

برخی جنبه‌های رفتاری در مالیه شخصی

حامد قدوسی

Ghoddusi@gmail.com

www.chaay.ghoddusi.com

در مقاله شماره قبل مابین، توصیه‌هایی را در باب مدیریت مالیه شخصی ارائه کردیم. توصیه‌های آن مقاله عمدتاً در چارچوب تئوری مالی و اقتصادی سنتی و فرض عقلانیت استوار بودند. تئوری عقلانیت فرض می‌کند که افراد (یا مجموعه بازار) تمام محاسبات را دقیق انجام داده و اگر دارایی بالاتر یا پایین‌تر از قیمت واقعی خود قیمت‌گذاری شده بود استراتژی فروش/خرید مناسب را اتخاذ کرده و قیمت را تصحیح می‌کند. پیشرفت‌های اخیر در علم روان‌شناسی و ترکیب آن با مباحث اقتصادی و مالی و شکل‌گیری مبحث مالیه رفتاری (Behavioral Finance) نشان می‌دهد که بسیاری از افراد لزوماً همیشه این‌گونه رفتار نمی‌کنند. در این مبحث تأثیر عواملی مثل احساسات، تکیه بر حساب کتاب سرانگشتی (به جای محاسبات دقیق ریاضی)، اعتماد به نفس، شبکه اجتماعی و ... بر تصمیم‌گیری‌های مالی افراد بررسی شده و نشان داده می‌شود که چنین عواملی در بسیاری از تصمیمات مالی در زندگی واقعی حضور دارند. به هر حال چون بسیاری از ما افراد معمولی هستیم در معرض بسیاری از خطاهای شناختی یا روانی قرار داریم. در این مقاله موضوع را از این زاویه هم دنبال کرده و برخی جنبه‌های روان‌شناختی مساله مدیریت مالیه شخصی را مطرح می‌کنیم. به این ترتیب دو مطلب می‌توانند مکمل یکدیگر به شمار آیند.

البته از این‌که افراد به تنهایی از فرض عقلانیت کامل دور هستند لزوماً به این معنی نیست که رفتار کلی بازار سرمایه نیز روندی غیرعقلانی دارد چرا که حضور تعداد معدودی سرمایه‌گذار عقلانی (یا حرفه‌ای مثل صندوق‌های سرمایه‌گذاری تخصصی) می‌تواند روند بازار را تصحیح کند. در این حالت سرمایه‌گذاران عقلانی با درک خطاهای سرمایه‌گذاران غیرعقلانی (یا بخوانید غیرحرفه‌ای) از استراتژی‌های غلط آن‌ها بهره برده و سود به دست می‌آورند.

عوامل غیرعقلانی موثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری به دو گروه اصلی قابل تقسیم هستند: گروه اول خطاهای شناختی است که به اشتباهاتی که افراد در محاسبه استراتژی بهینه سرمایه‌گذاری مرتکب می‌شوند اشاره دارد. این نوع خطاها به محدودیت‌های ذهنی انسان بر می‌گردد. همه ما حافظه محدودی داریم، قابلیت استنتاج آماری‌مان محدود است، نوع بیان مساله (Framing) روی درکمان از یک مساله اثر می‌گذارد، تمایل داریم تا به باورهای پیشین خود بچسبیم و به راحتی از آن‌ها دست نکشیم. تمایل داریم تا بر اساس خروجی دل‌خواه‌مان از روندها نتیجه بگیریم و الخ.

خطاهای نوع دوم خطاهای روانی است که تأثیر احساسات و موقعیت اجتماعی و شرایط فیزیکی و روحیات و تمایلات آگاهانه و ناخودآگاهانه افراد بر رفتار سرمایه‌گذاری آن‌ها را بررسی می‌کند. به عنوان مثال، مطالعاتی وجود دارند که نشان می‌دهند بازده سهام در فردای روز تغییر ساعت (روزی که ساعت‌ها جلو و عقب کشیده می‌شوند) با روزهای دیگر تفاوت دارند. طبعاً این روزها روزهای خاصی نیستند ولی به علت کم‌خوابی یا پر‌خوابی سرمایه‌گذاران در شب قبل، تصمیمات سرمایه‌گذاری بروز می‌کند که نتیجه‌اش تغییر بازده است. مثال دیگر در همین راستا تأثیر روزهای آفتابی و ابری بر قیمت سهام در کشورهای اروپایی است. در روزهای آفتابی سرمایه‌گذاران خوش‌بین‌تر هستند و به شکل تهاجمی‌تری دست به خرید و فروش سهام می‌زنند.

با این مقدمه، در ذیل نمونه‌هایی از خطاهای مختلف و تأثیر آن بر استراتژی سرمایه‌گذاری را ذکر می‌کنیم. دانستن این خطاها کمک می‌کند تا رفتار خود به عنوان سرمایه‌گذار را بهتر شناخته و از برخی از خطاها اجتناب کنیم.

1) اعتماد به نفس بیش از حد (Overconfidence)

تست مشهوری هست که در آن از افراد یک جمع در مورد توانایی آن‌ها برای یک عمل خاص (مثلن مهارت رانندگی) سوال می‌کنند. نتیجه جالب این است که بیش از نصف افراد (مثلن هفتاد درصد) عقیده دارند که رانندگی آن‌ها بهتر از میانه جمع است. حال آن‌که چنین چیزی ممکن نیست چون حتماً نصف افراد زیر میانه مهارت دارند. نتیجه این تست این است که افراد به طور متوسط بیش از واقع به توان‌مندی خود اعتقاد دارند. نتیجه این باور به توان‌مندی در بازار مالی این است که افراد با خود می‌گویند "گرچه خیلی‌ها در این بازار ضرر کرده‌اند ولی من بهتر از متوسطم و لذا من برنده خواهم شد". مطالعات تجربی

نشان می‌دهند که افراد با اعتماد به نفس بالا بیش از حد متوسط دست به تعویض و خرید و فروش سهام زده و به علت وجود هزینه‌های کارگزاری ضرر بیشتری می‌کنند.

2 دیدن روندهای بی معنی

اکثریت مطلق متغیرهای موجود در دنیای سرمایه‌گذاری مثل قیمت سهام و نرخ ارز و قیمت طلا و غیره رفتاری تصادفی دارند و بیش‌تر اوقات از روند خاصی پی‌روی نمی‌کنند یا حداقل درک این روند برای افراد معمولی و غیرمجهز به ابزارهای خیلی پیچیده ریاضی غیرممکن است. خوب است بدانیم که ابزارهای معمول ریاضی هم برای درک این روندها کفایت نمی‌کند و فقط ابزارهای خیلی پیچیده گاه موفق به کشف برخی قانون‌مندی‌ها در رفتار بازارهای مالی می‌شوند. با این همه ذهن ما تمایل دارد تا از دیدن برخی تغییرات استنتاجاتی کرده و روندهایی را بیرون بکشد و سپس بر اساس این روندها دست به سرمایه‌گذاری بزند. به عنوان مثل قیمت سهام در بسیاری از اوقات از روند خاصی پی‌روی نمی‌کند ولی مردم تمایل دارند تا این طور فرض کنند که اگر قیمت سهام برای چند دوره بد عمل کرده باشد حالا نوبت آن است که خوب عمل کند. به عبارت دیگر مردم انتظار نوعی رفتار بازگشت به میانگین (Mean Reverting) دارند و فکر می‌کنند وقایع قبلی در پیش‌بینی رفتار آینده موثر واقع خواهند شد.

3 فراواکنش یا واکنش‌های بیش از حد (Overreaction)

در سال 1985 دو محقق فاینانس نتیجه جالبی را نشان دادند. آنان سی عدد سهم که بهترین بازده را داشتند (سهام برنده) و سی سهم را که بدترین بازده را داشتند (سهام بازنده) انتخاب کرده و سپس عمل‌کرد دوره‌های بعدی آن سهام را در دو سبد سرمایه‌گذاری سهام برنده و سهام بازنده دنبال کردند. با شگفتی تمام مشاهده شد که گروه سهام بازنده در سال‌های آینده عمل‌کردی به مراتب بهتر از سبد سهام برنده داشتند! دلیل این موضوع جالب بود: مردم به ضعف عمل‌کرد یک سهم بیش از حد لازم واکنش نشان می‌دهند. مثلاً وقتی عمل‌کرد سهم پایین می‌آید برای فروش آن هجوم آورده و وقتی سهمی بازده دارد برای خرید آن صف می‌کشند. این دو رفتار باعث می‌شود تا قیمت سهام بیش از حد واقعی آن‌ها پایین رفته (در مورد سهام بازنده) یا بیش از حد واقعی بالا برود (در مورد سهام برنده) و لذا در دوره‌های بعدی که قیمت آن‌ها تصحیح شده و به قیمت واقعی نزدیک می‌شود سهام بازنده بازده خوبی تولید کنند (چون قیمت اولیه‌شان بیش از حد لازم پایین رفته بود) و سهام برنده بازده کمی تولید کنند (چون قیمت اولیه‌شان بیش از حد بالا رفته بود). مطالعات البته نشان می‌دهد که این اثر متقارن نیست و فراواکنش مردم به سهام بازنده بیش از سهام برنده است.

همین جا می‌توانید نکته جالبی را بین نکته دو و سه همین نوشته مشاهده کنید. در یک چارچوب عقلانی رفتار مردم برای انتظار بازگشت به میانگین غلط است. در حالی که در یک چارچوب رفتاری رفتار مردم ممکن است همین رفتار بازگشت به میانگین را ایجاد کند و لذا به صورت تصادفی خطای شناختی مردم (بند دو) با واقعیت بازار که آن‌هم از یک رفتار غیرعقلانی ناشی شده است همسو شود. متخصصان اقتصاد رفتاری با دانستن همین ویژگی‌های رفتاری است که استراتژی سرمایه‌گذاری را طراحی می‌کنند. شاید یک دلیل این‌که تحلیل موسوم به تکنیکال در برخی موارد نتایج مفیدی را تولید می‌کند اتکا به روان‌شناسی جمعی بازار است.

4 تنوع‌بخشی ناکافی یا غیرعقلانه

در مقاله قبلی در مورد اهمیت تنوع‌بخشی به دارایی‌ها صحبت کردیم. تنوع‌بخشی به این دلیل اهمیت دارد که اگر بخشی از پورت‌فولیو (سبد سرمایه‌گذاری‌ها) آسیب دید بخش دیگر احتمالاً آن را جبران کند و لذا زیان بیش از حد به سرمایه‌گذار وارد نشود. در عمل بسیاری از مردم به علت برخی تعلقات سرمایه‌گذاری‌های خود را طوری انتخاب می‌کنند که با اصل تنوع‌بخشی در تضاد است. مثال مشهور آن در کشورهای خارجی و نیز برخی شرکت‌های داخلی این است که مردم عمده سرمایه‌گذاری سهام‌شان را روی شرکتی انجام می‌دهند که خود نیز در آن شاغل هستند. در ایران بسیاری از شرکت‌ها سهامی به کارکنان خود می‌دهند که بعد از مدتی قابل واگذاری در بورس است. افراد چون فکر می‌کنند که شرکت را خوب می‌شناسند سهام شرکت خود را حفظ می‌کنند حال آن‌که از زاویه تنوع‌بخشی این کار اشتباه بزرگی است چون اگر به هر دلیلی شرکت با مشکلات مواجه شود و مثلاً ورشکست شود یا مجبور به تعدیل نیرو شود در این صورت فرد هم شغل خود را از دست خواهد داد و هم سرمایه‌گذاری غیر شغلی‌اش با افت شدید مواجه خواهد شد.

5) نگر اطلاعاتی و باورهای انتخابی در مورد بازار بورس

افراد در زمان انتخاب استراتژی بهینه سرمایه‌گذاری تجارب و اطلاعات را به صورت انتخابی به یاد آورده و سرمایه‌گذاری‌شان را بر آن اساس انتخاب می‌کنند. مثلن کسانی که بدبین هستند از کل روند بیست ساله بازار بورس در ایران افت قیمت در سال 84 را به یاد آورده و از هر نوع سرمایه‌گذاری در بورس خودداری کنند و در نتیجه به سودهای کم ناشی از سرمایه‌گذاری در اوراق قرضه قانع شوند. این افراد می‌توانند هم افت و هم خیز بازار را به یاد بیاورند ولی چون تمایل به دیدن یک طرف دارند ارزیابی نادرستی از کیفیت عمل‌کرد سرمایه‌گذاری برای خود ایجاد می‌کنند.

مثال دیگرش تمرکز خیلی ذهن افراد به قیمتی است که سهام در آن قیمت خریداری شده است. فرض کنید به دلیل شرایط اقتصادی خوب سهام شرکت الف را به قیمت 100 تومان خریداری کرده‌اید. ظرف یک سال تحولات مهمی اتفاق می‌افتد (مثلن اقتصاد کشور وارد دوره رکود می‌شود یا بازار جهانی محصول شرکت افت می‌کند یا یکی از مشتریان کلیدی شرکت ورشکست می‌شود یا یکی از مدیران کلیدی شرکت استعفا می‌دهد و الخ) و لذا قیمت بنیادی سهام به 50 تومان افت می‌کند. قیمت فعلی سهم بر اساس شرایط فعلی قیمت واقعی است (و برای کسانی که امروز سهم را خریداری می‌کنند مرجع خواهد بود) ولی کسی که سهم را به قیمت 100 تومان خریداری کرده همواره این عدد را در ذهن دارد و دائم فکر می‌کنند که قیمت فعلی نادرست است و قیمت سهم روزی به 100 تومان خواهد رسید. البته به علت طبیعت تصادفی قیمت سهام، ممکن است روزی قیمت سهم به 100 تومان برسد ولی آن قیمت ربطی به قیمت روز اول ندارد و به علت تغییر شرایط جدید اتفاق افتاده است. در عمل بسیاری از سرمایه‌گذاران به علت قفل شدن روی قیمت اولیه حاضر نمی‌شوند سهام‌شان را در زمان سقوط کلی بازار عرضه کنند و با مقایسه قیمت فعلی و قیمت قبلی (که دیگر برای شرایط امروز بی‌ربط است) انتظار بازگشت را دارند و لذا زیان بیشتری را متحمل می‌شوند.

6) خودنمایی

یک مشاهده جالب در دنیای سرمایه‌گذاری این است که افراد تمایل دارند تا سهام موفق و برنده را فروخته و سهام بازنده را نگهداری کنند. این مشاهده را با تمایل افراد به خودنمایی و اثبات موفقیت خود می‌توان توجیه کرد. با فروش سهام برنده فرد سود ناشی از موفقیت را در آغوش می‌کشد ولی حاضر نیست با فروش سهام به زیر قیمت خرد شکست خود را بپذیرد. لذا این سهام را حفظ می‌کند به امید این‌که روزی شکستش جبران شود. این موضوع هم در مورد افراد و هم در مورد کسانی که مدیریت سهام دیگران را بر عهده دارند مشاهده می‌شود. در مورد اخیر به اصطلاح به آن پرده‌پوشانی (Window Dressing) می‌گویند.

نتیجه‌گیری: همه ما به عنوان سرمایه‌گذاران معمولی برخی اشتباهات محاسباتی یا احساسی را در مورد سیاست سرمایه‌گذاری انجام می‌دهیم که در چارچوب محدودیت حجم این مقاله به نمونه‌هایی از آنان اشاره کردیم. دانستن این خطاها و درک بهتر روان‌شناسی بازار دو فایده مهم دارد: اول این‌که سهم این خطاها را در رفتار خودمان کاهش می‌دهیم و ثانی این‌که با دانستن روان‌شناسی کلی بازار می‌توانیم برخی روندها (مثلن واکنش بیش از حدها) را تحلیل کرده و بر اساس آن استراتژی واکنشی مناسبی را طراحی کنیم. البته موفقیت در طراحی این استراتژی مستلزم تسلط کافی به تئوری‌های رفتاری و تطبیق آن‌ها با شرایط بازار خاص است. به این خاطر است که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای که اصطلاحاً رفتار بازار را بو کشیده و خصوصیت آن را می‌فهمند می‌توانند در برخی نقاط دست به تصمیمات اساسی زده و سودهای فراوانی به دست آورند.