

## رفتارشناسی بازارهای مالی

علی ابراهیم نژاد- شروین شهریار

فعالیت موفقیت آمیز در بازار سهام مانند عرصه‌های اقتصادی دیگر نیازمند تجهیز سرمایه‌گذار به دانش و تخصص لازم است. شاخه‌ای از علم اقتصاد که دانش و ابزار لازم برای تحلیل بازارهای مالی را در اختیار افراد قرار می‌دهد، «فاینانس» (Finance) نامیده می‌شود.

از حدود یکصد سال پیش، همگام با شکوفایی و توسعه روز افزون این علم، مدل‌ها و ابزارهای متعددی برای ارزش‌گذاری دارایی‌ها ایجاد شده که بسیاری از آنها امروزه تحت عنوان «تحلیل فاندامنتال» (Fundamental Analysis) توسط کارشناسان برای ارزیابی سهام شرکت‌ها استفاده می‌شود. برخی متخصصان فاینانس معتقدند که در بلندمدت، ارزش کلیه دارایی‌ها (از جمله سهام) از قواعد بی‌چون و چرای این علم پیروی می‌کند و فارغ از نوسانات کوتاه مدت، تنها روش مناسب برای تصمیم‌گیری صحیح در بازارهای مالی استفاده از مدل‌های تحلیلی است. در این میان، هر چند نمی‌توان خدمات ارزنده این علم و متخصصان آن را نادیده گرفت اما با بررسی و مطالعه رفتار سرمایه‌گذاران در عرصه عمل می‌توان به مثال‌های متعددی دست یافت که بر اساس آن تصمیم‌افراد در سرمایه‌گذاری، متفاوت از پیش‌بینی تئوری‌های فاینانس بوده است. این رفتار سرمایه‌گذاران یکی از فرضیه‌های اساسی فاینانس تحت عنوان «بیهینه بودن بازارها» (Market Efficiency) را زیر سؤال برده است. این فرضیه به طور خلاصه بیان می‌کند که تغییرات قیمت سهام در نتیجه تغییر در ارزش ذاتی شرکت‌ها روی می‌دهد و در نتیجه قیمت سهام تنها از اخباری متأثر می‌شود که به تغییر جریان نقدی سهام (یعنی آنچه عاید سرمایه‌گذار خواهد شد) و در نتیجه تغییر در ارزش ذاتی منجر شود. این فرضیه در حالت قوی‌تر خود بیان می‌کند که به علت کارا بودن بازارهای سهام، اطلاعات مالی مربوط به عملکرد شرکت‌ها در قیمت سهام آنها لحاظ شده است و بنابراین در هر لحظه بازار، بهترین قیمت را برای یک دارایی با توجه به ارزش فعلی شرکت پیشنهاد می‌دهد. نمودار زیر که توسط رابرت شیلر از مشهورترین اساتید دانشگاه ییل (Yale) ارائه شده این فرضیه بنیادی فاینانس را به چالش می‌کشد. در نمودار مقابل، منحنی P شاخص واقعی قیمت سهام در بازار ایالات متحده آمریکا از سال ۱۸۷۰ تا ۲۰۰۸ را نشان می‌دهد. منحنی P\* ارزش فعلی کل عایدات واقعی سهام را محاسبه کرده است. بدین ترتیب با توجه به در

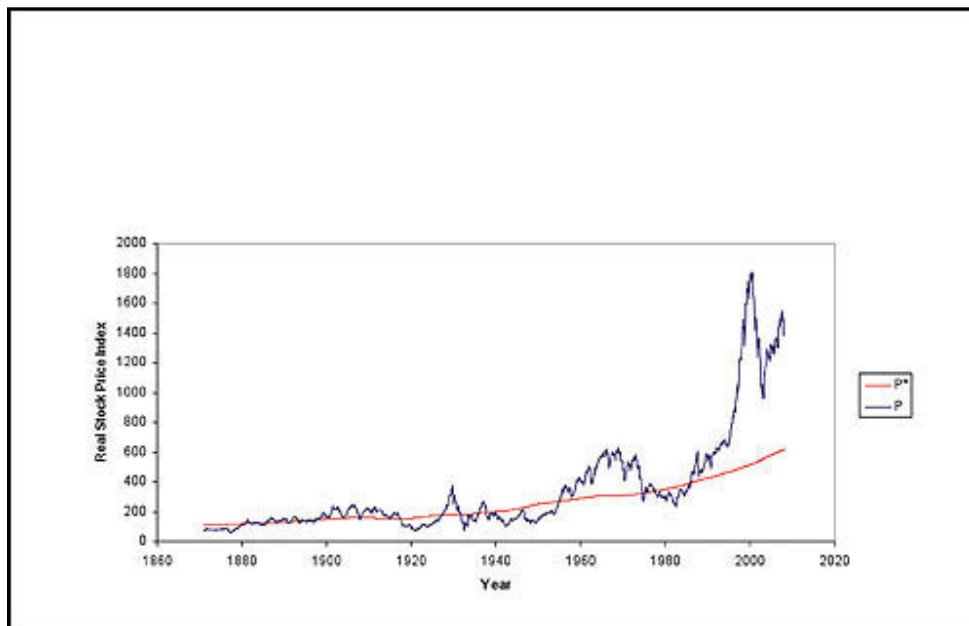
دسترس بودن اطلاعات آتی برای یک دوره زمانی طولانی (از تاریخ شروع نمودار در سال ۱۸۷۰) منحنی P\* با تنزیل سودهای نقدی واقعی که در آینده توزیع شده اند (بر اساس نرخ سود اوراق قرضه آمریکایی)، ارزش ذاتی میانگین کل سهام شرکت‌ها در بورس نیویورک را برآورده کرده است. مقایسه این دو منحنی نتایج جالبی را به دست می‌دهد؛ نخست اینکه به سادگی می‌توان تشخیص داد که میزان نوسانات واقعی قیمت سهام در بورس بسیار بیشتر از نوسانات ارزش ذاتی است به نحوی که منحنی P\* یک روند پیوسته با شیب ملایم را طی می‌کند اما منحنی P به عنوان نماینده تغییرات قیمت سهام بسیار متلاطم و پرنوسان است. دوم اینکه هر چند در اواخر قرن نوزدهم و نیمه اول قرن بیستم دو نمودار هماهنگی زیادی با یکدیگر دارند اما پس از این دوره، برای بازه‌های زمانی بسیار طولانی (مانند اوایل دهه ۹۰ تا ۲۰۰۸ میلادی) تفاوت معنادار بین قیمت سهام و ارزش ذاتی شرکت‌ها وجود داشته است. این اختلاف، در تضاد جدی با فرضیه بیهینه بودن بازارها است که قیمت را منعکس‌کننده ارزش ذاتی دانسته و هر گونه اختلاف میان این دو را ناچیز و موقتی می‌انگارد. یک نمونه قابل تشخیص دیگر در این نمودار مربوط به دوران رکود بزرگ (Great Depression) است که طی آن قیمت سهام در سال‌های ۱۹۲۹ تا ۱۹۳۲ بیش از دو سوم ارزش خود را از دست داد در حالی که کوچک‌ترین تغییری در ارزش ذاتی شرکت‌ها بر اساس تنزیل سودهای آینده ایجاد نشده؛ به عبارت دیگر شرایط سودآوری آتی شرکت‌ها کاملاً با ثبات بوده است! مطالعه میزان گردش سهام به عنوان یک مثال دیگر در بحث حاضر نیز در بردارنده نتایج جالب توجهی است. به جدول یک توجه کنید. ارقام جدول به خوبی نشان می‌دهند که در سه بورس توسعه یافته ایالات متحده، انگلستان و آلمان در طول سال ۲۰۰۹ ارزش کل معاملات به مراتب بیش از ارزش بازار بوده که به معنای دست به دست شدن کل ارزش سهام بازار در طول یک سال بین معامله‌گران است.

در بورس تهران هر چند این نسبت بسیار کمتر است اما با توجه به سهام شناور آزاد (سهام قابل معامله) ۲۰ درصدی در بازار سرمایه ایران می‌توان گفت میزان گردش سهام در این بازار نیز در واقع بیش از ۱۰۰ درصد بوده است. در اینجا باز هم تئوری‌های فاینانس به چالش کشیده می‌شوند؛ بر اساس نظریه بازار کارا تنها اخبار بنیادی که باعث تغییر ارزش ذاتی سهام می‌شوند، می‌توانند انگیزه تغییر قیمت و انجام معامله را برای سرمایه‌گذاران ایجاد کنند؛ این در حالی است که نسبت گردش سهام بیش از ۱۰۰ درصدی در اکثر بازارهای مالی دنیا به خوبی بیان می‌کند که انگیزه انجام معامله در بین سرمایه‌گذاران به مراتب بیشتر بوده است زیرا طبیعتاً میزان اطلاعات منتشره در مورد شرکت‌ها در یک سال به اندازه‌ای نیست که این حجم عظیم خرید و فروش سهام را توجیه کند. نمونه‌های مزبور حکایت از آن دارند که عواملی فراتر از نیروهای بنیادین در بازارهای مالی عمل می‌کنند که تئوری‌های فاینانس قادر به توضیح آن نیست. در پاسخ به این ناتوانی علمی، در چند دهه اخیر شاخه نوینی به نام «فاینانس رفتاری» (Behavioral Finance) در غرب ایجاد و رشد کرده است که به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی با رویکرد روانشناسانه می‌پردازد.

کارشناسان این رشته معتقدند نیروهایی نظیر ترس و طمع می‌توانند با زیر پا گذاشتن تئوری‌های فاینانس موجب نوسانات چشمگیر در بازارهای مالی شوند. بدین ترتیب باید به افراد از منظر روانشناسانه نگریست که در بسیاری مواقع تحت تاثیر احساسات واقعی، رفتاری کاملاً متفاوت با منطق اقتصادی (شالوده فاینانس) از خود نشان می‌دهند.

در سلسله نوشتاری که در هشت قسمت آینده (از فردا) منتشر می‌شود با بررسی الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران و ارائه نمونه‌های عینی، تصویر روشن‌تری از نحوه تصمیم‌گیری افراد در شرایط روانی متفاوت و به تبع آن رفتارشناسی بازارهای مالی خدمت‌خوانندگان محترم ارائه می‌شود.

نمودار مقایسه قیمت با ارزش ذاتی سهام



### «زبان گریزی»

رفتارشناسی مالی (Behavioral Finance) شاخه‌ای از علم فاینانس است که به بررسی رفتار بازارهای مالی با رویکرد روان‌شناسانه می‌پردازد. در این سلسله نوشتار ۹ قسمتی با بررسی الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران و ارائه نمونه‌های عینی، تصویر روشن‌تری از نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در شرایط متفاوت و به تبع آن رفتارشناسی بازارهای مالی خدمت‌خوانندگان محترم ارائه می‌شود. در این مطلب، موضوع «زبان گریزی» مورد بحث قرار می‌گیرد.

يك موقعیت فرضی را در نظر بگیرید که طی يك تصادف رانندگی به راننده مقصر پیشنهاد می‌شود بین دو گزینه زیر یکی را انتخاب کند:

۱- يك میلیون تومان هزینه خسارت را نقدي بپردازد.

۲- يك تاس بیندازد و در صورتی که تاس عدد زوج را نمایش داد دو میلیون تومان و در صورتی که عدد فرد آمد از پرداخت خسارت معاف شود.

بررسی بر اساس علم احتمال نشان می‌دهد که ضرر مورد انتظار (Expected Loss) در هر دو گزینه برابر يك میلیون تومان است زیرا احتمال زوج یا فرد آمدن تاس برابر است.

با وجود برابر بودن ضرر مورد انتظار در هر دو گزینه، اکثر افراد تمایل دارند گزینه دوم را انتخاب کنند یعنی افراد ضرر

غیرقطعی را هر چقدر که بزرگتر باشد به ضرر حتمی ترجیح می‌دهند. این پدیده در رفتارشناسی مالی به «زیان گریزی» (Aversion Loss) شهرت دارد و یکی از الگوهای رفتاری رایج در بین سرمایه‌گذاران است. مطالعات روان‌شناسی ثابت کرده‌اند که عدم مطلوبیت یا احساس ناخرسندی که از یک میزان ضرر مالی مشخص به انسان دست می‌دهد حدوداً ۲/۵ برابر میزان لذت یا خرسندی ناشی از سود به همان میزان است.

(Tversky, 1979 & Kahneman) به عبارت دیگر، برای جبران احساس نامطلوب زیان یک میلیون تومانی کسب حدود ۲/۵ میلیون تومان سود لازم است! این واکنش روانی باعث می‌شود که سرمایه‌گذاران در بازارهای سهام از فروش سهام زیان ده خود برای مدت طولانی خودداری کرده اما سهام سودده را خیلی زودتر از آنچه اقتضا می‌کند به فروش برسانند.

توجیه رفتار مزبور از منظر روان‌شناسی این است که برای سرمایه‌گذاران باور این حقیقت که در یک سرمایه‌گذاری ضرر کرده‌اند مشکل است و تا زمانی که سهام خود را به فروش نرسانده‌اند از لحاظ ذهنی احساس ناخرسندی ناشی از شناسایی زیان را به تعویق انداخته و به امید آینده نامعلوم باقی می‌مانند.

اما در مورد سهام سودده، ترس از کاهش ناگهانی قیمت موجب می‌شود که سرمایه‌گذار سهامی که برایش بازدهی داشته را زودتر واگذار کرده و از ریسک تبدیل شدن آن به یک سهم ضررده اجتناب کند. بدین ترتیب نقطه مرجع ذهنی سرمایه‌گذاران برای قضاوت در مورد یک سرمایه‌گذاری، قیمت خرید آن دارایی است و تصمیم خرید و فروش آنها تا حد زیادی به این تصور ذهنی در مورد قیمت باز می‌گردد که لزوماً هیچ ارتباطی با وضعیت سهم و یا شرکت ندارد.

مطالعه‌ای که در سال ۱۹۹۸ در مورد حساب کارگزاری بیش از ۱۶۳ هزار مشتری حقیقی در ایالات متحده آمریکا انجام شد نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران سهامی را که قیمت بالاتر نسبت به قیمت خرید داشته‌اند به طور متوسط ۱/۷ برابر زودتر از سهام زیان ده به فروش می‌رسانند. (Odean, 1998) مطالعه دیگری در سال ۲۰۰۱ در فنلاند نشان داد که سرمایه‌گذاران، سهامی که قیمت آنها از زمان خرید بیش از ۳۰ درصد افت کرده است را به طور میانگین ۳۲ درصد کمتر از سهام سودده سید خود به فروش می‌رسانند.

(Kelojarju, 2001 & Grinblatt) همچون سایر مباحث رفتارشناسی مالی، تئوری‌های فاینانس قادر به توضیح پدیده ریسک‌گریزی در بین سرمایه‌گذاران نیست. بر اساس تئوری مدرن فاینانس، یک سرمایه‌گذار در هر لحظه باید قیمت کنونی سهم و پیش‌بینی خود از ارزش ذاتی را مقایسه کرده و بر مبنای آن تصمیم به نگهداری یا فروش بگیرد. بر این اساس، قیمت خرید یک سهم نباید نقشی در تصمیم‌گیری عاقلانه یک سرمایه‌گذار ایفا کند؛ حال آنکه بر اساس تحقیقات فوق، آنچه در عالم واقع میان سرمایه‌گذاران اتفاق می‌افتد مخالف این نظریه است. بر اساس آنچه در خصوص اصل زیان‌گریزی بیان شد، رفتارشناسی مالی به سرمایه‌گذاران توصیه می‌کند تا با شناخت این الگوی رفتاری طبیعی و تلاش برای مهار آن سعی کنند تا سهام زیان ده خود را در صورت کسب توجیه لازم با سهولت بیشتری به فروش برسانند و به سهام سودده اجازه پیشروی و کسب بازده بیشتر را بدهند.

در مطلب بعدی از سلسله مطالب رفتارشناسی مالی، موضوع «اعتماد به نفس کاذب سرمایه‌گذاران» بررسی می‌شود.

### «اعتماد به نفس کاذب»

رفتارشناسی مالی (Behavioral Finance) شاخه‌ای از علم فاینانس است که به بررسی رفتار بازارهای مالی با رویکرد روان‌شناسانه می‌پردازد. در این سلسله نوشتار ۹ قسمتی با بررسی الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران و ارائه نمونه‌های عینی، تصویر روشن‌تری از نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در شرایط متفاوت و به تبع آن رفتارشناسی بازارهای مالی خدمت خوانندگان محترم ارائه می‌شود. در این مطلب، موضوع «اعتماد به نفس کاذب سرمایه‌گذاران» مورد بحث قرار می‌گیرد.

مروري اجمالي بر دستاوردهای علم روان شناسي بيان مي‌کند که پديده اعتماد به نفس کاذب خصلتي مشترک در بين اغلب انسان‌هاست که نمود آن در بازارهاي مالي به وفور يافت مي‌شود. مطالعات انجام شده در اين خصوص در ميان مهندسان

(Kidd, 1970)، مديران (Schoemaker, 1992 & Russo)، پرستاران (et al., 1991 Baumann) و بانکداران (Staelvon von Holstein, 1972) نشان مي‌دهد که اين پديده تنها منحصر به سرمايه‌گذاران نبوده و به طور گسترده‌اي در بين افراد در مشاغل مختلف خودنمايي مي‌کند. در همين راستا نتايج يك تحقيق جالب (Riepe, 1997 & Kahnemam) نشان داد که ۸۰ درصد افراد، احتمال تصادف خود را کمتر از ميانگين واقعي رانندگان تلقي مي‌کنند! همچنين مطالعه انجام شده توسط Emery & Baker در سال ۱۹۹۳ که به سراغ زوج‌هاي آمريکايي رفته بيان مي‌کند که با وجود احتمال واقعي ۵۰ درصدي طلاق براي هر ازدواج در جامعه آمريکا، اکثريت زوج‌هاي جوان احتمال طلاق در ازدواج خود را صفر ارزيابي کردند.

اعتماد به نفس کاذب نزد سرمايه‌گذاران بازارهاي مالي نيز معمولاً بدین صورت نمايان مي‌شود که افراد در انتخاب سهام و پيش‌بيني بازده بازار، خود را تواناتر از سايرين قلمداد مي‌کنند. بررسي‌ها توسط موسسه معتبر نظر سنجي گالوپ نشان مي‌دهد که سرمايه‌گذاراني که سابقه کم‌تري در بورس دارند غالباً اعتماد به نفس بالاتري نسبت به سرمايه‌گذاران باسابقه دارند.

بر اين اساس، آماورها معمولاً احتمال کسب بازدهي بهتر از متوسط بازار را در سرمايه‌گذاري‌هاي خود بسيار بيشتر از افراد حرفه‌اي تصور مي‌کنند. اين اعتماد به نفس کاذب در بين سرمايه‌گذاران در عمل تاثيرات وسيعي در تصميم گيري افراد دارد که يکي از مهم‌ترين نمونه‌هاي آن در پديده‌اي تحت عنوان معامله بيش از حد (Over-Trading) قابل مشاهده است که مصداق آن را مي‌توان در رفتار افراد داراي دسترسي به معاملات بر خط (Online Trading) جستجو کرد.

به عنوان مثال پژوهش انجام شده در سال ۲۰۰۳ (Odean & Barber) بر روي ۱۶۰۷ سرمايه‌گذار حقيقي که از سيستم معاملات تلفني به معاملات برخط روي آورده بودند نشان مي‌دهد که به رغم آنکه اين سرمايه‌گذاران بيش از دسترسي به سيستم معاملات آنلاين به طور متوسط بازدهي سه درصدي بهتر از شاخص بازار در هر سال داشتند، اما پس از تغيير مزبور، متوسط بازدهي همين سرمايه‌گذاران در يك بازه زماني طولاني مدت به دو درصد کمتر از شاخص بورس رسيد.

علت اين مساله به طور طبيعي به افزايش تعداد معاملات و از بين رفتن بخش بزرگي از سود در نتيجه پرداخت کارمزد معاملات مربوط مي‌شود. همچنين تحقيق ديگري که بر روي ۶۰ هزار سرمايه‌گذار حقيقي در سال ۱۹۹۸ (Odean & Barber) در ايالات متحده انجام شد بيان مي‌کند که کارمزد معاملات به طور متوسط ۲/۴ درصد از بازده افراد در هر سرمايه‌گذاري را از بين مي‌برد و افراي که بيشترين حجم معاملات را داشته‌اند کم‌ترين بازدهي (حدود ۵ درصد کمتر از شاخص) را در بلند مدت کسب کرده‌اند.

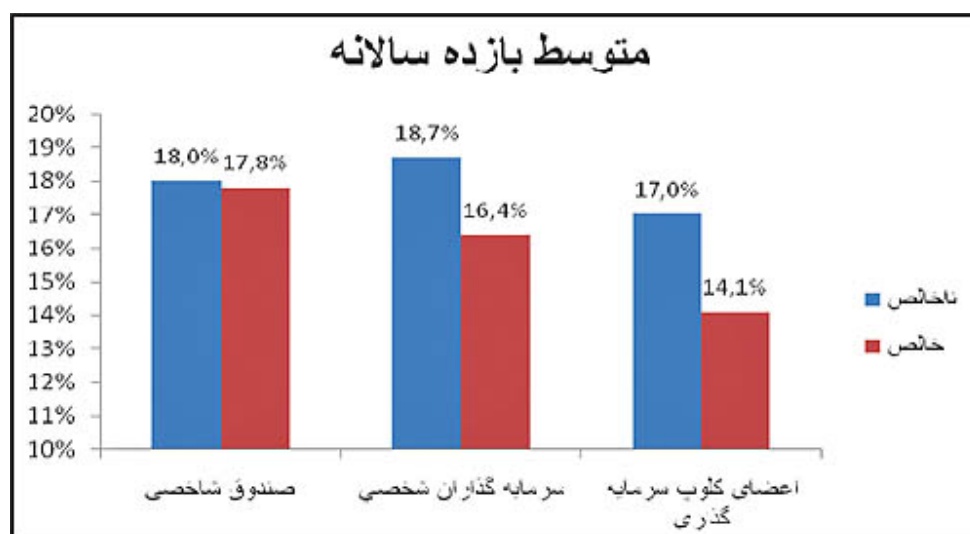
نمودار از منظر دقيق‌تري آثار پديده معاملات بيش از حد و ارتباط آن با اعتماد به نفس کاذب را بررسي مي‌کند. نمودار (Odean, 2000 & Barber) عملکرد چند گروه از سرمايه‌گذاران را در يك بازه زماني طولاني مدت (۷ سال) نشان مي‌دهد. منظور از صندوق‌هاي شاخصي، صندوق‌هاي سرمايه‌گذاري هستند که ترکيب سرمايه‌گذاري دقيقاً مشابه سبد سهام بازار دارند.

بنابراين، عملکرد آنها به متوسط بازار بسيار نزديک است. کلوپ‌هاي سرمايه‌گذاري (Investment club) نهادهاي هستند که با پذيرش سرمايه‌گذاران و تحليل گران، برنامه‌هاي منظمي را جهت تبادل نظر و ارتباط آنها با يکديگر ترتيب مي‌دهند تا تبادل تجربيات و اطلاعات به نحو موثري انجام شود. (متاسفانه نمونه مدوني از اين نوع در ايران وجود

ندارد.)

سرمایه‌گذاران شخصی نیز افراد حقیقی هستند که عمدتاً از بین فعالان حرفه‌ای (بر اساس سابقه فعالیت در بازار سهام) انتخاب شده‌اند. نتایج این بررسی در نوع خود جالب توجه است؛ نخست اینکه سود خالص هر دو گروه از سرمایه‌گذاران (سرمایه‌گذاران شخصی و اعضای کلوپ‌های سرمایه‌گذاری) از صندوق شاخصی یا به عبارتی شاخص بورس کمتر بوده است. به عبارت دیگر هیچ یک از سرمایه‌گذاران نتوانسته‌اند بازدهی بهتری از متوسط بازار در بلند مدت کسب کنند و این در حالی است که همان‌طور که پیش‌تر اشاره شد، معمولاً افراد، عملکرد خود را تحت تأثیر اعتماد به نفس کاذب، بسیار بهتر از بازار برآورد می‌کنند. نکته دوم این است که سرمایه‌گذاران شخصی که نسبت به اعضای کلوپ‌های سرمایه‌گذاری طبیعتاً مراودات و تبادل اطلاعات کمتری با دیگران داشته‌اند عملکردی بهتر از اعضای کلوپ‌ها داشته‌اند (این مطالعه شامل ۱۶۶ کلوپ سرمایه‌گذاری در آمریکا بوده است). علاوه بر این، هر دو گروه در اثر معاملات مکرر بخش قابل توجهی از بازدهی خود را از دست می‌دهند به نحوی که سرمایه‌گذاران شخصی هر چند بازده ناخالص بهتری از متوسط بازار داشته‌اند (۱۸/۷ درصد)؛ اما به علت پرداخت کارمزدها، سود خالص آنها به مراتب کمتر شده است. (۱۶/۴ درصد)؛ در بین اعضای کلوپ‌های سرمایه‌گذاری حتی وضعیت بفرنج تر است. این گروه نه تنها بازدهی ناخالص کمتری از بازار سهام داشته‌اند (۱۷ درصد) بلکه در اثر معاملات مکرر حدود سه درصد از سود خود را بابت کارمزد از دست داده‌اند و در نتیجه بازدهی آنها به حدود ۱۴ درصد کاهش یافته است. این عملکرد به خوبی نشان می‌دهد که تبادل بیش از اندازه اطلاعات در بین سرمایه‌گذاران مزبور نه تنها باعث عملکرد بهتری نشده بلکه با تشویق به خرید و فروش و تعویض مکرر سهام، تنها افزایش پرداخت کارمزد به کارگزاران و کاهش بازدهی سرمایه‌گذار را در پی داشته است!

بر اساس آنچه در خصوص اعتماد به نفس کاذب بیان شد، رفتارشناسی مالی به سرمایه‌گذاران توصیه می‌کند تا با شناخت این گرایش طبیعی و تلاش برای مهار آن به یک درک واقعی از میزان توانایی‌های خود در بازار سهام دست یابند و با محدود کردن پیامدهای اعتماد به نفس کاذب از جمله تمایل به معاملات بیش از حد (به ویژه با استفاده از Online Trading) در راستای کاهش هزینه معاملات و افزایش بازدهی خود تلاش کنند. در مطلب بعدی از سلسله مطالب رفتارشناسی مالی، موضوع «ظاهربینی» بررسی می‌شود.



## «ظاهربینی»

در علم رفتار شناسی مالی اصطلاح رایجی تحت عنوان representativeness وجود دارد که شاید مناسبترین معادل فارسی آن «ظاهربینی» باشد.

این اصطلاح بیان می‌کند که افراد به طور طبیعی آنچه را که می‌بینند به صورت سطحی و بدون دقت کافی به مسائل ذهنی خود مرتبط می‌کنند؛ به عنوان مثال بسیاری از سرمایه‌گذاران، سهام شرکت‌هایی را که محصولات خوبی تولید می‌کنند و دید مثبتی نسبت به آنها در زندگی روزمره دارند را به سهام سایر شرکت‌ها ترجیح می‌دهند، زیرا افراد به طور ناخودآگاه تصویر ذهنی مثبت خود از شرکت یا محصولات مربوطه را به سهام آن نیز تسری می‌دهند. مطالعه انجام شده (Statman, 1995 & Shefrin) نشان می‌دهد که اتفاقاً شرکت‌های خوش نام از نظر سرمایه‌گذاران دارای سهامی با بازدهی مناسب نبوده‌اند، در واقع افراد به اشتباه شرکت‌های خوب و موفق از نظر خود را به طور ذهنی به سودآوری بالا ارتباط می‌دهند.

نوع دیگری از پدیده ظاهر بینی نیز در بین سرمایه‌گذاران نسبت به عملکرد گذشته سهام شرکت‌ها دیده می‌شود. دو پژوهش گر (Thaler & Bondt De) در مقالاتی مجزا در سال‌های ۱۹۸۵ و ۱۹۸۹ اثبات کردند که سهام شرکت‌هایی که در طی سه سال گذشته بدترین عملکرد را داشته در طی چند سال بعد عملکرد بسیار بهتری از سهام شرکت‌هایی داشتند که در همین دوره بیشترین رشد را تجربه کرده‌اند.

این محققان در بررسی علمی خود دو سید سهام یکی مرکب از شرکت‌های با بهترین عملکرد (برنده‌ها) و دیگری شرکت‌های با بدترین عملکرد (بازنده‌ها) در سه سال گذشته تشکیل دادند و مشاهده کردند که در یک بازه زمانی پنج ساله بعد از شکل‌گیری این دو پرتفولیو، سید سهام شرکت‌های بازنده، بازدهی معادل ۴۰ درصد بیشتر از سید برنده‌ها داشته است!

این در حالی است که نظر سنجی از افراد حرفه ای و تحلیل گران بازار سهام نشان می‌داد که اکثریت قریب به اتفاق آنها عملکرد ۵ سال آینده سهام شرکت‌های برنده را بهتر از سید بازنده‌ها پیش‌بینی می‌کردند. این محققان در نتیجه‌گیری مقالات خود نشان دادند که پدیده ظاهربینی باعث شده تا سرمایه‌گذاران عملکرد گذشته یک سهم را پیش‌بینی‌کننده عملکرد آتی آن دانسته و بیش از حد نسبت به آینده آن بدبین یا خوشبین شوند. نکته جالب توجه این است که هرچه یک پدیده ظاهری چشمگیرتر باشد و جلب توجه بیشتری کند، سرمایه‌گذاران بدون توجه به محتوای آن و فارغ از تاثیراتش بر ارزش ذاتی سهام، وزن بیشتری در تصمیم‌گیری‌های خود به آن می‌دهند. در همین راستا یک تحقیق جالب (Klibanoff et al., 1998) به بررسی رابطه میان میزان چشمگیر بودن ظاهری یک خبر و قیمت واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری کشورها (Closed-end country funds) در بورس نیویورک می‌پردازد. این تحقیق بیان می‌کند که در بازار نیویورک واکنش سهامداران صندوق‌های سرمایه‌گذاری به خبری که با پهنای سه ستون در روزنامه New York Times منتشر شده حدوداً ۱/۴ (یک چهارم) واکنش بازار به یک خبر با پهنای شش ستون در همان روزنامه در همان سال است.

این مطالعه همچنین نشان می‌دهد که اخباری که تاثیر مهمی بر ارزش بنیادین سهام داشته، اما در صفحه اول این روزنامه به چاپ نرسیده است، منجر به واکنش ناچیزی از سوی سرمایه‌گذاران شده است. در مقابل، اخباری که تاثیر چندانی بر ارزش بنیادین واحدهای سرمایه‌گذاری این صندوق‌ها نداشته، اما در صفحه اول روزنامه با پهنای زیاد به چاپ رسیده است معمولاً باعث تغییرات زیادی در ارزش واحدهای صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک شده است.

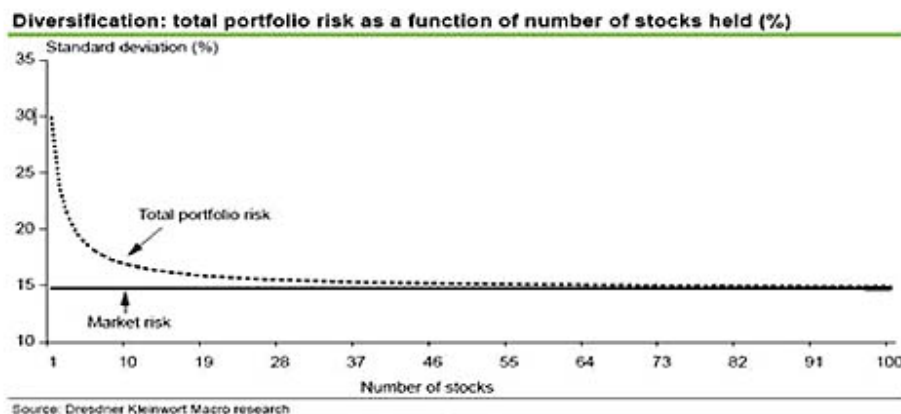
با توجه به موارد فوق می‌توان گفت، پدیده ظاهر بینی در بین سرمایه‌گذاران باعث می‌شود تا افراد به جای توجه به

محتوای اخبار و اطلاعات مالی و تاثیر آنها بر ارزش ذاتی سهام به صورت سطحی و بر اساس میزان چشمگیر بودن ظاهری پدیده‌ها تصمیم‌گیری کنند و این رفتار خود را مرتبط با تغییر ارزش ذاتی سهام توجیه کنند. به این ترتیب رفتار شناسی مالی به سرمایه‌گذاران توصیه می‌کند که در واکنش و تحلیل اخبار ظاهری به این مساله توجه کرده و نه تنها خود تحت تاثیر آسیب‌های آن قرار نگیرند بلکه بتوانند فرصت‌های سود آوری ایجاد شده ناشی از ظاهر بینی سرمایه‌گذاران را تشخیص داده و در اتخاذ تصمیمات مناسب از آن استفاده کنند. در قسمت بعدی از سلسله مطالب رفتار شناسی مالی، موضوع «تنوع بخشی» بررسی می‌شود.

### «تنوع بخشی»

یکی از اصول پایه در علم فاینانس مفهوم «ریسک» است که به صورت ساده تحت عنوان احتمال عدم تحقق بازده مورد انتظار تعریف می‌شود.

متخصصان این علم معتقدند سرمایه‌گذاری در بازار سهام به طور ذاتی دارای ریسک قابل توجهی است اما با استفاده از اصل مهم تنوع بخشی (Diversification) می‌توان پارامتر ریسک را به حداقل رساند. اصولاً پیدایش مفهوم «پرتفولیو» یا «سبد سهام» نیز از همین طرز تفکر فاینانس ریشه گرفته است که معتقد است می‌توان با افزایش سهام خریداری شده از نظر تنوع و تعداد، ریسک سرمایه‌گذاری را در حد بهینه نگاه داشت. علم فاینانس فرض می‌کند که همه سرمایه‌گذاران در بازار سهام از آنجا که دارای منطق اقتصادی (rational) هستند این کار را انجام خواهند داد و تا حد امکان به سبد دارایی‌های خود تنوع می‌بخشند. در حقیقت بر اساس همین اصل است که تئوری فاینانس در مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای (CAPM) ادعا می‌کند که سرمایه‌گذاران تنها از بابت ریسک سیستماتیک (ریسک هر سهم نسبت به کل بازار) قادر به کسب سود خواهند بود و ریسک خاص شرکت به دلیل امکان تنوع بخشی (که قاعدتاً هر سرمایه‌گذار آن را رعایت خواهد کرد) هیچ بازدهی اضافی در بر نخواهد داشت. اما رفتار شناسی بازار (Behavioral Finance) از منظر متفاوتی به موضوع می‌نگرد. تحقیقات انجام شده در این خصوص، یکی از الگوهای رفتاری غالب فعالان بازار سهام را عدم توجه به این اصل مهم می‌داند که به دو صورت قابل مشاهده است: نخست، تنوع بخشی اندک و دوم، تنوع بخشی غیر حرفه‌ای یا ساده‌انگارانه. در رابطه با مورد اول، پژوهش‌های متعدد با بررسی گروه‌های مختلف از سرمایه‌گذاران نشان می‌دهند که تعداد سهام نگاه داشته شده توسط سرمایه‌گذاران حقیقی بسیار کمتر از آن است که تئوری‌های فاینانس تجویز می‌کند. به عنوان مثال، نتیجه تحقیق انجام شده از سوی بانک مرکزی ایالات متحده آمریکا بیان می‌کند که تعداد سهام موجود در پرتفولیوی هر سرمایه‌گذار حقیقی در بلند مدت تنها ۲/۴۱ عدد است (friend 1975 & McCluer 1994, Blume & Starr) نمودار شماره یک میزان کاهش ریسک سرمایه‌گذار در نتیجه تنوع بخشی به سبد دارایی‌ها را نشان می‌دهد.



همانگونه که شما می‌دانید به خوبی بیان می‌کند دارا بودن  $2/41$  سهم در پرتفولیو به معنای تنوع بخشی بسیار پایین است که به تبع آن ریسک فعالیت سرمایه‌گذاران در بازار سهام را به نحو قابل ملاحظه‌ای افزایش داده است. براساس این نمودار آکادمیک، دارا بودن حداقل ۲۰ شرکت متفاوت در سبد سهام برای کاهش ریسک سرمایه‌گذار و نزدیک شدن به سطح ریسک بازار (در آمریکا) ضروری است. اما تنوع بخشی اندک تنها وجه این الگوی رفتار غیر منطقی نیست، زیرا در ضمن همین تنوع بخشی ناکافی مطالعات از وجود رفتار ساده انگارانه در بین سرمایه‌گذاران برای متنوع کردن سهام سبد خود حکایت دارد. تحقیق انجام شده توسط

friend & Blume در سال ۱۹۷۸ نشان می‌دهد که در بیش از ۷۰ درصد موارد، سهام انتخاب شده توسط سرمایه‌گذاران، همبستگی مثبت (Positive correlation) بالایی با یکدیگر دارند. به عبارت دیگر، سهام انتخاب شده توسط سرمایه‌گذاران علاوه بر آنکه از نظر تعداد بسیار کم است؛ از لحاظ ریسک نیز مشابه یکدیگر بوده و به همین دلیل اصولاً هدف اصلی تنوع بخشی (که همان کاهش ریسک است) را حاصل نمی‌کند. یکی دیگر از مطالعات جالب در زمینه رفتار ساده‌انگارانه برای تنوع بخشی در سال ۱۹۸۸ توسط Benartzi & Thaler انجام شده است. این تحقیق به بررسی رفتار کارکنان شرکت‌ها در انتخاب صندوق‌های سرمایه‌گذاری برای برنامه بازنشستگی می‌پردازد. هر شرکت به کارکنان خود تعدادی صندوق سرمایه‌گذاری را معرفی می‌کند و کارکنان مختارند انتخاب کنند که چه میزان از حق بیمه بازنشستگی خود را به هر یک از این صندوق‌ها اختصاص دهند. نتیجه مطالعات نشان می‌دهد که کارکنان صرف نظر از نوع صندوق‌ها، حق بیمه خود را به طور مساوی بین همه آن‌ها تقسیم می‌کنند. به عنوان مثال، اگر یک صندوق سهام و یک صندوق اوراق با درآمد ثابت به افراد پیشنهاد شود، حق بیمه خود را به صورت مساوی بین این دو صندوق تخصیص می‌دهند در حالی که اگر یک صندوق با درآمد ثابت و دو صندوق سهام به آنها پیشنهاد شود باز هم یک سوم حق بیمه را به هر صندوق اختصاص می‌دهند. جالب است که در پاسخ به علت این اقدام، اکثر مخاطبان هدف خود را کاهش ریسک و تنوع بخشی بیشتر عنوان کردند! محققان این رفتار را قانون  $n/1$  می‌نامند؛ زیرا کارکنان در هر حالت  $n/1$  حق بیمه خود را به هر یک از  $n$  صندوق پیشنهادی تخصیص می‌دهند و توجهی به جنس آن صندوق ندارند. این رفتار در بین سرمایه‌گذاران ایرانی نیز کاملاً شایع است و مشاهدات عینی حکایت از آن دارد که افراد به خیال تنوع بخشی حداکثری، در چندین صندوق سرمایه‌گذاری می‌کنند بدون آنکه توجهی به استراتژی سرمایه‌گذاری صندوق‌ها کنند و طبیعتاً به علت شباهت ترکیب سبد سهام بسیاری از صندوق‌ها عملاً هدف کاهش ریسک برای سرمایه‌گذاران محقق نمی‌شود. یکی دیگر از جنبه‌های تنوع بخشی ناکارآمد اصطلاحاً تمایل به خانه یا Home Bias نامیده می‌شود. مطالعه‌ای در این خصوص (Huberman, 1997) به بررسی ترکیب سرمایه‌گذاران شرکت Bells Baby می‌پردازد که شامل هفت شرکت منطقه‌ای است. این تحقیق نشان می‌دهد که مردم هر ایالت از آمریکا تمایل بسیار زیادی به سرمایه‌گذاری در سهام شرکت مربوط به منطقه خود را دارند و از سرمایه‌گذاری در سایر شرکت‌های منطقه‌ای Bells به‌رغم شباهت ذاتی فعالیت آنها خودداری می‌کنند. نمونه مشابه این مساله در کشورمان به صورت علاقه شهروندان زنجانی به خرید سهام توسعه معادن روی ایران یا تمایل شهروندان شاهرودی به خرید سهام شرکت سیمان شاهرود قابل مشاهده است. با توجه به آنچه مطرح شد می‌توان گفت به‌رغم اینکه تئوری‌های فاینانس بر تنوع بخشی حداکثری در سبد سرمایه‌گذاری تاکید زیادی دارند، شواهد عینی و مطالعات آکادمیک نشان از کم توجهی سرمایه‌گذاران نسبت به این اصل مهم دارد. بدین ترتیب فاینانس رفتاری به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌کند که با شناخت این ضعف قالب رفتاری، تنوع سرمایه‌گذاری‌های خود را افزایش دهند و با مطالعه همبستگی سهام گوناگون با یکدیگر (از طریق محاسبه ضریب بتا) سبد سهامی بهینه از لحاظ ریسک تشکیل دهند تا ضرر و زیان احتمالی ناشی از عدم رعایت اصل تنوع بخشی به حداقل ممکن برسد.

### «پشیمانی»

رفتارشناسی مالی (Behavioral Finance) شاخه‌ای از علم فاینانس است که به بررسی رفتار بازارهای مالی با رویکرد روان‌شناسانه می‌پردازد. در این سلسله نوشتار ۹ قسمتی با بررسی الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران و ارائه نمونه‌های عینی، تصویر روشن‌تری از نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در شرایط متفاوت و به تبع آن رفتارشناسی بازارهای مالی خدمت خوانندگان محترم ارائه می‌شود. در این مطلب، موضوع «پشیمانی» مورد بحث قرار می‌گیرد.

مشهورترین روانشناسان و بنیان‌گذاران علم فاینانس رفتاری در مطالعات خود نشان داده‌اند که افرادی که در یک موقعیت تصمیم‌گیری انتخاب غیر متعارفی را انجام می‌دهند، بیشتر در معرض احساس پشیمانی هستند. ضرب‌المثل ایرانی «خواهی نشوی رسوا هم‌رنگ جماعت شو» بیانی عامیانه از همین واقعیت است. پشیمانی یا Regret یکی از جنبه‌های روانشناختی انسان است که در شئون مختلف زندگی از جمله در مقوله سرمایه‌گذاری خودنمایی می‌کند. تصور کنید شما و جمعی از همکاران در سهام شرکتی سرمایه‌گذاری کرده‌اید. همکارانتان به



دلیل انتشار اخباری درباره وضعیت شرکت تصمیم به فروش سهام آن می‌گیرند و به شما هم یادآور می‌شوند که سهام مزبور آینده روشنی نخواهد داشت. حال دو موقعیت فرضی را در نظر بگیرید:

۱- سهام خود را نمی‌فروشید و با همکارانتان هم مسیر نمی‌شوید. بعد از مدتی قیمت آن سهم کاهش می‌یابد و شما ضرر هنگفتی می‌کنید.

۲- به توصیه دوستانتان سهم را می‌فروشید اما پس از مدتی قیمت آن سهم افزایش زیادی می‌یابد. در هر دو سناریو فرد احساس پشیمانی و تاسف را تجربه می‌کند اما برای اکثر افراد، احساس پشیمانی در حالت اول شدیدتر است، زیرا با خود تصور می‌کنند که اگر فقط همان کاری را کرده بودند که دیگران انجام دادند (فروش سهم) متضرر نمی‌شدند؛ اما در حالت دوم، فرد می‌تواند با یادآوری اینکه این اقدام به توصیه همکاران انجام شده و دیگران نیز مانند او متضرر شده‌اند، احساس پشیمانی خود را التیام دهد.

اکثر سرمایه‌گذاران بورس تهران تلاش برای متقاعد کردن خود برای خرید سهمی که همه در حال فروش آن هستند را تجربه کرده‌اند. به عبارت دیگر، خرید سهم دارای صف فروش دارای بار روانی به مراتب سنگین‌تری نسبت به خرید سهم دارای صف خرید است، حتی اگر سهم دارای صف فروش به لحاظ بنیادین ارزنده‌تر باشد. بدین ترتیب افراد همواره برای نخریدن سهام دارای صف فروش توجیهات آسان‌تری نسبت به خرید سهام دارای صف خرید پیدا می‌کنند.

نکته قابل توجه در خصوص احساس پشیمانی، همه گیر بودن آن است بدین معنا که حتی سرمایه‌گذارانی که از نظر علمی و تئوریک آگاهی کافی دارند نیز تحت تأثیر این عامل روانشناختی قرار می‌گیرند.

یک نمونه بسیار جالب در این خصوص تصمیم آقای مارکوویتز (Harry Markowitz) در نحوه تخصیص سبد سرمایه‌گذاری‌های مربوط به حق بازنشستگی خود است. همانطور که می‌دانید تئوری این دانشمند که به خاطر آن موفق به دریافت جایزه نوبل شد ادعا می‌کند که سرمایه‌گذاران باید سبد سهام خود را بر اساس حداکثر بازده و حداقل واریانس (ریسک) انتخاب کنند؛ این در حالی است که وی در مصاحبه با مجله Money Magazine در سال ۱۹۹۸ اعلام کرد که منابع بازنشستگی اش را به میزان مساوی بین سهام و اوراق با درآمد ثابت تقسیم کرده است. وی علت این تصمیمش را به حداقل رساندن احساس پشیمانی و نه رفتار بر اساس نظریه خود (بهینه کردن ریسک-بازده) عنوان کرد!

واقعیت جالب دیگر در رابطه با پشیمانی، نحوه واکنش سرمایه‌گذاران در هنگام مرور عملکرد گذشته است. مطالعات نشان می‌دهند که افراد تمایل دارند عملکرد و تصمیمات موفقیت آمیز را به مهارت خود و انتخاب‌های اشتباه را به سایر عوامل (مانند بدبختی و شانس) نسبت دهند (Daniel et al., 1998). همچنین تحقیق دیگری (Goetzmann & Peles 1994) بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران صندوق‌های مشترک (Mutual Funds) در قضاوت راجع به صندوق‌هایی که در آن سرمایه‌گذاری کرده‌اند عملکرد آنها را بسیار بهتر از آنچه در واقع بوده است، ارزیابی کرده‌اند. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران تمایل دارند بخش‌های موفق عملکرد خود را به یاد آورند و انتخاب‌های خویش را بهتر از آنچه در واقعیت بوده است، نشان دهند.

با جمع بندی موارد فوق می‌توان گفت احساس پشیمانی یکی از قوی‌ترین عوامل روانشناختی موثر بر رفتار انسان‌ها است که می‌تواند بر منطق اقتصادی افراد غلبه کرده و تصمیمات آنها را تحت تأثیر خود قرار دهد. علم فاینانس رفتاری به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌کند تا با شناخت این پدیده، پیامدهای رفتاری آن را کنترل کرده و با محدود کردن آثار پشیمانی، جرات تصمیم‌گیری بر خلاف جریان عمومی و پیروی از استراتژی شخصی خود را مد نظر قرار دهند.

در مطلب بعدی از سلسله مطالب رفتارشناسی مالی (که در روز شنبه ارائه خواهد شد) موضوع «ریسک و بازده» مورد بررسی قرار می‌گیرد.

## ریسک و بازده

رفتارشناسی مالی (Behavioral Finance) شاخه‌ای از علم فاینانس است که به بررسی رفتار بازارهای مالی با رویکرد روان‌شناسانه می‌پردازد.

در این سلسله نوشتار ۹ قسمتی با بررسی الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران و ارائه نمونه‌های عینی، تصویر روشنی‌تری از نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در شرایط متفاوت و به تبع آن رفتارشناسی بازارهای مالی خدمت‌خوانندگان محترم ارائه می‌شود. در این مطلب، موضوع «ریسک و بازده» مورد بحث قرار می‌گیرد. شاید بتوان گفت مهم‌ترین درسی که به یک دانشجوی مدیریت مالی آموخته می‌شود رابطه مستقیم بین «ریسک و بازده» است. این اصل بنیادین فاینانس بیان می‌کند که سودآوری بیشتر تنها در قبال متحمل شدن ریسک بالاتر تحصیل می‌شود و در نقطه مقابل، کاهش ریسک طبیعتاً افت بازده مورد انتظار را به دنبال خواهد داشت. برای روشن‌تر شدن بحث به یک مثال توجه کنید: به نظر شما از بین دو سهام مخابرات و سرمایه‌گذاری توکا فولاد کدامیک پتانسیل بازدهی بیشتری دارند؟ علاوه بر این کدامیک را سهام پرریسک‌تری ارزیابی می‌کنید؟ اغلب سرمایه‌گذاران سهام مخابرات را پربازده‌تر و همین‌طور ریسک آن را کمتر از شرکت توکا فولاد می‌دانند. این در حالی است که اگر مطابق اصول علم فاینانس، ضریب ریسک سیستماتیک (بتا) را به عنوان معیار ارزیابی ریسک سهام در نظر بگیریم، مخابرات سهمی با ریسک بالاتر از توکا فولاد خواهد بود. این مثال ساده نشان می‌دهد که به‌رغم آنچه تئوری‌های مدیریت مالی در خصوص رابطه مستقیم ریسک و بازده بیان می‌کنند، بسیاری از سرمایه‌گذاران (حتی حرفه‌ای‌ها) در عمل رابطه این دو پارامتر را نادیده می‌گیرند و حتی درک وارونه‌ای از ارتباط ریسک و بازده دارند. پژوهش‌های مختلف در این حوزه نشان می‌دهند که به اعتقاد سرمایه‌گذاران، سهام شرکت‌هایی با پتانسیل رشد بالاتر، کم‌ریسک‌تر از سهام شرکت‌های کم‌بازده هستند. مطالعه انجام شده توسط Shefrin در سال ۲۰۰۱ بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران، سهام شرکت‌هایی با ارزش بازار (Market cap) و نسبت قیمت به ارزش دفتری بالا (price to book value) را پر بازده و کم‌ریسک ارزیابی می‌کنند. این درک نادرست حتی در میان افرادی که قاعدتاً باید بهترین درک از رابطه ریسک و بازده را داشته باشند؛ یعنی مدیران مالی شرکت‌ها (CFO) نیز رایج است. نتایج یک مطالعه میدانی مشهور که توسط Harvey & Graham در سال ۲۰۰۱ در بین تعداد زیادی از مدیران مالی شرکت‌ها انجام شد آشکار ساخت که مدیران صندوق‌ها، سرمایه‌گذاری‌های پر بازده را کم‌ریسک ارزیابی می‌کنند و بدین ترتیب درک کاملاً وارونه‌ای از این رابطه مهم در تئوری فاینانس دارند. مطالعه جامع دیگری (De Bondt) در سال ۱۹۹۸ روی تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران حقیقی انجام شده است. نتایج این مطالعه در شش بند به شرح زیر قابل تلخیص است:

- ۱- افراد راجع به آینده سهامی که در سید سرمایه‌گذاری خود داشتند بسیار خوشبین بودند در حالی که در مورد پیش‌بینی آینده شاخص بورس (Dow Jones index) ابراز بدبینی می‌کردند.
- ۲- در طی ۲۰ هفته بررسی سرمایه‌گذاران از آنها خواسته شد که یک پیش‌بینی از آینده قیمت سهام ارائه دهند. نتایج نشان داد که عدم تطابق قیمت‌ها با پیش‌بینی‌های افراد بسیار بالاتر از انتظار اولیه آنها بود. به عبارت دیگر، پیش‌بینی‌های سرمایه‌گذاران نادرست‌تر از آن بود که در ابتدا تصور می‌کردند.
- ۳- پیش‌بینی سرمایه‌گذاران از آینده قیمت هر سهم وابستگی زیادی به روند اخیر قیمت‌ها داشت به گونه‌ای که

پس از یک دوره رشد، آن‌ها پتانسیل بیشتری برای تداوم روند افزایشی متصور بودند و پس از یک دوره نزول، امکان کاهش بیشتر قیمت را بیشتر می‌دانستند (این پدیده در اصطلاح gambler's fallacy نامیده می‌شود).

۴- سرمایه‌گذاران میزان ریسک سهام خود را بسیار کمتر از واقع ارزیابی کردند. به عبارت دیگر، تخمین آن‌ها از بتای سبد خود کمتر از واقعیت بود و بخش عمده بازدهی سهم را به ویژگی‌های خاص شرکت (و نه روند کلی بازار) مرتبط می‌دانستند.

۵- آن‌ها معتقد بودند که تمرکز بر تعداد محدودی از سهام قوی و پر پتانسیل، ابزار به مراتب موثرتری برای انجام مدیریت ریسک نسبت به تنوع بخشی به سبد سهام (Diversification) می‌باشد.

۶- سرمایه‌گذاران این مساله را که شاخص بتا میزان ریسک یک سهم را در مقایسه با سهام دیگر نشان می‌دهد مردود دانسته و اعتقادی به این رابطه بنیادین فاینانس نداشتند.

با توجه به موارد فوق می‌توان گفت بر خلاف تئوری فاینانس که رابطه ریسک و بازده را به طور مستقیم ارزیابی می‌کند، مطالعات رفتارشناسی اثبات می‌نماید که سرمایه‌گذاران در عمل اعتقادی بر خلاف اصل مزبور دارا هستند. این عدم درک صحیح از رابطه ریسک و بازده در بین سرمایه‌گذاران موجب می‌شود تا افراد تنها «بازدهی» را معیار عملکرد برتر یک سهم یا دارایی بدانند. به عنوان مثال، سرمایه‌گذاران در هنگام مقایسه عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با تمرکز بر بازدهی به دست آمده توسط صندوق‌ها، میزان ریسک تحمیل شده در قبال کسب بازده را نادیده می‌گیرند و به این ترتیب با پیامد ناخوشایند نوسانات غیرمترقبه در بازدهی سرمایه‌گذاری خود در آینده مواجه می‌شوند.

علم فاینانس رفتاری به سرمایه‌گذاران توصیه می‌کند تا با فائق آمدن بر این درک نادرست در خصوص رابطه ریسک و بازده، رفتارهای خود را با این اصل بنیادین تطابق دهند و با آشنایی و محاسبه پارامترهای ریسک (به ویژه ضریب ریسک سیستماتیک یا بتا) سرمایه‌گذاری‌های خود را در مسیر منطقی، متناسب با بازده مورد انتظار راهبری کنند. در مطلب بعدی از سلسله مطالب رفتار شناسی مالی، موضوع «کنترل خویشتن» بررسی می‌شود.

### «کنترل خویشتن»

یکی از خصوصیات روان شناختی بشر که آثار آن در حوزه‌های مختلف از جمله در سرمایه‌گذاری انعکاس پیدا می‌کند، ناتوانی در کنترل خود (Lack of Self Control) است. این ویژگی به زبان ساده بیان می‌کند که بسیاری از افراد به دلیل عدم مهار نیازها و امیال خود قادر به اتخاذ تصمیم بهینه (از منظر علم اقتصاد) نیستند.

به عبارت دیگر، در برخی از شرایط، تصمیم واقعی سرمایه‌گذاران با آنچه تئوریهای اقتصاد و فاینانس پیش‌بینی می‌کنند، تفاوت دارد. پژوهشگران حوزه‌های رفتاری در مطالعات متعدد خود وجود این عامل را اثبات کرده‌اند. بدین ترتیب این تمایل طبیعی، تبعات زیادی را در عرصه سرمایه‌گذاری ایجاد کرده است و افراد نیز راهکارهای مختلفی برای مقابله با آن اتخاذ کرده‌اند. به عنوان مثال، یک اصل ذهنی رایج در بین عده زیادی از سرمایه‌گذاران این است که «از اصل سرمایه خرج نکنند و تنها از سود پولشان استفاده کنند» (Statman1984&Shefrin). بنابراین، شاید یکی از مهم‌ترین دلایل محبوبیت سهام شرکت‌های توزیع‌کننده سود نقدی (Dividend) همین مساله باشد. در این فضا، شرکت‌ها تحت تاثیر نظریات سهامداران بخش اعظم سود حاصله را به صورت نقدی توزیع می‌کنند زیرا سرمایه‌گذاران نمی‌خواهند از اصل سرمایه خرج کنند! این در حالی است که تئوریهای مدرن فاینانس، «ارزش» را با جریان نقدی تولید شده در شرکت مرتبط می‌دانند که لزوماً هیچ ارتباطی با میزان تقسیم سود نقدی شرکت‌ها ندارد؛ حتی علم فاینانس در برابر شرکت‌هایی که سود نقدی زیادی تقسیم می‌کنند، ابهام «عدم فرصت رشد» را مطرح می‌کند و با این رویکرد از محبوبیت این نوع سهام در ضمن برخی نظریات خود می‌کاهد.

این مساله در صندوق‌های سرمایه‌گذاری نیز به خوبی دیده می‌شود به نحوی که سرمایه‌گذاران به صندوق‌های دارای توزیع سود نقدی به مراتب بیشتر از صندوق‌های ارزش‌مدار (که تنها رشد سرمایه را براساس ارزش NAV روزانه منتشر می‌کنند) تمایل دارند. همچنین برخی محققان فاینانس رفتاری، پا را از این محدوده فراتر گذاشته و در مقالات خود بیان کرده‌اند که تمایل به سود نقدی به‌اندازه‌ای است که توجه به ارزش اقتصادی را زیر پا گذاشته و علت فاصله قیمت سهام شرکت‌های سرمایه‌گذاری (که کل سبد آنها در بورس سرمایه‌گذاری شده است) با ارزش روز دارایی‌های آنها را در همین تمایل به دریافت سود نقدی و عدم توانایی کنترل بین سرمایه‌گذاران مرتبط می‌دانند! (نمونه مشابه آن در بین شرکت‌های سرمایه‌گذاری ایرانی به صورت اختلاف ۲۰ درصدی به طور میانگین بین قیمت روز و خالص ارزش دارایی‌های این شرکت‌ها قابل مشاهده است).

یکی دیگر از حوزه‌هایی که ناتوانی در کنترل خود در آن آشکار است، برنامه بازنشستگی است؛ زیرا عموم افراد به تنهایی قادر به کنترل تمایلات روزمره در خرج کردن نیستند و نمی‌توانند به‌اندازه لازم برای بازنشستگی خود پس‌انداز کنند. یک راهکار ساده که دولت‌ها برای مقابله با این ضعف اتخاذ کرده‌اند عبارت از کسر سهم بازنشستگی از حقوق ماهانه کارمندان است؛ زیرا در غیر این صورت بسیار دشوارتر است که فرد با اراده خود پول نقدی که به دستش آمده را برای آینده دور (مثلاً سی سال بعد) پس‌انداز کند. مطالعه انجام شده در سال ۱۹۹۷ توسط Teeter&Hart نشان می‌دهد که از حدود ۲۰۰۰ نفر کارمند، ۴۲ درصد اطمینان داشته‌اند که به‌اندازه کافی برای بازنشستگی خود پس‌انداز کرده‌اند، در حالی که ۵۸ درصد افراد مورد بررسی اصولاً نمی‌دانستند که چه مقدار پول برای پس‌انداز بازنشستگی ایشان کافی است!

توجه به ناتوانی در کنترل خویشتن تنها به تنظیم برنامه‌های بازنشستگی محدود نیست. شاید بتوان فلسفه ایجاد بیمه‌های عمر و پس‌انداز را نیز بهره‌برداری از همین تمایل فطری بیشتر افراد در خرج کردن آنی دانست. به عنوان نمونه‌ای دیگر در این خصوص می‌توان به برخی اشخاص اشاره کرد که معتقدند «اگر قرض نداشته باشند، پس‌انداز نخواهند کرد!» بدین ترتیب آنها ترجیح می‌دهند که با خرید مسکن، خودرو یا سایر لوازم زندگی خود را در زیر قرض قرار دهند تا با اجبار در بازپرداخت آن، ناتوانی در کنترل خویش جبران شود.

این در حالی است که در بسیاری موارد، هزینه تمام شده جنس خریداری شده با توجه بهره قرض دریافتی بسیار بیشتر از حالتی است که با پس‌انداز شخصی (و در یافت سود) اقدام به خرید آن می‌شد. مابه‌التفاوت رقم در این دو حالت در حقیقت هزینه‌ای است که این اشخاص برای اعمال کنترل بر رفتار خود می‌پردازند.

یکی دیگر از مصادیق بارز موضوع مورد بحث در «معاملات آنلاین» (Online Trading) به چشم می‌خورد. در این شرایط، سهولت انجام معامله باعث می‌شود که باز هم فقدان کنترل خویشتن خودنمایی کند و سرمایه‌گذاران با ناتوانی در برابر وسوسه معاملات زیاد به انجام آن (Over Trading) تن در دهند. این در حالی است که در سیستم‌های خرید و فروش حضوری یا تلفنی، عدم سهولت انجام معامله (نسبت به حالت آنلاین) نقش محدودکننده را ایفا کرده و به کنترل تمایل سرمایه‌گذار برای معامله بیشتر کمک می‌کند.

با توجه به موارد فوق فاینانس رفتاری به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌کند که با شناخت این ضعف غالب، کنترل رفتار و تصمیم‌گیری‌ها در حوزه سرمایه‌گذاری را افزایش دهند و با افزایش بنیه تحلیلی و علمی، تصمیمات خود را با پابندی به کنترل خویشتن براساس منطق و صرفه اقتصادی اتخاذ کنند.

نهمین قسمت مطلب رفتارشناسی بازار سهام تحت عنوان «حسابداری ذهنی» به زودی ارائه می‌شود.

## «حسابداری ذهنی»

رفتارشناسی مالی (Behavioral Finance) شاخه‌ای از علم فاینانس است که به بررسی رفتار بازارهای مالی با رویکرد روان‌شناسانه می‌پردازد. در این سلسله نوشتار ۱۰ قسمتی با بررسی الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران و ارائه نمونه‌های عینی، تصویر روشن‌تری از نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در شرایط متفاوت و به تبع آن رفتارشناسی بازارهای مالی خدمت خوانندگان محترم ارائه می‌شود. در این مطلب، موضوع «حسابداری ذهنی» مورد بحث قرار می‌گیرد.

فرض کنید شما هزار سهم شرکت «الف» را به قیمت هر سهم ۱۰۰۰ ریال خریداری کرده‌اید. پس از خرید، قیمت سهم رو به کاهش می‌گذارد و تا سطح ۷۵۰ ریال افت می‌کند.

اما شما با توجه به اینکه به تحلیل خود اعتقاد دارید، هزار سهم دیگر در این قیمت خریداری می‌کنید. مدتی بعد قیمت سهم به ۸۵۰ ریال افزایش می‌یابد.

در چنین شرایطی برای خرید یا فروش سهم خود کدام یک از تصمیمات زیر را اتخاذ می‌کنید؟

۱- هزار سهمی را که به قیمت ۷۵۰ ریال خریده‌اید، می‌فروشید و ۱۰۰ ریال سود به ازای آن شناسایی می‌کنید. اما هزار سهم خریداری شده به قیمت ۱۰۰۰ ریال را تا زمانی که به آن قیمت برسد نگاه می‌دارید.

۲- هزار سهم خریداری شده به قیمت ۱۰۰۰ ریال را می‌فروشید و سهام ارزان‌تر را نگهداری می‌کنید.

نتایج بررسی‌ها نشان می‌دهد که افراد معمولاً در برخورد اولیه با این مسأله، گزینه اول را عاقلانه‌تر می‌پندارند و از آن احساس رضایت بیشتری می‌کنند.

اما واقعیت این است که هزار سهم خریداری شده در مرحله اول یا دوم از نظر ماهیت هیچ تفاوت یا مزیتی نسبت به یکدیگر ندارند. در حقیقت در اینجا تنها قیمت میانگین خرید (۸۷۵ ریال به ازای هر سهم) اهمیت دارد و واگذاری هزار سهم اول یا دوم از نظر سود و زیان هیچ‌گونه تفاوتی برای سرمایه‌گذار ایجاد نمی‌کند.

در این مثال، نظر علم فاینانس کاملاً متفاوت است و براساس آن تصمیم فروش سهام تنها باید بر اساس مقایسه ارزش ذاتی و قیمت فعلی اتخاذ شود و قیمت خرید، هیچ‌گونه تاثیری بر تصمیم فروش سهم ندارد. این در حالی است که تحقیقات رفتارشناسی مالی نشان داده است که سهامداران در برابر فروش سهام به قیمت کمتر از بهای خرید خود مقاومت زیادی دارند و در حقیقت، نقطه مرجع ذهنی آنها قیمت خرید سهم است.

فاینانس رفتاری نظایر این پدیده را تحت عنوان «حسابداری ذهنی» (Mental Accounting) تعریف می‌کند. براساس این ویژگی، سرمایه‌گذاران به جای در نظر گرفتن تغییرات مجموع ارزش دارایی خود، آن را به اجزای مختلف یا اصطلاحاً حساب‌های ذهنی (Mental Accounts) جداگانه تقسیم و به طور مجزا بررسی می‌کنند. بدین معنا که اشخاص عمدتاً دارایی‌ها و درآمدهای خود را در دو حساب ذهنی جداگانه منظور می‌کنند و بین حساب درآمدی (Income Account) و حساب ثروت (Wealth Account) تمایز قائل می‌شوند.

یک مثال جالب در این خصوص را می‌توان در نگاه متفاوت افراد نسبت به سود نقدی (Dividend) و رشد قیمت سهام (Capital Gain) یافت. در واقع سرمایه‌گذاران، سود نقدی را در ذهنشان در حساب درآمد طبقه‌بندی می‌کنند اما رشد قیمت سهام به حساب ثروت (دارایی) منتقل می‌شود.

در حقیقت، از آنجا که افراد در مقابل هزینه کردن از حساب ثروت برای تامین مخارج روزمره مقاومت زیادی می‌کنند، پرداخت سود نقدی به آنها این امکان را می‌دهد تا به خود اجازه دهند که عواید آن را برای مخارج روزمره به کار گیرند. به همین دلیل است که شرکت‌ها اغلب سعی می‌کنند به سرمایه‌گذاران اطمینان بدهند که سود نقدی منظمی را طی سالیان آینده پرداخت خواهند کرد.

در بازار ایران نیز می‌توان علاوه بر اصرار سهامداران به توزیع حداکثر سود نقدی در مجامع سالانه شرکت‌ها به دو مصداق بارز حاکی از وجود حسابداری ذهنی در بین افراد اشاره کرد:

۱- برخی شرکت‌ها در مجامع خود به طور همزمان سود نقدی را توزیع و افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات را مورد تصویب قرار می‌دهند.

از منظر اقتصادی این خروج و ورود مجدد نقدینگی به شرکت حداقل از لحاظ هزینه‌های اجرایی توجیه منطقی نخواهد داشت؛ اما از آنجا که سرمایه‌گذاران این دو اقدام را در ذهن خویش جداگانه دسته بندی می‌کنند حتی اگر تمامی سود توزیع شده را صرف شرکت در افزایش سرمایه کنند باز هم احساس رضایت بیشتری نسبت به عدم تقسیم سود و اجرای افزایش سرمایه از محل سود تقسیم نشده به دست می‌آورند.

۲- مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک احتمالاً تاکنون با این سوال سرمایه‌گذاران مواجه شده‌اند که «برای سود سهام نقدی موجود در صندوق چه اتفاقی می‌افتد؟» اما بعضی از افراد پس از ارائه پاسخ و آگاه شدن از محاسبه سود نقدی در خالص ارزش دارایی‌های صندوق (NAV) باز هم چندان خرسند به نظر نمی‌رسند و دریافت سود نقدی را فارغ از رشد NAV بسیار جذاب تصور می‌کنند.

این در حالی است که سرمایه‌گذاران همواره می‌توانند به جای دریافت سود نقدی، با فروش چند واحد سرمایه‌گذاری به همان میزان نقدینگی دست یابند اما دقیقاً به دلیل امتناع از کاهش حساب ثروت خود به آن راغب نیستند! با توجه به موارد مطرح شده علم فاینانس رفتاری به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌کند از طبقه بندی نادرست دارایی‌ها در ذهن خود اجتناب کرده و با عبور از تله «حسابداری ذهنی» تصمیمات سرمایه‌گذاری را بر اساس منطق اقتصادی اتخاذ کنند.

آخرین قسمت سلسله مطالب رفتار شناسی بازار سهام که به جمع بندی مطالب مطرح شده می‌پردازد شنبه آینده منتشر خواهد شد.

### «جمع بندی»

در سلسله نوشتار ۹ قسمتی که در دو هفته گذشته منتشر شد به تعدادی از ویژگی‌های روانشناختی اصلی سرمایه‌گذاران که نقش تعیین‌کننده‌ای در رفتار و تصمیم‌گیری آنان دارد، اشاره شد.

خصوصیات مزبور عبارتند از: زبان‌گریزی، اعتماد به نفس کاذب، ظاهرینمی، درک نادرست از رابطه ریسک و بازده، پشیمانی، عدم کنترل خویشتن، تنوع بخشی نادرست و حسابداری ذهنی. این ویژگی‌ها بیان می‌کنند که افراد، تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری‌های خود را، بیشتر براساس تئوری‌های علمی فاینانس انجام نمی‌دهند، بلکه عوامل احساسی و روانشناختی، نقش به‌سزایی در این زمینه دارند. (Lopez 1987) مطرح می‌کند که سرمایه‌گذاران تحت تاثیر سه نیروی اساسی به شرح زیر تصمیم‌گیری می‌کنند:

۱- امنیت اصل پول (Principal security): بر مبنای این ویژگی، افراد در درجه اول در سرمایه‌گذاری‌ها اهمیت زیادی به حفظ اصل پول می‌دهند. (شاید یکی از دلایل محبوبیت سرمایه‌گذاری در املاک و مستغلات به خصوص در ایران به همین مساله مربوط باشد.)

۲- پتانسیل درآمدی (income generating potential): برای سرمایه‌گذاران مهم است که بتوانند از محل سرمایه‌گذاری خود درآمدی مستمر کسب کنند.

۳- دستیابی به آرزوها (Aspiration): افراد دوست دارند بتوانند از طریق سرمایه‌گذاری به رویاهای خود نظیر خرید خانه، یک سفر پر هزینه، خرید ماشین گران قیمت و ... تحقق بخشند.

براساس این سه ویژگی، اشخاص سید سرمایه‌گذاری‌شان را به سه دسته تقسیم می‌کنند:

۱- اوراق بدون ریسک و پس انداز بانکی: این گروه از سرمایه‌گذاری‌ها به نیاز اول یعنی حفظ اصل پول پاسخ

می‌دهند.

۲- سهام شرکت‌های کم ریسک و دارای سود نقدی (dividend) بالا: این بخش از سرمایه‌گذاری‌ها نیاز به کسب درآمد مستمر (Yield) را تأمین می‌کنند. در حقیقت برای سرمایه‌گذاران بسیار مهم است که مخارج زندگی خود را از محل سود سهام، سود سپرده بانکی و اوراق مشارکت (و نه از محل فروش اصل دارایی‌ها) تحصیل کنند.

۳- سهام شرکت‌های پرریسک و پربازده: این گونه سرمایه‌گذاری‌ها بیشتر با ایجاد امید در سرمایه‌گذاران، امکان دستیابی به آرزوهای بزرگ را فراهم می‌کند. در حقیقت، این آرزوها با کسب درآمدهای عادی قابل دستیابی نیستند. در نتیجه، افراد سعی می‌کنند با افزایش ریسک سرمایه‌گذاری‌ها، امکان تحقق درآمدهای فوق‌العاده را فراهم آورند. از سوی دیگر، تحقیقات روانشناسی (Pope 1983) اثبات کرده است که این‌گونه سرمایه‌گذاری‌ها به‌رغم ریسک بالا، از ارزش روانشناختی قابل‌توجهی برخوردارند، زیرا افراد را در طول زندگی همواره امیدوار و دلخوش به آینده نگاه می‌دارند که برای انسان‌ها یک نیاز ضروری است.

بر اساس سه اصل مزبور، رفتار شناسی مالی به سرمایه‌گذاران توصیه می‌کند که به جای نظریه کلاسیک ریسک و بازده (که شالوده اصلی فاینانس را تشکیل می‌دهد) به سمت تئوری‌های جایگزین حرکت کنند که مهم‌ترین آنها تئوری سبد رفتاری یا Behavioral portfolio theory است که توسط (Statman (1999 & Shefrin ارائه شده است. در این تئوری، به جای بیشینه کردن بازده مورد انتظار و کمینه کردن همزمان ریسک (مطابق نظریه مارکویتز در علم فاینانس) سرمایه‌گذاران سبد خود را به گونه‌ای انتخاب می‌کنند که ثروت مورد انتظار (Expected wealth) را به حداکثر برسانند و احتمال کاهش ثروت از یک میزان مشخص را به حداقل کاهش دهند. به این ترتیب فاینانس رفتاری به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌دهد تا بر اساس شرایط خود، منابع سرمایه‌ای را به نسبت مشخص بین سه گروه مورد اشاره (دارایی‌های بدون ریسک، کم ریسک و پرریسک) تقسیم کنند. بدیهی است میزان اختصاص منابع به هر یک از سرمایه‌گذاری‌های مزبور به ویژگی خاص هر سرمایه‌گذار و میزان اهمیت هر یک از عوامل سه گانه (امنیت اصل پول، پتانسیل درآمدی و دستیابی به آرزوها) برای وی بستگی خواهد داشت.

اصلاحیه: تعریف پدیده Gambler fallacy که در قسمت هفتم مطلب رفتار شناسی بازار سهام در تاریخ ۱۳۹۰/۵/۸ به چاپ رسیده بود بدین وسیله اصلاح می‌شود: «پیش بینی سرمایه‌گذاران از آینده قیمت هر سهم وابستگی زیادی به روند اخیر قیمت‌ها دارد به گونه‌ای که پس از یک دوره رشد، افراد پتانسیل کمتری برای تدام روند افزایشی متصور هستند و پس از یک دوره نزول، امکان کاهش قیمت را بیشتر می‌دانند.»

منبع : دنیای اقتصاد