

مجموعه مقالات دانشکدهٔ جانشون شماره ۲۰۱۰-۲۲

پارادایم مالی سنتی و مالی رفتاری

رابرت بلومفیلد - دانشگاه کرنل

آوریل ۲۰۱۰

# امور مالی سنتی در مقابل امور مالی رفتاری

## رابرت بلومفیلد

استاد نیکلاس. اچ. نویس (Nicholas H. Noyes) مدیریت و استاد حسابداری - دانشگاه کرنل

## مقدمه

پژوهشگران سنتی در امور مالی، جامعه مالی را مکانی آکنده از انسانهای خاطی و احساساتی تلقی نمی‌کنند، بلکه آنها را محیطی پر از اقتصاددان‌های هوشمند و آگاه، می‌دانند. دسته دوم (انسانهای اقتصاددان) تصمیمات منطقی می‌گیرند، قدرت نامحدود پردازشگر اطلاعات برای تحلیل اطلاعات در دسترس دارند، و اولویت‌ها و باورهایشان (preference) بر اساس نظریه مطلوبیت مورد انتظار استاندارد (standard expected utility theory) تعریف شده است.

هر کس که دارای همسر، فرزند، رئیس یا اندکی بینش نسبت به خود باشد، می‌داند که فرض انسان عقلایی غلط است. رفتار گرایان در امور مالی در پی آن هستند که «انسان عقلایی» را با مدلی واقع‌گرایانه‌تر از کنش‌گر در امور مالی جابه‌جا کنند. ریچارد تالر (Richard Thaler). پدر مالی رفتاری، این کشمکش را در جمله‌ای به یاد ماندنی در کنفرانس دفتر ملی پژوهش‌های اقتصادی (NBER)، خطاب به رابرت برو (Robert Barro) بیان می‌کند. "تفاوت میان ما، این است که تو مردم را به باهوشی خودت تصور می‌کنی، اما من مردم را به احمقی خودم تصور می‌کنم." مقایسه طنزآلود تالر، ماهرانه این مسئله را روشن می‌کند که چگونه تفاوت‌های ماهوی اندک میان نقطه‌نظرات سنتی و رفتاری می‌تواند به خاطر تفاوت‌های جامع‌تر در چارچوب این دو دیدگاه (سنتی و رفتاری) و تأکید موجود بر این دو، بزرگ‌نمایی شود و این مسئله خود، شوخی قدیمی که در مورد آمریکا و بریتانیا، مصطلح است را به ذهن می‌آورد: "دو ملت که به وسیله

زبانی مشترک، از هم جدا شده‌اند." (این نکته شایان ذکر است که هنگام نقل این مطلب، تالر عنوان کرد که برو (Barro) با گفته او اظهار موافقت کرده است)

هدف این مقاله، این است که خوانندگان را در بحث مربوط به فرضیه‌های اساسی در مورد رفتار انسانی، هدایت کند و برخی راههایی را که رفتارگرایان احتمالاً دنبال می‌کنند نشان دهد. بخش بعدی این مقاله نقشه کلی پژوهش در امور مالی را فراهم می‌کند و با جزئیات دقیق‌تری شباهت‌ها و تفاوت‌های میان امور مالی رفتاری و سنتی را توصیف خواهد کرد. بخش بعدی، اختلاف‌ها و عدم سازگاری‌های موجود بین جایگاه ایدئولوژیک این دو را در پس‌زمینه فلسفه علم بررسی می‌کند. بعنوان مثال، رفتارگرایان، به شیوه توماس کان (Thomas Kuhn)، اظهار می‌دارند که نظریات رفتاری برای توضیح نابهنجاری‌هایی که با نظریه سنتی نمی‌توان توضیح داد، لازم هستند. در مقابل، سنت‌گرایان با استفاده از فلسفه اثبات‌گرایی ابزاری (*instrumental positivism*) فلسفه‌ای که می‌گوید باید دانش را از دانش تجربی و تحقیق به دست آورد، ولی تفاوت عمده آن با انواع دیگر اثبات‌گرایی این است که باور دارد پژوهش باید به زمینه‌هایی محدود شود که در آنها تکنیک‌های پژوهشی برای جمع‌آوری دلایل و شواهد، موجود باشد، اظهار می‌دارند که تا زمانی که فرض‌های ساده‌کننده مطلب، به اندازه کافی وجود دارند که بتوانند چگونگی ارتباط متغیرهای قابل مشاهده به یکدیگر را پیش‌بینی کنند، نهادهای رقابتی در امور مالی می‌توانند موجب شوند که انحراف و فاصله گرفتن از "انسان عقلایی" چندان مهم نیست.

تاریخچه مختصری از پژوهش رفتاری در زمینه مالی رفتاری، نشان می‌دهد که این دو دیدگاه از فلسفی، قدرتمند اما، ناقص هستند. موفقیت مالی رفتاری شدیداً به عوامل جامعه‌شناسی، خصوصاً به هم آمیختن پژوهشگران رفتاری و سنتی در حوزه‌های مشابه، بستگی دارد. از آن جایی که اکثر حوزه‌های مالی فاقد این شکل از تعامل غیررسمی هستند، رفتارگرایان باید تلاش خود را برای دنبال کردن برنامه پژوهشی که سنت‌گرایان را متقاعد کند، دوبرابر کنند. بخش آخر، برنامه

پژوهشی را پیشنهاد می‌دهد که رفتار گرایان می‌توانند از آن برای روبه‌رو شدن با چالش‌های ماهوی و جامعه‌شناختی خود، بهره ببرند: ایجاد و آزمون مدلهایی که توضیح می‌دهند چگونه می‌توان، در جوامع و سازمانها (مثلاً بازارهای رقابتی) تأثیر عوامل رفتاری را از نتایج کل جدا نمود. چنین پژوهشی باید نقطه نظرات مشترکی میان سنت گرایان و رفتار گرایان ایجاد کند، و علاوه بر آن محیط‌هایی را که در آن پژوهش رفتاری بیشترین قدرت پیش‌بینی را خواهد داشت، شناسایی کند.

## مدلی سه بعدی از پژوهش در دانش مالی

راه حل مفید برای روشن کردن شباهت‌ها و تفاوت‌های میان امور مالی سنتی و رفتاری، مشخص کردن نقشه پژوهش امور مالی در ماتریسی با ۳ بعد مختلف است: سازمان، روش و نظریه. (همانطور که در ضمیمه ۲-۱ نشان داده شده است)

**سازمان**، می‌تواند به عنوان موضوع مورد مطالعه پژوهشگر امور مالی، تعریف شود. همانطور که بلومفیلد و رنه کمپ (Rennekamp) (۲۰۰۹، ص ۱۴۳) توصیف می‌کنند:

نورث (North) بر معانی و کاربردهای مختلف مفهوم «سازمان» تأکید می‌کند. سازمان، به عنوان یکی از قدیمی‌ترین و مورد استفاده‌ترین ایده‌ها در تفکر اجتماعی، در طول زمان همواره معانی جدید و مختلفی به دست آورده است، شبیه به ماهی‌های صدف‌دار چسبیده به بدنه کشتی، بدون آن که معانی قبلی خود را از دست بدهد. ما، کلمه "سازمان" را برای اشاره کردن به قوانین، رویه‌های معمول و یا انواع تشکیلات سازماندهی که در دوره‌های طولانی مدت، به حیات خود ادامه می‌دهند، به کار می‌بریم. بنابراین، سازمانها در پژوهشهای مالی و حسابداری شامل وجود بازارهای سرمایه، گزارش‌گری مالی، تکنیک‌های گزارش‌گری مدیریتی، قوانین مالیاتی، و حسابرسی می‌شود. توجه داشته باشید که تشکیلات خاص، سازمان محسوب نمی‌شوند، اما برخی از انواع تشکیلات، سازمان هستند. به عنوان مثال، شرکت **Bear Sterns** و شرکت برادران **Lehman**، هرگز سازمان محسوب نمی‌شوند، اما "بانکها" چرا. جامعه‌شناسان، بر این نکته تأکید دارند که "نهاد یا سازمان" شامل هنجارها و باورهایی است که بر رفتار اجتماعی مؤثر است (Scott, ۲۰۰۷). بنابراین، ما، فعالیت‌هایی مثل رفتار پیش‌بینی مدیریت (management forecasting) (behaviour) یا ماهیت دعوت به سخنرانی، و شکل‌های رایج قراردادهای تجاری، و "بهترین روشهای

عمل " (best practices) مثل قراردادهای بلندمدت، ارزیابی عملکرد نسبی و میثاق‌های بدهی ( debt covenants) را نیز، جزء نهاد یا سازمان به حساب می‌آوریم.

رایج‌ترین روش‌های پژوهش، مدل‌سازی اقتصادی و تحلیل اقتصادسنجی تاریخچه داده‌ها هستند، آزمایش کردن نیز روشی است که با فاصله زیاد در پله سوم قرار می‌گیرد، به همراه اندکی مطالعات میدانی، جمع‌آوری اطلاعات (survey) و شبیه‌سازی.

تقریباً هر پژوهشی که در مجلات امور مالی بازمینی شده توسط اساتید فن، چاپ می‌شود، انگیزه یا راهنمایش یک نظریه بوده است، حتی اگر این نظریه به صراحت مطرح نشده باشد. تاکنون، برجسته‌ترین نظریات از اقتصاد بیرون کشیده شده‌اند. این نظریات، شامل نظریات بازارهای کارا و عدم آربیتراژ (که در پژوهش‌های قیمت‌گذاری دارایی و رفتار بازار حائز اهمیت است)، نظریه نمایندگی (agency theory) (که در اداره کردن به صورت مشارکتی و حقوقی، مرکز اهمیت است)، تئوری مقدار پول (monetary theory) (در بانکداری) و فرآیند‌های تصادفی (برای مهندسی مالی)، می‌شود. تعداد فزاینده‌ای از مطالعات، نظریه خود را - حداقل تا اندازه‌ای - از روانشناسی بدست می‌آورند.

پژوهش‌های روانشناسی در طول سه دهه گذشته، پیشرفت قابل ملاحظه‌ای داشته است و نظریات قوی و مستحکمی در مورد اینکه افراد چگونه رفتار می‌کنند، شکل داده‌اند که این نظریات در ۳ دسته: **انگیزه (drive)** (انگیزه‌ها و محرک‌های اساسی که در سلسله مراتب نیازهای مازلو (Maslow) نیز مطرح شده است)، **شناخت (cognition)** (اینکه انسان‌ها چگونه داده‌ها را تحلیل کرده و نتیجه‌گیری می‌کنند) و **پاسخ‌های احساسی (affect)** (پاسخ‌های احساسی به محرک‌های محیطی و اینکه چگونه این پاسخ‌ها بر رفتار تأثیر می‌گذارند) تقسیم بندی می‌شوند. مدل ۳ بعدی پژوهش‌های مالی، تفاوت‌های نسبتاً جزئی میان امور مالی سنتی و رفتاری را روشن می‌سازند. هر دوی این رویکردها، تا حد زیادی به نهادهای مشابهی مرتبط شده و از روش‌های

مشابهی بهره می‌برند. تفاوت میان این روش‌ها، کاملاً در زیربنای نظری آنهاست. بسیاری از پژوهش‌ها از تکنیک‌های اقتصادسنجی برای آزمون فرضیه‌های روانشناسی بهره می‌برند و به درستی، پژوهش‌های رفتاری نامیده می‌شوند. بقیه، همانطور که در فصل ۷ مورد بحث قرار خواهد گرفت، از روشهای آزمایشی استفاده می‌کنند و بنابراین به درستی پژوهش‌های سنتی نامیده می‌شوند.

حتی تفاوت‌های موجود در نظریه هم نباید اغراق شوند. در حالی که امور مالی سنتی شامل هیچ عنصر روانشناسی انسانی نیست، امور مالی رفتاری نیز معمولاً شامل هیچ عنصری نیست و تنها بر نظریه‌های اقتصاد رفتاری تکیه دارد. دلیل آن ساده و مشخص است: نهادهای مالی، افراد را در محیط‌های پیچیده‌ای قرار می‌دهند که این محیط‌ها به وسیله اطلاعات، پاداش و کنش‌هایی که می‌توانند انجام گیرند، تعریف می‌شود و این عوامل دقیقاً زیربنای سازنده نظریه اقتصادی هستند. بنابراین، مطالعات رفتاری معمولاً تنها شامل عنصر کوچکی از روانشناسی است، که این عنصر در دل نظریه اقتصادی که برای درک و فهم از سازمان مورد نیاز است، قرار گرفته است. به این ترتیب، امور مالی رفتاری تنها بدعت کوچکی در امور مالی سنتی به وجود می‌آورد، که هدف آن تغییر ایجاد کردن در یک یا چند سطح از سطوح یک فرض در زیربنای یک نظریه اقتصادی است: اینکه افراد چگونه رفتار می‌کنند؟

## **بحث پیرامون فرض‌ها: الفبای فلسفه علم**

اختلاف بر سر فرض‌های اساسی به بحث‌های فلسفی مختلفی منجر می‌شود. مباحث این بخش، الفبای مختصری از فلسفه علم فراهم می‌آورد که پژوهش‌گران سنتی و رفتاری در امور مالی، بیشترین تکیه را بر آنها دارند.

رفتارگرایان، اغلب با اشاره به کتاب معروف و مؤثر کوهن (Kuhn) (۱۹۶۲)، یعنی "ساختار انقلاب‌های علمی"، از روش سنت‌شکنانه خود دفاع می‌کنند. کان اظهار می‌دارد که علم از طریق تغییر پارادایم‌ها یا الگوها و علم "متعارف" (normal) پیشرفت می‌کند. یک پارادایم یا الگو، چارچوبی نظری برای پژوهشگران به وجود می‌آورد تا به وسیله آن، چیزی را که کوهن "علم متعارف" می‌نامد، امتحان کرده، تقویت یا اصلاح کند. علم متعارف، صحت و اعتبار پارادایم را تثبیت می‌کند اما ممکن است از نابهنجاری‌ها - مشاهدات غیرمعمول با پارادایم - نیز پرده بردارد. پارادایم‌های جدید تنها زمانی موفق خواهند شد که بتوانند نابهنجاری‌هایی را با تعداد و با اهمیت کافی به شیوه‌ای ساده، توضیح دهند.

کپرنیک و انیشتین، نمونه‌های از دانشمندانی هستند که پارادایم‌های جدیدی را تثبیت کرده‌اند. در زمان کپرنیک، تیکو براهه (Tycho Brahe)، که در برخی محافل به عنوان پدر علم نجوم، شناخته می‌شود، مشاهداتی به طرز استثنایی جزئی فراهم کرده بود که نشان می‌داد حرکت سیاره‌ای با یک مدل ساده مرکزیت زمین در منظومه شمسی - مطابقت ندارد. بر اساس نظریه مرکزیت زمین، سیارات به دور زمین می‌چرخیدند، اما داده‌ها نشان داد که آنها احتمالاً باید در نقطه‌ای از مسیرشان، به عقب حرکت کنند. کپرنیک، نشان داد که پارادایم متفاوتی، که در آن تمام سیارات (از جمله زمین) به دور خورشید می‌گردند، می‌تواند توضیح برآورده‌تری برای مشاهدات به همراه باشد: تمام سیارات در حرکتی بیضی شکل به دور خورشید می‌گردند که این باعث می‌شود وقتی از زمین به این حرکت نگاه کنیم، به شکل حرکت قهقرایی (retrograde motion) به نظر برسد.

انیشتین نیز، پارادایم کاملاً جدیدی فراهم کرد که جایگزین نظریات نیوتنی گردید. اگر بخواهیم کل این مطلب پیچیده را به سادگی بیان کنیم، باید بگوییم که فرضیه خاص نسبیت انیشتین

(انیشتین، ۱۹۲۰) از مشاهدات در آزمایشی الهام گرفته بود که نشان می‌داد سرعت نور در خلأ در تمام جهات یکسان است، که این نتیجه، نمی‌توانست با حرفهای نیوتن وفق داده شود. علت گرایش رفتارگرایان به نظریه کوهن واضح است. کوهن به رفتارگرایان این اجازه را می‌دهد که سنت‌گرایان را به عنوان بطلیموس‌های امروزی به تصویر بکشند، در حالی که نابهنجاری‌های واضح را پنهان می‌کنند و خود را به عنوان کپرنیک و یا حتی بهتر از آن، انیشتین به تصویر می‌کشند.

سنت‌گرایان، معمولاً به اثبات‌گرایی ابزاری علاقه نشان می‌دهند، که گونه‌ای از فلسفه‌های به هم مرتبط است. تمام گونه‌های اثبات‌گرایی (positivism)، بر اهمیت قدرت پیش‌بینی تأکید می‌کنند: علم، فرآیند استخراج فرضیه‌های اثبات پذیر از یک نظریه و سپس آزمون آن فرضیه‌هاست به طوری که در آخر نظریاتی که اثبات نشده‌اند، باید دور انداخته شوند. یک گونه فوق‌العاده افراطی اثبات‌گرایی، اثبات‌گرایی منطقی محض (strict logical positivism)، متعلق به کارل پوپر (popper) و (نیوتن - اسمیت ۱۹۸۱) است، که بیان می‌دارد که هرگز نمی‌توان نظریات را توسط شواهد و مدارک، اثبات کرد، نظریات را تنها می‌توان ابطال کرد. اثبات‌گرایی منطقی محض به دو دلیل، چندان در میان دانشمندان امروز محبوب نیست. اول، اینکه اکثر دانشمندان، دلایل تجربی (empirical) برای اثبات نظریه را مدرکی قانع‌کننده به نفع نظریه می‌دانند. دوم اینکه، اثبات‌گرایی، در مورد منشأ نظریات و یا اینکه چطور دانشمندان باید از میان ۲ نظریه‌ای که هر کدام به وسیله شواهدی، اثبات می‌شوند، یکی را انتخاب کنند، ما را راهنمایی نمی‌کنند. با این وجود، اکثر سنت‌گرایان در زمینه امور مالی به اشکال خفیف‌تر اثبات‌گرایی، اعتقاد دارند.

اثبات‌گرایی، ارتباط نزدیکی با ابزارگرایی (instrumentalism) دارد، که علم را روشی برای شناسایی ارتباط میان متغیرهای قابل مشاهده می‌داند، اما این مسئله را بیان نمی‌کند که خود



متغیرها، و یا نظریاتی که روابط میان متغیرها را توصیف می‌کنند، الزاماً واقعیت را توصیف می‌کنند. (فلسفه‌ای که به چنین چیزی - یعنی انطباق متغیرها و یا نظریات با واقعیت - معتقد باشد، واقع‌گرایی یا realism نامیده می‌شود) بلکه، متغیرها و نظریات تنها ابزارها و یا وسیله‌هایی هستند که اجازه امتحان کردن نظریات را به ما می‌دهند. اثبات‌گرایی ابزاری، به طور طبیعی به مذاق سست‌گرایان خوش می‌آید، زیرا فرض "انسان عقلایی" آشکارا غیرواقع‌گرایانه است. با این حال، همانطور که فریدمن (Friedman) (۱۹۵۳)، در کتاب معروف خود "مقالاتی در باب اقتصاد اثبات‌گرایانه" (essays in positive economics) بیان می‌کند، نظریه اقتصادی، قدرت پیش‌بینی زیادی دارد و واقع‌گرایی در نظریه اقتصادی، مطلبی بی‌ربط و بی‌اهمیت است. آن چه اهمیت دارد، این است که آیا متغیرهای اقتصادی به گونه‌ای عمل می‌کنند که گویی تمام تصمیم‌ها توسط "انسان عقلایی" گرفته می‌شود یا خیر. حتی در علوم طبیعی نیز پژوهشگران اغلب مفروضاتی را مطرح می‌کنند که می‌دانند غلط است، مثلاً اینکه فرض می‌کنند که اتم‌ها حجمی ندارند و یا اینکه سرعت به صورت خطی اضافه می‌شود. هیچ‌کدام از این دو فرض صحیح نیست، اما داده‌ها نشان می‌دهند که جهان به گونه‌ای عمل می‌کند که گویی این دو فرض صحیح است، مگر در اندازه‌های کوچک (در مورد اتم‌ها) و یا سرعت‌های بالا. همچنین اثبات‌گرایی، استدلال دیگری علیه رفتارگرایان، پیش‌پای سنت‌گرایان می‌گذارد: تا زمانی که اثبات‌گرایی، تنها یک جایگزین برای "انسان عقلایی" فراهم نکرده، علوم مالی رفتاری، غیرقابل تکذیب و تردید است.

هر نابهنجاری ظاهری می‌تواند به وسیله یک گرایش روانشناسی از پیش موجود بوده‌ای (*post hoc*) گونه‌ای از استدلال که در آن افتادن یک اتفاق قبل از اتفاق دیگر به صورت رابطه علت و معلولی بین آن دو تعبیر می‌شود) توضیح داده می‌شود. با وجود اینکه تعداد کمی از سنت‌گرایان، اثبات‌گرایان سفت و سختی هستند (که هرگز ارزشی برای نتایجی که یک نظریه را تأیید و اثبات کند، قائل

نیستند)، اما واضح است که تأیید و اثبات، در صورتی که ابطال غیرممکن باشد، ارزش کمتری دارد.

نقطه نظر کوهن (۱۹۶۲)، نقطه مقابل اثبات‌گرایی ابزاری نیست اما رفتارگرایان میل دارند تا استدلال کنند که کوهن علیه سنت‌گرایان است و سنت‌گرایان نیز به کمک اثبات‌گرایی ابزاری، به آنها پاسخ می‌دهند. رفتارگرایان با به کارگیری نقطه نظر کوهن، به مخالفان خود به طور ضمنی، برچسب قدیمی، رو به زوال و ضد پیشرفت می‌زند (این گفته کوهن معروف است که بیان می‌کند افراد دانشمند هرگز نظر خود را تغییر نمی‌دهند، به جای آن، زمینه‌ها و محیط‌ها هستند که تغییر می‌کنند زیرا دانشمندان قدیمی یا فوت می‌کنند و یا بازنشسته می‌شوند، و نسل جدیدی از دانشمندانی که به پارادایم جدید معتقدند، جای آنها را می‌گیرند). سنت‌گرایان، با تکیه بر اثبات‌گرایی ابزاری، به طور غیرمستقیم بیان می‌کنند که رفتارگرایان بر اساس واقع‌گرایی استدلال می‌کنند و نه بر اساس قدرت پیش‌بینی، و این مسئله را مطرح می‌کنند که رفتارگرایان حتی دانشمند واقعی نیستند، بلکه صرفاً نظریه غیرقابل ابطالی را مطرح می‌کنند که قبل از اثبات، تأیید شده (post ex) و بنابراین با هر مشاهده‌ای، تطابق پیدا خواهد کرد.

در اینجا، برخی انتقادهای تند و جدی علیه امور مالی رفتاری را که توسط یوجین فاما (Eugene Fama) پدر امور مالی مدرن (کلاسیک) نوشته شده است، ذکر خواهیم کرد. مقاله وی، پاسخی بود به ۲ مقاله مدل‌سازی، یکی نوشته شده توسط Shleifer, Barberis و Vishny (۱۹۹۸)، و دیگری توسط Stein و Hong (۱۹۹۹) است که از فرض‌های رفتاری متفاوتی بهره می‌بردند تا هم بیش واکنشی (price overreaction) و هم کم واکنشی (price underreaction)<sup>۱</sup> را

---

<sup>۱</sup> Price overreaction and underreaction: فرضیه‌ای در مورد بازار که می‌گوید سرمایه‌گذاران و معامله‌کنندگان، واکنش

نامتناسبی به اطلاعات جدیدی که در مورد یک اوراق بهادار دریافت می‌کنند، نشان می‌دهند. این باعث می‌شود که قیمت آن اوراق، شدیداً

-همانطور که در مطالعات اقتصادی مشاهده می‌شود-تحلیل کردند. فاما از خود این سؤال را می‌پرسد که آیا شواهد تجربی، به همراه این مدل‌های پس رویدادی (ex post)، می‌توانند او را قانع کنند تا "فرضیه کارایی بازار" (market efficiency)<sup>۱</sup> را دور بریزد؟

فاما (۱۹۸۸، ص ۲۸۴)، به این سؤال، جواب نه می‌دهد، و دلایل خود را به شکل زیر توضیح می‌دهد:

اول اینکه، یک بازار کاراست که در آن گروه‌های از رویدادها رخ می‌دهد که کم واکنشی و بیش واکنشی می‌انجامد. همینطور است که در یک بازار کارا، بیش واکنشی همانقدر رخ می‌دهد که کم واکنشی اتفاق می‌افتد. اگر نابهنجاری‌ها، به طور تصادفی بین کم واکنشی و بیش واکنشی تقسیم شوند، در این صورت، چنین شرایطی، با کارایی بازار تطابق دارد. خواهیم دید که یک تقسیم نسبتاً مساوی میان کم واکنشی و بیش واکنشی ظاهری، توصیف خوبی برای نابهنجاری‌های موجود، است.

مسئله دوم و مهمتر اینکه، اگر نابهنجاری‌های بازده بلندمدت آن قدر زیاد باشند که نتوان آنها را تصادفی و اتفاقی قلمداد کرد، آن وقت، یک تقسیم مساوی میان کم واکنشی و بیش واکنشی، پیروزی است که برای بازار کارا، گران تمام می‌شود. پس یافته‌های ما باید نشان می‌دهند که نابهنجاری‌های بازده بلندمدت، به روش حساس هستند (تا به این ترتیب بتوان نابهنجاری‌ها را شناسی دانست). هنگامی که این نابهنجاری‌ها در معرض مدل‌های متفاوتی از بازده مورد انتظار (هنجار) قرار می‌گیرند، و یا هنگامی که روش‌های آماری متفاوتی برای اندازه‌گیری این نابهنجاری‌ها استفاده می‌شود، آنها به حاشیه رفته و یا به کلی ناپدید می‌شوند. به این ترتیب، حتی با بررسی تک به تک نابهنجاری‌های بازده بلندمدت، می‌توانیم به درستی آنها را تصادفی و شناسی تلقی کنیم.

---

تغییر کنند، و به این صورت، قیمت جدید، بیانگر ارزش واقعی آن اوراق نباشد. این تغییرات قیمت، چندان دوامی ندارد و پس از گذشت زمان، به حالت قبل باز می‌گردد. فرضیه واکنش افراطی به قیمت، با فرضیه "بازار کارآمد" مطابقت ندارد.

<sup>۱</sup> Market efficiency: یک نظریه سرمایه‌گذاری است که بیان می‌دارد شکست دادن بازار و پیشی گرفتن از بازار غیرممکن است، زیرا کارآمدی بازار، موجب می‌شود که تمامی قیمت‌های سهام، منعکس‌کننده تمام اطلاعات مرتبط باشند. بر اساس این نظریه، سهام همیشه به قیمت عادلانه در بازار معامله می‌شود، و این باعث می‌شود خرید سهام با قیمت پایین‌تر از ارزش واقعی آن و یا فروشش به قیمت تورم‌یافته، برای سرمایه‌گذار غیرممکن باشد.

مشکلی که در مورد شکل‌گیری یکدیدگاه جامع و کلی دربارهٔ مطالعات بازده بلندمدت وجود دارد این است که این مطالعات، کمتر فرضیهٔ جایگزینی برای کارایی بازار ارائه میکنند و آن را امتحان می‌کنند. در واقع، فرضیهٔ جایگزین، یعنی فرضیهٔ ناکارایی بازار، مبهم است. این غیرقابل قبول است. کارایی بازار (یعنی این فرضیه که قیمت‌ها کاملاً منعکس‌کنندهٔ اطلاعات موجود هستند) مثل هر مدل دیگری، توصیفی ناقص و معیوب از نحوه شکل‌گیری قیمت است. در واقع، بر اساس قواعد علمی متعارف، مدل کارایی بازار، که خود به صورت بالقوه به وسیلهٔ آزمون‌های تجربی، قابل رد یا تایید کردن است، تنها می‌تواند به وسیله مدل بهتری از نحوه شکل‌گیری قیمت، جابه‌جا شود. هر مدل جایگزینی، وظیفه‌ای خطیر به عهده دارد. این مدل جایگزین، باید تورشهایی را که در پردازش اطلاعات وجود دارد و موجب می‌شود سرمایه‌گذاران به برخی اتفاقات بیش واکنشی نشان داده و در مقابل برخی دیگر کم واکنشی داشته باشند را مشخص کند. به علاوه این مدل جایگزین، می‌بایست گسترهٔ نتایج مشاهده شده را بهتر از مدل سادهٔ کارایی بازار شرح دهد، به این معنا که، ارزش مورد انتظار بازده‌های غیرعادی صفر است، اما تصادف و شانس موجب می‌شود انحرافات از صفر (یا نابهنجاری‌هایی)، در هر دو جهت (قبل و بعد از صفر) به وجود آید.

دو نکتهٔ اول مطرح شده توسط فاما (۱۹۹۸)، استحکام (robustness)<sup>۱</sup> و اعتبار (reliability) نابهنجاری‌های فرضی را زیر سؤال می‌برند. دو نکته بعدی او این مسئله را مطرح می‌کنند که باید نظریهٔ موقفی مثل کارایی بازار را تنها در صورتی کنار گذاشت و مردود دانست که نظریه قوی‌تر دیگری داشته باشیم که نه تنها آنچه که نظریه موجود توضیح می‌دهد را در برداشته باشد، بلکه از این نیز فراتر برود بدون اینکه بیش از حد پیچیده شود و در حالی که هنوز هم قابل ابطال پذیری باشد.

با وجود اینکه این استدلالها، تا حد زیادی همان استدلال‌هایی است که انسان از یک اثبات‌گرایی ابزاری انتظار دارد، اما شیوه استدلال فاما، نوعی بیزاری نسبت به مطالعه رفتاری است که از سطح

---

<sup>۱</sup> Robustness: میزان درست کارکردن یک سیستم، در حضور ورودی غیرمعمول، یا شرایط محیطی غیرمعمول.

داده‌ها نیز فراتر می‌رود. هیچ پژوهشگر جدی در زمینه امور مالی، چه پژوهشگر رفتاری و چه غیر آن، کارایی بازار را کاملاً رد نمی‌کند و کنار نمی‌گذارد. به جای آن در برخی فرض‌های مرتبط با رفتار فردی که ممکن است انحراف‌های کم ولی مهمی را که از کارایی بازار موجب شود، رها (relax) خواهد کرد. به علاوه، فاما (۱۹۹۸)، معنای کارایی بازار را به غلط بیان می‌کند. اگر پژوهشگران بتوانند، با اطمینان، بیش واکنشی به ۱۰ نوع اتفاق را پیش‌بینی کنند، و نیز بتوانند کم واکنشی به ۱۰ نوع اتفاق دیگر را نیز با اطمینان پیش‌بینی کنند، این واقعیت که بازار ممکن است به صورت میانگین، واکنش مناسب داشته باشد (بدون این پیش شرط که کدام نوع اتفاق، بیفتد)، به معنای کارایی بازار نیست. آری تراژرها، می‌توانند به سادگی روی بیش واکنشی ۱۰ تای اول و کم واکنشی ۱۰ تای دوم، شرط‌بندی کنند و بازده غیرعادی به دست آورند. این مثل این است که بگوییم PEAD (post-earnings-announcement drift) انحراف پس از اعلام عایدی) وجود ندارد. زیرا اگرچه، بازده به طور قابل پیش‌بینی، بعد از اخبار خوب افزایش پیدا کرده و بعد از اخبار بد کاهش پیدا می‌کند، اما در صورتی که مشخص نکنیم خبر خوب بوده یا بد، هیچ بازده غیرعادی وجود نخواهد داشت.

مکتب سومی از فلسفه نیز وجود دارد که می‌گوید دیدگاه فاما (۱۹۹۸)، تا اندازه‌ای تحت تأثیر نیروهای جامعه شناختی در خود جامعه علمی است. فیلسوفان جامعه‌شناسی مانند فایر ابند (Feyerabend) و لاکاتوس (Lakatos) (و گاهی هم توماس کوهن)، اغلب استدلال‌های خود را به بیانی تندرو و رادیکال مطرح می‌کنند. بعنوان مثال:

---

<sup>۱</sup> post-earnings-announcement drift: تمایل بازده ناهنجار انباشته‌ای نسبت به انحراف و سوق پیدا کردن به سمت گزارش مالی غیرمنتظره (earnings surprise) در چند هفته پس از اعلام عایدی (earnings announcement)، به بیان دیگران می‌تواند آنرا به صورت سقوط سهام یک شرکت (برای مدتی) پس از اعلام اینکه عایدی شرکت از انتظارات فراتر بوده است، تعریف کرد.

موفقیت اهداف و توانایی پیش‌بینی‌کردن دنیای واقعی، به موفقیت آن پیش‌بینی‌ها در به کارگیری سایر دانشمندان کاملاً ارتباط است، "پیشرفت علمی" یک توهم است، و مسیر علم، کاملاً سیاسی و اجتماعی است.

با وجود اینکه تعداد کمی از دانشمندان هستند که چنین ادعاهای افراطی را پذیرند، اما تعداد کسانی که به تأثیر عوامل سیاسی و اجتماعی در پژوهش امور مالی شک داشته باشند کمتر است. این عوامل سیاسی و اجتماعی از عواملی چون تأثیر آشکار حمایت مالی (مثلاً از بانک مرکزی فدرال رزرو) گرفته تا سازمان‌های برجسته‌ای که برای پرستیز خود این موضوعات علمی را به خود وابسته میکنند.

دیدگاه جامعه‌شناسی بیان می‌کند که رفتار گرایان، در متقاعد کردن جامعه بسیار بزرگ‌تر سنت‌گرا برای پذیرش و به‌گیری دیدگاه هایشان، با چالش‌های جدی روبه‌رو هستند. تعداد کمی از اعضای هیات علمی دانشگاه در دانشگاه‌های درجه یک، رفتار گرا هستند. به علاوه، دانشکده‌های امور مالی تقریباً از نیروی آموزش دیده در زمینه اصول اساسی علوم رفتاری، مثل روانشناسی و روش‌های تجربی خالی هستند. این مسائل نشان می‌دهند که دیدگاه‌های رفتاری در امور مالی، اخیراً در دانشکده‌های مالی ظهور پیدا کرده‌اند. برای آنها که فکر می‌کنند، قدمت امور مالی رفتاری بیش از اینهاست، دو نکته قابل ذکر است. اول اینکه ریچارد تالر، که اغلب پدر امور مالی رفتاری خوانده می‌شود، در طول سالهای فعالیتش در دانشگاه گرنل، یک اقتصاددان بود و در دانشگاه شیکاگو استاد علوم رفتاری و اقتصاد است، نه استاد امور مالی. دوم اینکه بیشتر کارهای تالر در زمینه امور مالی (و نه در زمینه اقتصاد و یا تئوری تصمیم)، تقریباً خالی از محتوای رفتاری است. مقالاتی مانند مقاله مشترک دی بانت و تالر (۱۹۸۵ و ۱۹۸۷)، شواهدی از ناکارایی بازار فراهم کرده است که قویاً مورد بحث و جدل و مخالفت قرار گرفته است. با این وجود، درست است که این دو دانشمند اظهار داشته‌اند که دلایل ناکارآمدی، رفتاری است، اما هنگامی که کار

به نشان دادن قیمت گذاری غلط می‌رسد، توضیحات روانشناسی عقب می‌کشند و نمی‌توانند استدلال مناسبی داشته باشند.

رفتار گرایان تا چه حد باید در مورد آینده خود در امور مالی، بدین باشند؟ بخش بعدی، با نگاهی به یک زیرمجموعه از رشته مالی کاربردی (applied finance)، که نظرات رفتار گرایان و سنت گرایان را برای دهه‌های بسیار، به بحث گذاشته است، به این سؤال پاسخ می‌دهد. رشته‌ای که علاوه بر آنچه ذکر شد، با نیروهای جامعه‌شناختی بسیاری روبه‌روست و این رشته چیزی نیست جز: گزارش‌گری مالی.

## ظهور و سقوط پژوهش رفتاری در گزارش‌گری مالی

تاریخچه پژوهش رفتاری در گزارش‌گری مالی، نگاهی به آینده احتمالی امور مالی رفتاری فراهم می‌آورد. گزارش‌گری مالی زیرمجموعه‌ای از رشته مالی محسوب می‌شود، که بر نقش داده‌های حسابداری و سایر انواع افشای اطلاعات مالی (financial disclosures) در رفتار در بازار، تصمیمات مدیریتی، جبران خدمات مدیریت (executive compensation) و سازمان‌های مرتبط و تأثیر آن سازمان‌ها بر تصمیمات گزارش‌گری تمرکز دارد. این بخش، این مسئله را که چگونه و چطور پژوهش‌های رفتاری در گزارش‌گری مالی به عنوان روشی درست در دهه ۱۹۶۰ تلقی می‌شد و سپس در دهه ۱۹۷۰ از محبوبیت آن کاسته شد، و دوباره در دهه ۱۹۹۰، روی کار آمد، مطرح می‌کند.

## ظهور پژوهش‌های رفتاری در حسابداری

پژوهش تجربی در حسابداری مالی، به مقاله‌ای نوشته شده توسط بال و براون<sup>۱</sup> که در آن زمان در دانشکده حسابداری دانشگاه شیکاگو حضور داشتند، برمی‌گردد. بال و براون (۱۹۶۸)، نشان داده‌اند که قیمت سهام، هنگامی که سود گزارش شده بالاتر (پایین‌تر) از میزان پیش‌بینی شده توسط یک مدل سری زمانی (time-series model) بود، افزایش (کاهش) پیدا می‌کرد. نتایج آنها، اساتید امور مالی را شگفت‌زده کرد زیرا سود حسابداری (accounting earnings)، هم گزارش‌های به طرز قابل توجهی تاریخی از عملکرد مالی هستند، و هم اینکه شامل حسابداری تعهدی (accruals) هم می‌شوند، که می‌تواند به عنوان سنجش پر نوسانی از جریان نقدینگی محسوب شود که زیربنای بسیاری از مدل‌های ارزشیابی در امور مالی است.

مقاله بال و براون (۱۹۶۸)، شگفتی دیگری نیز به همراه داشت. بازار نه تنها پاسخ شدیدی به اعلام عایدی نشان می‌داد، بلکه این پاسخ، چندین ماه وقفه داشت. این انحراف پس از اعلام عایدی (PEAD)، در تضاد کامل با فرضیه بازار کارآمد فاما بود، و در نهایت نشان‌دهنده آن چیزی بود که فاما (۱۹۹۸، ص ۳۰۴)، به عنوان تنها ناهنجاری بازار که "فرا تر از گمان" وی بود از آن یاد می‌کند. با این وجود، پژوهشگران در زمینه حسابداری که از آرشیو داده‌های قیمت سهام استفاده می‌کردند، تا نیمه‌های دهه ۱۹۸۰، غرق در دیدگاه سنتی در مورد "انسان عقلایی" بودند، و توجه اندکی به انحراف قیمت نشان می‌دادند، و تصور می‌کردند این انحراف قیمت، احتمالاً محصول یک مدل ناقص از بازده مورد انتظار و یا یک روش آماری ناقص است.

با وجود اینکه محققان استفاده‌کننده از اطلاعات آرشیوی، سنت‌گرایانی سفت و سخت بودند، اما دوش به دوش کسانی که غرق در روش‌های رفتاری بودند کار می‌کردند، حتی در دانشگاه شیکاگو. به عنوان مثال، رابرت لیبی (Robert- Libby) از پژوهش‌هایی غنی استفاده کرد تا به

---

<sup>۱</sup> Ray Ball و Phill Brown



بررسی تصمیم‌گیری در میان پزشکان و اعضای هیئت منصفه و افراد دیگر در موقعیت‌های حرفه‌ای پردازد و آن تکنیکها را برای بررسی حساب‌برسان، مورد استفاده قرار داد. (برای بررسی و مقدمه مراجعه کنید به لیبی، ۱۹۸۱). این موضوع، منجر به سالهای زیادی پژوهش شد برای بررسی اینکه چگونه حساب‌برسان، برای تصدیق درستی مانده حساب (account balances)، شواهد و مدارک را سبک و سنگین می‌کنند و چگونه قضاوت آنها ممکن است تحت تأثیر ترتیب ارائه اطلاعات به آنها و یا اطلاعات با جزئیات غیرمرتبطی را هم شامل می‌شود قرار گیرد.

پژوهش بر روی رفتار حساب‌برسان باعث به وجود آمدن گنجینه‌ای از "اهداف تصمیم‌گیری" (decision aids) شد، که تکنیک‌هایی ساده هستند و می‌توانند نتایج حسابرسی را از طریق محدود کردن انحراف از تصمیم‌گیری مطلوب، بهبود بخشند. پژوهش رفتاری همچنین منجر به ایجاد شکل اولیه‌ای از مالی رفتاری، به دلایل جامعه‌شناختی شد: پژوهشگران حسابرسی رفتارگرا و پژوهشگران آرشیوی سنت‌گرا، به همراه هم بر روی تدریس، استخدام، کارگاه‌ها و سایر مسائل دانشگاهی به کار پرداختند. این رفتارگرایان، وقتی که برایشان روشن شد که:

۱) تصمیم‌های گرفته شده توسط افراد سرمایه‌گذار موجب واکنش بازار (reactions) به اطلاعات حسابداری می‌شود و ۲) تصمیم‌های افراد سرمایه‌گذار را همان نیروهای رفتاری پیش می‌برند که تصمیم‌های هیئت منصفه، پزشکان و حساب‌برسان را به حرکت در می‌آورد، انجام آزمایشهایی در زمینه گزارش‌گری مالی را آغاز کردند.

روش بسیاری از این پژوهش‌ها اینگونه است که گزارش‌های مالی را در اختیار شرکت‌کنندگان در تحقیق قرار می‌دهد ولی اطلاعات مشابه را تحت روشهای حسابداری مختلف ارائه میکنند. در یک آزمایش متداول (مثلاً Dyckman، ۱۹۶۴)، برخی شرکت‌کنندگان ممکن بود نوعی از صورتهای مالی را مشاهده کنند که در آن درآمدها بالا تر (high income) گزارش میشود، با این تفاوت که در یادداشتهای توضیحی ذکر می‌کند که موجودی، تحت روش اولین صادره از

اولین وارده (FIFO و First-in-first-out) محاسبه شده است، در حالی که سایر شرکت کنندگان صورتهای مالی دیگری را مشاهده کنند که درآمدها پایین تر (low income) گزارش می شوند، اما در یادداشتهای توضیحی ذکر می کند که موجودی تحت روش اولین صادره از آخرین وارده (LIFO و last-in-last-out) محاسبه شده است. تحلیل یادداشتهای توضیحی مشخص می کند که عملکرد در هر دو حالت یکسان بوده است، اما در دوره افزایش قیمتها، حسابداری LIFO به درآمد کمتر و موجودی نهایی کمتری نسبت به روش FIFO منجر می شود. با این وجود، محدودیتهای پردازش اطلاعات و وجود "تثبیت کارکردی" (Functional fixation) در عایدی گزارش شده ممکن است باعث شود که افراد سرمایه گذار، عملکرد را در وضعیت FIFO بهتر ارزیابی کنند.

## سقوط پژوهش رفتاری در حسابداری

سنت گرایان در امور مالی، خیلی زود به این برنامه پژوهشی پایان دادند، Dopuch و Gonedes (۱۹۷۴)، در مقاله ای مؤثر، ۲ استدلال علیه به کار بستن نقطه نظرات رفتاری در مورد سرمایه گذاران و رفتار در بازار، ارائه می دهند. استدلال نخست، این است که سرمایه گذاران به احتمال زیاد، منابع اضافه ای را صرف فهمیدن اطلاعاتی خواهند کرد که به گمانشان مهم بوده است و نیز آزمایشها، حق انتخاب چنین تخصیص منابعی را ایجاد نکرده اند. استدلال دوم، مستقیماً سازمانهای امور مالی را که محدودیتهای فردی سرمایه گذاران را غیرجالب توجه می سازد، خطاب قرار می دهد. همانطور که Dopuch و Gonedes (۱۹۷۴، ص ۱۰۶) بیان می کنند:

حتی اگر این مطالعات بر پایه نظریه صریح و روشنی از تخصیص منابع توسط افراد، قرار گرفته بود، باز هم این مسئله که نتایج این مطالعات به مسائل مربوط به گزارش دادن به کارگزاران بازار سرمایه مرتبط خواهد بود یا خیر، واضح نیست. برای درک این مطلب، آثار کارآمدی بازار سرمایه و رقابت در بازار برای اطلاعات را در نظر بگیرید.

به خاطر بیاورید که بازار کارآمدی که در اینجا مد نظر است، تنها یک بازار رقابتی است، بازاری که در درون آن هر فرد، یک سرمایه گذار جزء گیرنده قیمت (*price-taker*) سرمایه گذاری که خرید و فروش توسط او تأثیری بر بازار و قیمتها ندارد) است. با توجه به اینکه، بازار مورد نظر ما چنین بازاری است، عمومیت دادن رفتار کلی کارگزاران بازار سرمایه بر اساس نتایج مطالعات آزمایشگاهی / میدانی، فوق العاده ضعیف و بی اساس است. خصوصاً، در یک بازار سرمایه کارآمد، مطالعه در مورد رفتار انواع خاص سرمایه گذاران (مثلاً، "میانگین سرمایه گذاران" و "تحلیل گران مالی") احتمالاً منجر به عمومیت دادن رابطه میان تولید اطلاعات حسابداری و تعادل بازار سرمایه، آن هم به گونه ای که این تعمیم قابل استناد و اطمینان باشد، نخواهد شد. برای درک این نکته، به خاطر بیاورید که در یک بازار سرمایه، رفتار بازار، تابعی از روابط میان سرمایه گذاران جزء گیرنده قیمت است که در حال رقابت با یکدیگر هستند. به دست آوردن تعادل در چنین بازاری، به کمک فعالیت این سیستم به عنوان یک کل واحد، و یا رفتار بازار کل (*aggregate market behaviour*) موجب می شود و نه به کمک کنش های افراد خاص. از آن جایی که مطالعات آزمایشگاهی / میدانی بر روی رفتار فرد تمرکز داشته اند تا بر روی پدیده بازار رقابتی، به نظر نمی رسد میان این مطالعات و مسائل در دست بررسی، ارتباط چندانی وجود داشته باشد.

به علاوه توجه داشته باشید که مطالعات آزمایشگاهی / میدانی، قادر نیستند رقابت میان منابع اطلاعات را شبیه سازی کنند. در واقع، اطلاعات در دسترس شرکت کنندگان، اغلب محدود به اطلاعات حسابداری است. این محدودیتها موجب می شود که محیط این مطالعات، شباهتی به

محیطی که در آن قیمت‌های تعادلی (*equilibrium prices*) سهام مالکیت شرکتها، تثبیت می‌شود، نداشته باشد... مطمئناً، نقص‌های مطالعات آزمایشگاهی / میدانی قابل برطرف شدن هستند. اما تا آنجا که ما مطلع هستیم، تلاش‌های بسیار اندکی برای چنین کاری، به انجام رسیده و یا در حال انجام هستند.

نمی‌توان گفت که Gonedes و Dopuch، پایان پژوهش رفتاری را اعلام کرده‌اند. آنها در پانویسی که در ذیل نوشته‌ی بالا، ذکر کرده‌اند، گفته‌اند: "این گفته به آن معنا نیست که روش‌های آزمایشگاهی / میدانی، کاملاً به مسائل حسابداری، بی‌ارتباط هستند. این روش‌ها، در واقع، می‌توانند در حل بسیاری مسائل حسابداری مدیریتی، کمک‌کننده باشند." (ص ۱۰۶). از آنجایی که استدلال‌های Gonedes و Dopuch در جامعه پژوهشی سنت‌گرا طنین‌انداز شده بود، پژوهش‌گرانی که در روش‌های رفتاری آموزش دیده بودند، توجه خود را از موضوعات مرتبط با گزارشگری مالی، برداشتند، زیرا به طور منطقی، برای چاپ شدن مقالات خود در این زمینه، آن هم در مجلات معتبر، شانس کمی متصور بودند. (Dopuch، در زمان به چاپ رسیدن مقاله‌اش، سردبیر مجله پژوهش حسابداری (*Journal of accounting research*) بود). به جای آن، پژوهشگران رفتاری، توجه خود را بر روی رفتار مدیران و به طور خاص، رفتار حساب‌برسان متمرکز کردند، زیرا پژوهش بر روی این موضوع، از شرکت‌های حسابداری دولتی، کمک مالی دریافت می‌کرد.

## ظهور (دوباره) پژوهش رفتاری در حسابداری

مجلات معتبر حسابداری، تا نیمه‌های دهه ۱۹۹۰ از چاپ مقالات رفتارگرا در زمینه گزارش‌گری مالی، سر باز می‌زدند. لیبی، بلومفیلد و نلسون (۲۰۰۲)، بیان کرده‌اند که ۲ نیرو و عامل اصلی به ظهور دوباره چنین پژوهش‌هایی منجر شد. اولین عامل، این بود که شواهد فزاینده‌ای وجود داشت که بازارهای مالی، در واقع، از لحاظ اطلاعاتی، کارآمد نبودند. Bernard و Thomas (۱۹۹۰) و Abarbanell و Bernard (۱۹۹۲)، شواهد قانع‌کننده‌ای در زمینه حسابداری یافتند که این مسئله را اثبات می‌کند که انحراف پس از اعلام عایدی (PEAD)، آنطور که بال و براون (۱۹۶۸)، شرح داده بودند، به احتمال زیادی انعکاس‌دهنده ناکارآمدی است.

عامل دومی که به ظهور مجدد پژوهش حسابداری مالی رفتاری منجر شد، پیشرفتهای تکنولوژیکی بود که برای پژوهشگران آزمایشگاهی این امکان را فراهم می‌کرد که نقص‌هایی را که Gonedes و Dopuch (۱۹۷۴) در پایان گفته‌هایشان (که در بالا ذکر شد) بیان کردند، یعنی عدم تثبیت قیمت‌های تعادلی در یک بازار رقابتی را برطرف کنند. همانطور که در فصل ۷ این جلد ذکر شد، این مطالعات شواهد اندکی مبنی اینکه بازارها قیمت‌ها را تعصب‌زدایی می‌کنند، ارائه داده‌اند.

لیبی و دیگران (۲۰۰۲)، به اهمیت آن چه که احتمالاً مهمترین جنبه این ظهور مجدد بود، توجه چندانی نشان ندادند: بسیاری از دانشکده‌های حسابداری، دارای پژوهشگرانی بودند که به طور فعال به آزمایش‌های رفتاری در زمینه‌های دیگر، می‌پرداختند. با وجود اینکه بسیاری دانشکده‌های معتبر، از جمله دانشگاه شیکاگو، دانشگاه استنفورد، دانشگاه پنسیلوانیا (وارتن، Wharton) و دانشگاه میشیگان، از رفتارگرایان، خالی بوده و آنها را به خود راه نمی‌دادند، اما پژوهش رفتاری در بسیاری دانشگاه‌های درجه اول دولتی، خصوصاً دانشگاه ایلینوی، دانشگاه تگزاس، و دانشگاه واشینگتون، در حال انجام بود.

این کار، دو تأثیر مثبت بر روی ظهور مجدد پژوهش گزارشگری مالی داشت. اول اینکه، این ظهور مجدد به این معنا بود که هنگامی که رفتارگرایان آموزش دیده، دریافتند که پژوهش آنها ممکن است در مجله معتبری چاپ شود (چیزی که امروز، به طور منظم اتفاق می افتد و عادی است)، موضوعات خود را دوباره به سمت گزارشگری مالی، تغییر دادند. دوم اینکه، این به آن معنا بود که بسیاری از پژوهشگران سنت گرا، قبلاً در معرض ایده‌های پژوهشی رفتاری قرار گرفته بودند و روابط کاری دوستانه‌ای با پژوهشگران رفتاری در دانشگاهها، داشتند.

این تاریخچه از پژوهش گزارشگری مالی، چه آینده‌ای را برای رفتارگرایان در امور مالی، پیش‌بینی می‌کند؟

اگر خوشبینانه نگاه کنیم، این تاریخچه، نشان می‌دهد که شواهد و مدارک می‌توانند بر مخالفت‌هایی که فاما (۱۹۹۸) مطرح کرد، فائق آیند، همانطور که بر مخالفت‌های Gonedes و Dopuch (۱۹۷۴) فائق آمدند. با این وجود، دانشکده‌های امور مالی، فاقد دسته‌ای از پژوهشگران هستند که روش‌های رفتاری را در زمینه‌هایی خاص در امور مالی و درباره استدلالات کم‌تر قانع‌کننده راجع به نظم نهادهای بازاری، به کار بندند. بخش بعد برنامه پژوهشی را ارائه می‌دهد که می‌تواند این چالش جامعه شناختی را مرتفع کند، و در عین حال، مخالفت‌های ماهیتی فاما را نیز، برطرف کند.

## برنامه‌ای پژوهشی برای امور مالی رفتاری

رفتارگرایان در زمینه امور مالی، سخت کار می‌کنند تا انتقاد فاما (۱۹۹۸) را برطرف سازند. بخش بزرگی از کارهای مرتبط با امور مالی رفتاری شامل مطالعات تجربی است که نشان می‌دهند رفتار

بازارها و یا شرکت‌ها، نسبت به مدل‌های سنت‌گرا، ناهنجار است، اما این رفتار، با بسیاری گرایش‌های رفتاری افراد، که توسط پژوهش روانشناسی شناسایی شده‌اند، همسو است. بهترین این پژوهش‌ها، از پژوهش‌های روانشناسی بهره می‌برد تا ناهنجارهایی را که قبلاً نشان داده شده بود را پیش‌بینی کرده و نشان دهد.

سنت‌گرایان، طبیعتاً مطالعات فردی و جداگانه را رد می‌کنند، که منجر به بحث دوطرفه‌ای می‌شود در مورد روش‌های تجربی و تفسیرهای تجربی که مجموعه‌ای از پژوهش‌ها را که دنباله‌روی روش علم هنجار کان هستند، به وجود می‌آورد. این انبوه شواهد و مدارک جمع‌آوری شده، راه خود را برای متقاعد کردن پژوهشگران جدید در زمینه امور مالی، مبنی بر این که نقطه نظرات رفتاری می‌توانند قدرت پیش‌بینی را بهبود بخشند، باز می‌کند، اما همچنان نمی‌توانند پاسخگوی تقاضای فاما (۱۹۹۸) برای وجود یک نظریه ساده و واحد و قابل تکذیب را برآورده کند.

مدل‌سازان، از طریق نشان‌دادن این که نیروهای رفتاری می‌توانند در دل مدل‌های سنت‌گرا قرار گیرند، در جهت سادگی و قابل تکذیب بودن نظریه‌ها به پیشرفتهایی نائل شده‌اند.

برخی از آنها، مثل باربریس و دیگران (۱۹۹۸) و Stein و Hong (۱۹۹۹)، تلاش کرده‌اند تا مدل‌های ساده‌ای را به وجود بیاورند که ظاهراً نتایج ناسازگاری به دست می‌دهند (آن مقالات - مقالات افراد ذکر شده - سعی دارند تا Underreaction های کوتاه‌مدت را با Overreaction های بلند مدت سازگاری و وفق دهند). دیگر پژوهشگران، سعی دارند تا نتایج نیروهای رفتاری شناخته شده را که خلاف عقل سلیم هستند را شناسایی کنند، مانند باربریس و Huang (۲۰۰۸)، که مدل سان شامل بیزاری از ضرر (loss aversion) می‌شد و در چارچوب قیمت‌گذاری دارایی، قرار داده شده بود تا بدین وسیله بتوان معمای **صرف موجودی خالص**

(equity premium puzzle)<sup>۱</sup> را درک کرد. رفتارگرایان، تا آن اندازه که شواهد پسین، این پیش‌بینی‌ها را اثبات کنند، قادر خواهند بود تا انتقادهای موجود مبنی بر اینکه روش جایگزین آنها کاملاً post hoc است (post hoc)، پس از این، به معنای استدلال مبنی بر این که یک چیز علت چیز دیگر است، صرفاً چون قبل از آن رخ داده است) را بر طرف سازند.

اینکه آیا مدل‌سازان قادر خواهند بود تا پاسخگوی تقاضای فاما (۱۹۹۸)، مبنی بر ایجاد سادگی و قابل تکذیب بودن باشند یا خیر، مورد شک و تردید است. رفتار فردی، به طور ذاتی پیچیده است، و انحراف‌ها از "انسان اقتصاددان" آن قدر زیاد هستند که سنت‌گرایان همیشه قادر خواهند بود تا به مدلهای فراوانی اشاره کنند که مدرکی برای این هستند که امور مالی رفتاری، ساده و قابل تکذیب نیست.

رفتارگرایان باید چه کار کنند؟ یک پاسخ به این سؤال، این است که رفتارگرایان در امور مالی، باید تلاش کنند تا ارتباط و تعامل میان نیروهای رفتاری و ویژگی‌های سازمانی را نشان دهند. قسمتهایی که بیشترین تنش را دارند قسمتهایی هستند که در آنها سازمانهای هدایت‌کننده بازار-بازارهای سهام رقابتی و یا بازارهای سهام نقدشو-قوی‌ترین هستند

با این وجود، سنت‌گرایان کمتر بیان کرده‌اند که افرادی که توسط سازمانهای بازاری، هدایت نمی‌شوند، باز هم مثل یک "انسان اقتصاددان" عمل می‌کنند. بسیاری سنت‌گرایان، حتی مایلند این موضوع را بپذیرند که نیروهای رفتاری که بر روی مدیران، مؤثرند، می‌توانند بر روی رفتار شرکت‌های بزرگ، حتی در نبود بازار کار، برنامه‌های جبران خسارت (compensation

---

<sup>۱</sup> به نوعی نظریه‌ای است که این واقعیت را توضیح می‌دهد که در طول تاریخ، بازده واقعی سهام از بازده اوراق قرضه دولتی بالاتر بوده است و این مسئله نشان‌دهنده این است که ریسک آن سهام، به طور نسبی از ریسک اوراق قرضه دولتی که فاقد ریسک هستند، بالاتر است. صرف موجودی خالص (equity premium) که به عنوان بازده موجودی خالص منهای بازده اوراق قرضه تعریف می‌شود، در طول قرن گذشته حدود ۶٪ بوده است. اما معما به این دلیل وجود دارد که این درصد بالاتر از تصور، نشان‌دهنده سطح بالایی از بیزاری از ریسک میان سرمایه‌گذاران است، که مشکوک به نظر می‌رسد.



(schemes) و سازمانهای شرکت گردانی (corporate governance institution) نیز، مؤثر باشند. این مسئله، بیان کننده وجه مشترکی احتمالی میان رفتار گرایان و سنت گرایان است. محققان در هر دو دسته، احتمالاً با این جمله موافق خواهند بود:

هنگامی که سازمانها قدرت کمتری در هدایت بازار دارند، نیروهای رفتاری بر روی رفتار بازارها و شرکتها، مؤثرترند. این جمله را می توان از طریق یک طرح پژوهش مانند آنچه در ضمیمه ۲,۲ مطرح شد، مورد امتحان قرار داد.

برای سادگی بیشتر، یک پژوهش آزمایشگاهی فرضی را در نظر بگیرید، که محیط آن بازاری مشابه آنچه در آزمایش بلومفیلد، اوهارا و سار (۲۰۰۹) وجود داشت، می باشد، اما در آن، به برخی از معامله کنندگان اطلاعاتی در مورد ارزش داراییها داده شده است و به برخی دیگر خیر. به معامله کنندگانی که به آنها اطلاعاتی داده نشده است، در خانه ۳ و ۴ جدول، تستوسترون تزریق می شود، اما در خانه ۱ و ۲ جدول، داروی بی اثر، تزریق می شود.

پژوهش رفتاری بیان کننده این مطلب است که تستوسترون موجب می شود معامله کنندگانی که اطلاعاتی به آنها داده نشده است، تهاجمی تر به معامله پردازند، پول بیشتری از دست بدهند، و باعث تلاطم قیمت اضافی شوند. با این وجود، فرض کنید که بازارهای مورد نظر در خانه های ۲ و ۴ جدول، به معامله کنندگانی که اطلاعات در اختیارشان گذاشته شده، اجازه دهد که از ودیعه خود (نزد کارگزار) (margin) خرج کنند و قیمتهای بازار را هدایت کنند، در حالی که به خانه های ۱ و ۳ جدول چنین اجازه ای ندهد.

گفته بالا، پیش بینی می کند، که همانطور که در ضمیمه ۲ و ۳، نشان داده شد، شیب خط B از شیب خط A، کمتر خواهد بود، زیرا نیروهای هدایت کننده بازار، از تأثیر تستوسترون بر قیمت های بازار، می کاهند (زیرا سرمایه گذارانی که اطلاعات در اختیارشان گذارده شده، از سرمایه بیشتری که در اختیار دارند برای هدایت قیمتها به سمت ارزش پایه، استفاده می کنند).

معتقدترین سنت‌گرایان ممکن است این مسئله را مطرح کنند که حتی ضعیف‌ترین سازمانها، مثل بازار کار، کافی هستند تا نیروهای رفتاری فردی را خنثی کنند، به طوری که تلاطم اضافی مشاهده شده در هر چهار خانه جدول صفر باشد. رفتارگرایان معتقد، ممکن است این مسئله را مطرح کنند که حتی قوی‌ترین سازمانها، مثل بازارهای سهام جهانی ۱۰۰ شرکت برتر مجله<sup>۱</sup> Fortune، برای هدایت کردن تعصب و سوگیری، کافی هستند، و به این ترتیب تعصب مشاهده شده در هر ۴ خانه جدول، بالای صفر است \_\_ رفتارگرایان، احتمالاً همچنان موافق خواهند بود که شیب خط B از شیب خط A کمتر خواهد بود.

تمرکز بر روی ارتباط‌های میان عوامل سازمانی و عوامل رفتاری، سه مزیت عمده برای رفتارگرایان دارد. اول اینکه، تفاوت میان سنت‌گرایان و رفتارگرایان را از یک تفاوت کیفی به یک تفاوت کمی، تغییر می‌دهد: مسئله این نیست که آیا نیروهای رفتاری، همیشه اهمیت دارند یا هیچوقت اهمیت ندارند، بلکه مسئله این است که کدام سازمانها نقش مؤثرتری در هدایت آن نیروها، دارند. هنگامی که سؤال به این شیوه مطرح می‌شود، برای سنت‌گرایان سخت‌تر می‌شود که موقعیتی مطلق‌گرا داشته باشد (به این معنی که تصور کنند اثرات نیروهای رفتاری همیشه، توسط تمام سازمانها، به طور کامل خنثی می‌شود و از بین می‌رود)

دوم اینکه، تمرکز بر روی نیروهای هدایت‌کننده بازار به رفتارگرایان کمک می‌کند که پاسخگوی نیاز برای سادگی باشند. با این وجود، نظریه‌های ساده و سنتی، ممکن است مشخص کنند که کدام نوع سازمانهای مالی می‌توانند رفتار کل را از ویژگی‌های خالص رفتاری هر فرد، بزدايند. مثال این مسئله در فیزیک به این شکل می‌شود که فیزیک نیوتنی، هنگامی که پای توصیف اشیاء با سرعت کم و اندازه‌های متوسط در میان باشد، قدرت پیش‌بینی خیلی خوبی دارد،

---

<sup>۱</sup> Fortune ۱۰۰ companies لیست سالانه ۱۰۰ شرکت بزرگ خصوصی و یا دولتی برتر در آمریکا که بر اساس عواید ناخالص،

انتخاب می‌شوند.

اما اگر اینطور نباشد (یعنی سرعت و اندازه کوچک نباشد)، برای پیش‌بینی به نظریه‌های پیچیده‌تر نسیت و کوانتوم، احتیاج است. به طور مشابه، امور مالی سنتی هم، هنگامی که سازمانها شدیداً رقابتی هستند، و چک‌ها و موجودی حسابها، تأثیر ویژگی‌های فردی افراد را از رفتار کل می‌زدایند، قدرت پیش‌بینی خوبی دارد. در غیر اینصورت، نظریه‌های رفتاری پیچیده‌تری مورد نیاز هستند.

مزیت سوم، جامعه‌شناختی است. همانطور که پیش‌تر بحث شد، در دانشکده‌های حسابداری، حضور پژوهشگران رفتاری که محیط‌هایی با سازمانهای هدایت‌کننده ضعیف را مورد مطالعه قرار می‌دادند، ادامه داشت. این پژوهشگران قادر بودند تا نظریه رفتاری را شکل دهند، بدون اینکه در دسر اضافه متقاعد کردن پژوهشگران رفتاری برای پذیرش پارادایمی جدید در چالش برانگیزترین محیط آن (یعنی بازارهای مالی شدیداً رقابتی) را متحمل شوند.

همانطور که کم کم شواهد و مدارک، فرضیه‌های پژوهشگران رفتاری در آن بازارها را تأیید کردند، آنها در تصمیم خود برای پرداختن به این موضوع، ثابت قدم شدند. به لطف تعداد زیادی از پژوهشگرانی که نظریه رفتاری را در مورد رفتار مدیران شرکت‌ها و افراد دیگری که در سازمانهایی با قدرت هدایت‌کنندگی نسبتاً کم کار می‌کنند، به کار می‌بندند، چشم‌اندازهای کلی امور مالی رفتاری، خصوصاً برای آنها که قصد پرداختن به رقابتی‌ترین سازمانها را دارند بهتر خواهد شد.

این تلاشها، باعث می‌شود که پژوهشگران رفتاری مجبور شوند تا به دقت در مورد ماهیت سازمانهای مالی فکر کنند و سازمانهای مالی را به شیوه‌ای که هم بر نقش تصمیم‌گیری انسانها و هم بر نقش نظم سازمانی تأکید شود، توصیف کنند. بیشتر مدل‌های بازارهای مالی، به شیوه گفته شده عمل نمی‌کنند و در واقع می‌توان گفت که با بی‌توجهی به اکثر تصمیم‌ها و سازمانها، در واقع ضعیف عمل می‌کنند. به عنوان مثال، مدل باربریس و دیگران (۱۹۹۸)، بر روی تنها یک

سرمایه گذار که در معرض نیروهای رفتاری قرار گرفته است، به عنوان نماینده، تمرکز می کند، اما توجه اندکی به سازمانهایی (مثل رقابت) که آن نیروهای رفتاری را هدایت می کنند نشان می دهد. از آن طرف، مدل‌هایی هم هستند که از آن طرف بوم افتاده اند. مانند مدل Shlefer، Delong، Summers و Waldmann (۱۹۹۱) که این موضوع را که چگونه نهادهای بازاری قادر به هدایت خطاهای قیمت گذاری نیستند توضیح می دهد، اما این خطاهای توصیف شده، خطاهایی کلی هستند و نه خطاهایی به وجود آمده در نتیجه نیروهای رفتاری.

از طریق به کاربردن نقطه نظرات رفتاری در مدل‌های ساختار خرد بازار (market microstructure)، که تصمیم‌های خاص را در پس‌زمینه سازمانی روشنی توضیح می دهند، است که پیشرفت اساسی حاصل خواهد شد. به عنوان مثال، مدل‌های اولیه ارائه شده توسط Glosten و Milogram (۱۹۸۵) و مدل Kyle (۱۹۸۵)، در زمینه تصمیمات گرفته شده توسط معامله کنندگان و بازارگردانان، با یکدیگر تفاوت اساسی دارند. Milogram و Golsten فرض را بر این گذاشته‌اند که بازارگردانان ابتدا قیمت‌های رقابتی را اعلام می کنند و سپس سرمایه گذاران تصمیم می گیرند که در آن قیمت‌ها، دست به خرید و یا فروش بزنند یا خیر. قیمت‌ها پس از هر معامله تغییر می کنند و در نهایت موجب آشکار شدن کامل اطلاعات معامله کنندگان می گردند. Kyle فرض را بر این می گذارد که سرمایه گذاران ابتدا سفارش‌های خرید یا فروش را ثبت می کنند و سپس بازارگردانان برای گرفتن سفارش‌ها در قیمت‌های رقابتی، با یکدیگر به رقابت می پردازند.

Kyle و Wang (۱۹۹۷)، نشان داده‌اند که در مدل‌های نوع Kyle، معامله کنندگان بیش از حد مطمئن به خود، می توانند قیمت‌ها را دچار سوگیری (bias) کنند، و در درازمدت، بیشتر از دیگران بقا یابند، زیرا تهاجمی بودن معاملات آنان موجب می شود که دیگران کمتر به صورت تهاجمی معامله کنند و این به معامله کنندگان مطمئن به خود، این اجازه را می دهد که "آزادی عمل" داشته باشند و از آزادی عمل‌شان، با وجود تعصب و سوگیری‌شان، سود به دست آورند. چنین نتیجه‌ای

در مدل Golsten-Milogram (۱۹۸۵)، قابل دستیابی نیست، زیرا معامله کنندگان مطمئن به خود، در این مدل، به خاطر معاملات فکر نشده‌شان، پول خود را از دست می‌دهند، و این به سود معامله کنندگان بدون اطلاعات و غیرمتعصب است. این مدلها، تعریف و تصویر واضحی از تصمیم گیرندگان متعصب و سازمانهای هدایت کننده و همچنین علت اینکه چرا یک سازمان (بازار Golsten-Milogram) نظم بیشتری ایجاد می‌کند، به دست می‌دهند.

## خلاصه و نتیجه گیری

دانشکده‌های امور مالی، در ۲۰ سال آینده، به چه شکل خواهند بود؟ ریچارد تالر (۱۹۹۹)، ص ۱۷۰ در مقاله‌ای با نام "پایان امور مالی رفتاری" چنین پیش‌بینی می‌کند:

امور مالی رفتاری، دیگر مثل قبل، موضوعی داغ و بحث برانگیز نیست. همینطور که اقتصاددانان امور مالی، به در نظر گرفتن نقش رفتار انسانی در تغییر قیمت سهام، عادت می‌کنند، مردم کم‌کم برمی‌گردند و به مقالات چاپ شده در ۱۵ سال اخیر نگاهی می‌اندازند و با خود می‌اندیشند، این همه بحث و جدل برای چه بود؟ من پیش‌بینی می‌کنم، که در آینده نه چندان دور، اصطلاح "امور مالی رفتاری" به درستی به عنوان لفظی حشوآمیز تلقی شود. مگر چه نوع دیگری از امور مالی وجود دارد؟

با روشنگری بیشتر، اقتصاددانان به طور عادی و معمولی، همانقدر "رفتار" که در دنیای واقعی مشاهده می‌کنند، در مدل‌هایشان لحاظ خواهند کرد. زیرا که، هرکاری غیر از این، غیرمنطقی خواهد بود.

دیدگاه تالر به نظر خوش‌بینانه می‌رسد. تعداد زیادی (و یا اکثر) پژوهشگران امور مالی، احتمالاً به مطالعه بازارهای بزرگ و شدیداً رقابتی خواهند پرداخت و به اصلاحات رفتاری به وجود آمده در

نظریه سنتی، بی توجه خواهند بود. نظریه سنتی، احتمالاً پاسخگوی نیازهای این پژوهشگران خواهد بود، تا آنجایی که بر روی مقادیر تقریبی (first-order effects) تغییرات در سازمانهای مالی که احتمالاً نیروهای رفتاری را خنثی و حذف خواهند کرد، متمرکز شوند. حتی اگر چنین مزیت‌هایی وجود نداشته باشند نیز، گرایشهای پژوهشی اجازه وقوع تغییرات سریع از وضعیت فعلی را نمی‌دهند.

۳ گروهی از رفتارگرایان، احتمالاً به سنت‌گرایان خواهند پیوست. گروهی که، بیشترین میزان بحث و جدل را به وجود خواهند آورد، گروهی هستند که نشان می‌دهند اصلاحات رفتاری می‌توانند دیدگاههای مفید و قدرت پیش‌بینی فزاینده‌ای را حتی در رقابتی‌ترین و هدایت‌گرترین سازمان‌ها به وجود آورند. گروه دیگر، اثبات خواهند کرد که برخی سازمانها، در هدایت کردن انحرافهای فردی از فرض "انسان اقتصاددان"، نسبت به برخی سازمانهای دیگر ضعیف‌تر عمل می‌کنند. این پژوهشگران، زیربنای اساسی برای شناسایی محیط‌هایی که امور مالی رفتاری در آنها از همه مفیدتر است را فراهم می‌کنند و همچنین استدلالهایی را مطرح می‌کنند که رد کردن آنها برای سست‌گرایان مشکل خواهد بود: اینکه روش‌های رفتاری در برخی محیط‌های مالی نسبت به دیگر محیط‌ها، مفیدتر هستند. گروه آخر آنها می‌باشند که محیط‌های مالی را که نیروهای رفتاری در آنها، به باور اکثریت، به طور ضعیفی هدایت شده‌اند را شناسایی می‌کنند (برای مثال، بازارهای کار با عملکرد نامطلوب که تأثیر تصمیم‌مدیران در آنها ضعیف است).

این پژوهشگران، بحث و جدل اندکی ایجاد می‌کنند، زیرا کمترین ارتباط مستقیم را با سنت‌گرایان دارند. با این وجود، آنها قادرند تا در دانشکده‌های امور مالی، موجب حضور مستدام پژوهشگرانی شوند که در زمینه امور مالی رفتاری به خوبی آموزش دیده‌اند. همینطور که سنت‌گرایان، مقاومت خود را در برابر تکنیک‌های رفتاری از دست می‌دهند یا نظریات و شواهد جدید (همانطور که کان بیان کرده بود) قانع‌شان می‌کند و یا اینکه کم‌کم بازنشسته می‌شود و

جای خود را به دیگرانی می دهند که مایل اند تا پارادایم رفتاری جدید را با جان و دل پذیرا باشند، این گروه آخر پژوهشگران قادر خواهند بود تا توجه خود را به زمینه های دیگر معطوف کنند.