنین رویکردی را که بیان می‌کند «مردم چگونه باید رفتار کنند» هنجاری^۱ می‌نامند. این دیدگاه ابزار لازم را برای توسعه تئوری پرتفوی، مدل قیمتگذاری دارایی سرمایه‌ای، تئوری آربیتراژ و تئوری اختیار قیمتگذاری ارائه کرده است. در مقابل این دیدگاه سنتی، تأمین مالی براساس رویکرد رفتاری^۲، خطاهای ادراکی و هیجانهایی که اغلب بر تصمیمگیرندگان مالی تأثیر می‌گذارد و باعث می‌شوند که آنها تصمیمهای نامطلوبی بگیرند را شناسایی می‌کند. تأکید این رویکرد بر توصیف مثبت^۳ رفتار انسانی است و اینکه به‌طور عینی در یک زمینه مالی «مردم چگونه رفتار می‌کنند» را مورد بررسی و مطالعه قرار می‌دهد (Hirschey & Nofsinger, 2008).

شیلر (Shiller, 2006) معتقد است که تاریخ تئوری مالی در نیم‌قرن اخیر بر حسب دو انقلاب مجزا خلاصه شده است: اولین، انقلاب نئوکلاسیکها در مالی است که با مدل قیمتگذاری داراییهای سرمایه‌ای و تئوری بازارهای کارا در دهه ۱۹۶۰ و مدل قیمتگذاری داراییهای سرمایه‌ای شرطی^۴ و تئوری قیمتگذاری آربیتراژ در دهه ۱۹۷۰ آغاز شده است. دومین انقلاب در حوزه مالی با سئوالهایی در باره منابع نوسان در بازارهای مالی، کشف تعدادی از بی‌قاعدگیهای^۵ بازار و تلاش کاهنمان و تورسکی (Kahneman & Tversky, 1979) در ارائه مالی رفتاری در قالب تئوری سوداگری و سایر تئوریهایی که از روانشناسی سرچشمه گرفته‌اند از دهه ۱۹۸۰ آغاز شده است.

تأمین مالی براساس رویکرد رفتاری که به‌عنوان اقتصاد رفتاری نیز شناخته می‌شود، اقتصاد و روانشناسی را به‌منظور تجزیه و تحلیل این که سرمایه‌گذاران چگونه و چرا تصمیمهای مالی خود را می‌گیرند، با هم ترکیب می‌کند. رشته مالی

تامین مالی بر اساس رویکرد رفتاری
هر دو فرض تئوری اقتصاد نئوکلاسیک
انسان عقلایی و بازار کارا
را به چالش می کشد
و توضیح می دهد که چگونه و چرا
روانشناسی سرمایه گذاران
تصمیم گیری های مالی و
رفتار بازار را تحت تاثیر قرار می دهد



ادامه تشریح خواهند شد (Thaler, 1999).
 • **حجم مبادلات:** حجم مبادلات در بازارهای سرمایه به قاعده از آنچه تئوری اقتصاد نئوکلاسیک فرض کرده، بیشتر است. اقتصاد نئوکلاسیک فرض کرده که اگر سرمایه گذاران و بازرگانان منطقی باشند، به جای تکرار در میزان خرید و فروش، سرمایه گذاری خود را برای زمان طولانی حفظ می کنند. در عمل، سرمایه گذاران و بازرگانان ضمن تمایل به حجم بالای مبادلات، تعادل در نقدینگی و نیازمندیها را به عنوان نتیجه در نظر می گیرند.

• **نوسان در بازار سرمایه:** نوسان در بازارهای سرمایه به قاعده از آنچه تئوری اقتصاد نئوکلاسیک فرض کرده، بیشتر است. تئوری اقتصاد نئوکلاسیک بیان می کند که قیمتها تنها زمانی تغییر می کنند که اخبار جدیدی دریافت شود. در عمل، قیمت اوراق قرضه و سهام نوسانی تر از چیزی است که در بازار کارا و منطقی وجود دارد.

• **سود سهام:** سود سهام به پرداختهای شرکت به دارندگان سهام اشاره می کند که یک اثر قوی نسبت به آنچه تئوری اقتصاد نئوکلاسیک فرض کرده، در بازار سهام دارد. تئوری اقتصاد نئوکلاسیک نمی تواند توضیح دهد چرا هنگامی که سود سهام افزایش می یابد، قیمت سهام نیز افزایش می یابد یا چرا شرکتها سود سهام نقدی می پردازند.

• **معمای صرف سهام:** معمای صرف سهام به بازده سهامی اشاره دارد که در طول قرن اخیر مشاهده شده اند و بیشتر از بازده اوراق قرضه دولتی هستند که با تئوری اقتصاد نئوکلاسیک نمی توان بیانشان کرد. صرف سهام تفاضلی بین اوراق قرضه و سهام دولتی و غیردولتی رقم بزرگی است و به عنوان حاصل پاداش ریسک بیشتر

پرتفوی خود را با بهینه نمودن بازده مورد انتظار بر اساس سطح پذیرفتنی و شناخته شده از ریسک بازار می سازند. پرتفوی بهینه شامل ارزشیابی اوراق بهادار، تخصیص داراییها، بهینه سازی سرمایه گذاریها و اندازه گیری عملکرد است. فرضیه بازار کارا بیان می کند که بازار کاراست، زیرا قیمت سهام هر آنچه را که سرمایه گذاران در باره سهام در یک زمان معین می دانند، منعکس می کند (Flynn, 2008).

تئوریهای اقتصاد سنتی، از قبیل تئوری پرتفوی مدرن و فرضیه بازار کارا، جانبداریهای سرمایه گذاران و بی قاعدگیهای بازار را توضیح نمی دهند. برای مثال، حداقل پنج حوزه عمده وجود دارد که تئوری اقتصاد نئوکلاسیک قادر به توضیح نتایج بازار و رفتار واقعی سرمایه گذاران نیست. این پنج حوزه شامل **حجم مبادلات**^{۱۲}، **نوسان در بازار سرمایه**^{۱۳}، **سود سهام**^{۱۴}، **معمای صرف سهام**^{۱۵} و **پیش بینی پذیری**^{۱۶} است که در

کشیده است. تئوری اقتصاد نئوکلاسیک و تئوری پرتفوی مدرن بیان می کنند که رفتار سرمایه گذاران، منطقی و عاری از تعصب است. تئوری اقتصاد نئوکلاسیک بر رشد بهره وری، عرضه و تقاضا، سرمایه گذاران منطقی و بازارهای کارا متمرکز است. این رشته همچنین بر این باور است که سیستمهای بازار بر اطمینان توزیع عادلانه درآمدها و منابع تاکید دارند. به علاوه، بازار به مقررات عرضه و تقاضا، تخصیص تولید و بهینه کردن سازمانهای اجتماعی معتقد است (Brinkman, 2001). تئوری پرتفوی مدرن و فرضیه بازار کارا ابزاری هستند که برای تجزیه و تحلیل و درک این که چگونه اوراق بهادار در بازار ارزش گذاری می شوند، به کار می روند. تئوری اقتصاد نئوکلاسیک معتقد است سرمایه گذاران منطقی، پیش بینی پذیر و عاری از تعصب اند و بازار نیز کاراست. تئوری پرتفوی مدرن بیان می کند که سرمایه گذاران ریسک گریز

نمی‌تواند بیان شود.

• **پیش‌بینی‌پذیری:** پیش‌بینی‌پذیری مشاهده‌شده در بازارهای سرمایه را نمی‌توان با تئوری اقتصاد نئوکلاسیک بیان کرد. در بازار کارا و عقلایی، بازده‌های آینده را نمی‌توان بر اساس اطلاعات شناخته‌شده پیش‌بینی کرد. در عمل، الگوهای پیش‌بینی‌پذیر در نسبت‌های قیمت به سود، اعلان سود شرکت، تغییرات سود سهام، خرید مجدد سهام و هدایای سهام فصلی وجود دارد.

به‌رغم امتناع تئوری نئوکلاسیک اقتصاد از درگیر شدن در روانشناسی بازارها و سرمایه‌گذاران، تئوری مالی رفتاری بیان می‌کند که خطاهای ادراکی، اثر با اهمیتی روی تصمیم‌گیری مالی دارد. خطاهای ادراکی که تصمیم‌های سرمایه‌گذار و در نهایت نتایج بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهد، شامل موارد زیر است: **مرجعیت** (یا لانگر انداختن)^{۱۷}، **خطای دسترسی به اطلاعات**^{۱۸}، **خطای تایید اطلاعات**^{۱۹}، اثر **ناهنجاری قیمت‌ها**^{۲۰}، **خطای محدودیت دید**^{۲۱}، **خطای کنترل**^{۲۲}، **جانبداری خوشبینانه**^{۲۳}، **خطای اعتماد بیش از حد**^{۲۴}، و **واکنش بیش از حد**^{۲۵}، **خطا در نمایندگی**^{۲۶} و **واکنش کمتر از حد**^{۲۷} (FI - nn, 2008).

• **مرجعیت:** تمایل به پیش‌بینی‌های قبلی واقع‌شده در روی نقاط مرجع که ممکن است هیچ ارتباطی با ارزش پیش‌بینی‌شده آتی نداشته باشند.

• **خطای دسترسی به اطلاعات:** تمایل به قضاوت درباره احتمال‌های یک رویداد که بیشتر بر اطلاعاتی متکی است که نتیجه معینی را تایید می‌کند.

• **خطای تأیید اطلاعات:** جستجوی

اطلاعاتی که از عقیده سرمایه‌گذار حمایت می‌کند، چه بسا ممکن است شواهدی را که مغایر یا متناقض با این اطلاعات باشد، نادیده بگیرد.

• **اثر ناهنجاری قیمت‌ها:** تمایل به نگهداری اوراق بهادار زیانده برای زمان طولانی و فروش اوراق بهاداری که سرعت سودآوریشان بیشتر است به خاطر اجتناب از زیان.

• **خطای محدودیت دید:** تمایل به در نظر گرفتن اطلاعات نامربوط، هنگامی که بازه مورد انتظار یک دارایی تعیین می‌شود.

• **خطای کنترل:** تمایل اشخاص به تخمین بیش از حد کنترلی که آنها روی نتایج دارند.

• **جانبداری خوشبینانه:** تمایل افراد به این اعتقاد که آنها از میانگین بهترند و این اعتقاد که بدشانسی با احتمال بیشتری برای افراد دیگر رخ می‌دهد.

• **خطای اعتماد بیش از حد:** تمایل به اعتماد بیش از حد به توانایی برای پیش‌بینی کردن رفتار بازار به‌طور خاص هنگامی که با انتخاب اوراق بهادار سودآور در ارتباط باشد.

• **واکنش بیش از حد:** مشاهده الگوهایی در رویدادهای تصادفی مانند قلمداد کردن تمایلات فعلی برای همیشه در آینده.

• **خطای در نمایندگی:** تمایل برای یافتن شباهتها در میان دیدگاه‌های افرادی که شباهت آنها تنها سطحی است و تصور می‌شود که این نمونه، نماینده کل جامعه محسوب می‌شود.

• **واکنش کمتر از حد:** تمایل نداشتن به تعدیل انتظارات با استفاده از اطلاعات جدید.

شرکت‌های سرمایه‌گذاری به‌طور فزاینده‌ای گروه‌های مالی رفتاری را برای ارزیابی مسائل و عوامل کیفی اثرگذار بر بازار و تصمیم‌گیری، تشکیل

می‌دهند. مالی رفتاری به‌طور معمول وسیله‌ای برای سرمایه‌گذار موفق خواهد بود. حرفه سرمایه‌گذاری، ابزار و چشم‌انداز مالی رفتاری را برای مطالعه بی‌قاعدگیها یا استثناهای بازار مورد استفاده قرار می‌دهد و این بی‌قاعدگیها در بازار به‌عنوان مزیتی برای آنها قلمداد می‌شود. اصول مالی رفتاری می‌تواند برای هر طبقه دارایی شامل حقوق صاحبان سهام، اوراق بهادار با درآمد ثابت، اوراق بهادار تبدیل‌پذیر و سرمایه‌گذاری در دارایی غیرمنقول، به‌کار برده شود. مالی رفتاری تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار و حرکات بازار را به هم متصل می‌کند. سرمایه‌گذار مالی رفتاری می‌تواند در همه سبک‌های سرمایه‌گذاری، بخش‌های صنعت و قلمرو سهام به‌کار برده شود. با وجود مشروعیت و اهمیت مالی رفتاری در بخش‌های کسب‌وکار و دانشگاه، منازعه و مباحثه بین مالی سنتی و مالی رفتاری همچنان به قوت خود باقی است.

تئوری سوداگری

کاهنمن و تورسکی تصمیم‌گیری افراد بر اساس تئوری سوداگری را ارائه کردند که پیشرفته‌ترین تئوری در تامین مالی بر اساس رویکرد رفتاری است. سوداگری در شکل کلاسیک مدعی این دیدگاه است که فرد باید به‌گونه‌ای عمل کند که منافع خود را به حداکثر برساند. به بیان دیگر، توجه



