



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال پنجم / شماره بیستم / زمستان ۱۳۹۵

کاربرد نظریه چشم‌انداز در محیط غیر آزمایشگاهی

شکراه خواجهی

دانشیار حسابداری، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران
shkhajavi@rose.shirazu.ac.ir

محمد حلاج

دکتری حسابداری، دانشگاه شیراز، شیراز، ایران.

کیانوش گنجی

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران

تاریخ دریافت: ۹۵/۳/۹ تاریخ پذیرش: ۹۵/۴/۱۸

چکیده

نظریه چشم‌انداز، برای اولین بار در سال ۱۹۷۹ به وسیله کاهنمن و تورسکی معرفی شد و به عنوان بهترین توصیف از نحوه ارزیابی ریسک توسط افراد در محیط آزمایشگاهی مد نظر قرار گرفت. با توجه به کاربرد اولیه این نظریه در شرایط آزمایشگاهی، این پرسش مطرح است که آیا نظریه چشم‌انداز در محیط‌های غیر آزمایشگاهی نیز کاربرد دارد؟ از این رو، این پژوهش در تلاش است با ارائه شواهدی از دنیای واقعی، وجود و کاربرد خارجی این نظریه را مورد بحث و بررسی قرار دهد. در این پژوهش از طریق مرور پژوهش‌های داخلی و خارجی، کاربرد نظریه چشم‌انداز در حوزه مالی تشریح و در سایر حوزه‌ها مورد اشاره قرار گرفته است. نتایج حاکی از این است که مطابق کاربردهای ذکر شده از نظریه چشم‌انداز در حوزه مالی و سایر حوزه‌های مورد اشاره بر اساس پژوهش‌های داخلی و خارجی مورد بررسی، این نظریه در شرایط غیر آزمایشگاهی و واقعی نیز کاربرد دارد.

واژه‌های کلیدی: نظریه چشم‌انداز، ریسک‌گریزی، مالی رفتاری، شرایط غیر آزمایشگاهی.

۱- مقدمه

بیش از بیست سال بعد از پژوهش آلیاس (۱۹۵۳) که به نام «پارادوکس آلیاس» معروف شد، کاهنمن و تورسکی (۱۹۷۹) نظریه چشم‌انداز^۲ را به عنوان چارچوبی برای تصمیم‌گیری در شرایط عدم اطمینان معرفی کردند. در حالی که این دو دیدگاه استدلال می‌کنند که رفتار افراد مطابق با نظریه مطلوبیت مورد انتظار^۳ نیست، نظریه چشم‌انداز دارای برخی ویژگی‌های منحصر به فرد به شرح زیر است (عبدالخلیق، ۲۰۱۴):

- تغییرات در ثروت به جای تغییرات در سطح ثروت: نظریه چشم‌انداز با تغییر در ثروت (رفاه)، به جای تغییر در سطح ثروت، در ارتباط است.
- زیان‌گریزی^۴: برای تابع ارزش مفروض تصمیم‌گیر، مقدار مطلق زیان بیش از ارزش سود در همان اندازه است.
- جایابی دوگانه ریسک: در هر زمان، تصمیم‌گیر می‌تواند متناسب با نتیجه چشم‌اندازهای متفاوت، ریسک‌گریز یا ریسک‌پذیر باشد. در صورتی که نتیجه یک رویداد یا چشم‌انداز مثبت (سود) باشد، تصمیم‌گیر به پذیرش ریسک بیشتر که ممکن است بخشی از سود را از بین ببرد، تمایل ندارد. در نقطه مخالف، در صورتی که نتیجه یک رویداد یا چشم‌انداز منفی (زیان) باشد، تصمیم‌گیر به پذیرش پروژه‌هایی با ریسک بیشتر با انتظار خنثی کردن زیان انباشته خود، تمایل دارد. با این وجود که ممکن است این پروژه‌ها بازده بالا و احتمال وقوع اندکی داشته باشند.

با وجود اینکه نظریه چشم‌انداز توصیف مناسبی از رفتار افراد در شرایط آزمایشگاهی است، ممکن است در شرایط واقعی کاملاً درست نباشد (باربریس، ۲۰۱۳). در این پژوهش با توجه به پژوهش باربریس (۲۰۱۳)، عبدالخلیق (۲۰۱۴) و پژوهش‌های داخلی مورد بررسی، تلاش گردیده است از طریق برشمردن کاربردهای این نظریه در حوزه مالی و سایر حوزه‌ها به این پرسش پاسخ داده شود که آیا نظریه چشم‌انداز در محیط واقعی و غیر آزمایشگاهی نیز کاربرد دارد؟

در این پژوهش سعی می‌شود ابتدا نظریه چشم‌انداز معرفی، چالش‌های مرتبط با کاربرد آن توصیف، کاربردهای اصلی آن در حوزه مالی تشریح و در ادامه، پژوهش‌های انجام شده در ایران با استفاده از نظریه چشم‌انداز بررسی و در نهایت نتیجه‌گیری شود.

۲- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، بر اساس رویکرد علمی، به موضوع کاربرد نظریه چشم‌انداز در دنیای واقعی و شرایط غیر آزمایشگاهی می‌پردازد. در واقع بر اساس این رویکرد، محقق قصد دارد از نظر معرفت‌شناسی، دانش مالی را در چارچوب استدلال‌های مرتبط با کاربرد این نظریه در عمل، بهبود دهد. در این راستا، از مبانی نظری و پیشینه پژوهش به روش کتابخانه‌ای استفاده می‌نماید و به روش تحلیل محتوا و به صورت مقایسه‌ای، مبانی نظری را تحلیل و نوآوری نظری ارائه می‌دهد.

۳- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

نظریه چشم‌انداز

در الگوی تصمیم‌گیری عقلایی، برای ارزیابی ترجیحات افراد، از تابع مطلوبیت مورد انتظار استفاده می‌شود که بر پایه تابع زیر است:

$$\sum_{i=-m}^n P_i U(W + x_i)$$

در این فرمول، W نشان دهنده ثروت فعلی و $U(0)$ نشانگر تابع مطلوبیت افزایشی و مقعر است. این تابع مجموع مطلوبیت‌هایی است که فرد از انتخاب‌های مختلف به دست می‌آورد و مفروضات مختلفی دارد؛ از جمله خطی بودن میزان مطلوبیت، یکسان بودن وزن مطلوبیت انتخاب‌های متفاوت، عدم تغییر ترجیحات در طول زمان، ریسک‌گریزی و تصمیم‌گیری بر اساس عقلانیت. اگرچه، نظریه مطلوبیت به عنوان یک موضوع جذاب، زیربنای اصول مکتب نئوکلاسیک‌ها و اقتصاد کمی را تشکیل می‌دهد، اما این نظریه در پیش‌بینی سیستماتیک رفتارهای انسانی در تصمیم‌گیری‌ها، به خصوص در شرایط نامطمئن و احتمالی، چندان موفق نبوده است. همچنین شواهد تجربی زیادی در طول زمان دیده شده است که کارآیی نظریه مطلوبیت را نقض می‌کنند. موارد زیر برخی از این شواهد هستند (مصلح شیرازی و همکاران، ۱۳۹۲: ۱۶):

(۱) شکل تابع مطلوبیت لزوماً به صورت خطی تغییر نمی‌کند، بلکه با توجه به متفاوت بودن ترجیحات افراد بیشتر به صورت غیر خطی است.

(۲) احتمالات یکسان ارزش مساوی ندارند، بلکه مهم این است که این احتمالات در چه شرایطی واقع شده است. از آنجا که افراد به احتمالات خیلی کم و یا خیلی زیاد نسبت به احتمالات حد واسط بیشتر حساس هستند، بنابراین ارزش واقعی این احتمالات با ارزش عددی آن‌ها متفاوت است؛ به عنوان مثال، تفاوت احتمال وقوع یک تصمیم در حالت صفر درصد با احتمال وقوع یک درصد نسبت به تصمیمی با احتمال وقوع ۵۵ با ۵۶ درصد از نظر عدد یکسان است، اما ارزش واقعی این دو تصمیم برای تصمیم‌گیرنده یکسان نیست.

(۳) ترجیحات افراد در طول زمان تغییر می‌کند، بنابراین مطلوبیت آنان نیز بر حسب دوره‌های زمانی، متفاوت خواهد بود، اما در نظریه مطلوبیت فرض می‌شود که میزان مطلوبیت همواره ثابت است.

(۴) افراد نسبت به تابع زیان خود در مقایسه با تابع سود بیشتر حساس هستند؛ بنابراین طبیعی است که در منطقه زیان می‌کوشند تا حد امکان نسبت به حداقل کردن آن اقدام کنند.

(۵) افراد در تصمیم‌گیری همواره تابع سود خود را از تابع زیان تفکیک می‌کنند و هر دو این توابع را با نقطه مرجع مقایسه می‌کنند. نقطه مرجع، انتظارات فرد نسبت به نتایج تصمیمات است که در طول زمان ذهنیت او را نسبت به تصمیمات شکل می‌دهد.

این شرایط به ناکارآمدی نظریه مطلوبیت نهایی برای تصمیم‌گیران منجر شد، به همین دلیل کاهنمن و تورسکی با ارائه شواهد تجربی از عدم کارآیی تصمیم‌گیری‌های عقلایی، کوشیدند رفتار واقعی تصمیم‌گیران بر

اساس اصول روانشناسی را تبیین کنند. تلاش‌های این دو، در راستای توسعه مباحث رفتاری در تصمیم‌گیری به ارائه نظریه چشم‌انداز انجامید؛ به طوری که با گذشت بیش از ۳۰ سال از ارائه این نظریه، در حال حاضر به طور وسیعی در تصمیم‌گیری‌های مدیران کاربرد دارد و تا به حال پژوهش‌های بسیاری در این حوزه توسط دانشمندان علم تصمیم‌گیری و اقتصاد رفتاری انجام شده است (باربریس، ۲۰۱۳).

نظریه چشم‌انداز نشان می‌دهد که چگونه افراد در بعضی مواقع به طور سیستماتیک اصل مطلوبیت که یکی از اصول پایه و مترقی دیدگاه‌های مکاتب عقلایی در موضوع انسان اقتصادی است، را نادیده می‌گیرند و برخلاف اصول عقلایی رفتار می‌کنند. این نظریه از دو فرآیند مشخص تحت عنوان‌های اصلاح^۵ و ارزیابی^۶ استفاده می‌کند. در مرحله اصلاح، گزینه‌های مختلف تصمیم‌گیری بر اساس قواعد ذهنی بررسی و رتبه‌بندی می‌شوند و در مرحله ارزیابی با تعیین نقطه مرجع، سودمندی یا زیان تصمیم تعیین می‌شود. بر اساس این الگو افراد پیامدهای پیش-بینی شده تصمیم را با نقطه مرجع مقایسه می‌کنند و میزان مطلوبیت آن را ارزیابی می‌کنند (پیچر، ۲۰۰۸). بر اساس نظریه چشم‌انداز، ترجیحات افراد در تصمیم‌گیری به طور توأم به تابع ارزش $v(x_i)$ و احتمالات وزنی π_i هر تصمیم، بستگی دارد. تابع ارزش تعیین‌کننده میزان عایدی و تابع احتمال وزنی نیز نشان‌دهنده اهمیت هر تصمیم است (کاهنمن و تورسکی، ۱۹۷۹).

$$\sum_{i=-m}^n \pi_i v(x_i)$$

تابع چشم‌انداز از تابع ارزش و تابع احتمال وزنی تشکیل شده است و با تعیین پارامترهای این توابع می‌توان شکل نظریه چشم‌انداز را تعیین کرد. برای ارزیابی میزان ارزش و تابع احتمال وزنی در نظریه چشم‌انداز، توابع مختلفی ارائه شده است و تقریباً همه پژوهش‌ها شکل پیشنهادی تابع چشم‌انداز کاهنمن و تورسکی را تایید می‌کنند (پیچر، ۲۰۰۸).

تابع ارزش، نشان‌دهنده ویژگی‌های نظریه چشم‌انداز است. در این تابع، نقطه صفر به عنوان نقطه مرجع محسوب می‌شود ($v(0) = 0$)، در نقاط بالاتر از نقطه مرجع، شکل این تابع به صورت مقعر است. به سخن دیگر، مشتق دوم تابع ارزش در این نقطه منفی است ($v'' \leq 0; x \geq 0$). اما، در نقاط پایین‌تر از نقطه مرجع، به صورت محدب است و مشتق دوم تابع ارزش بزرگتر از صفر است ($v'' \geq 0; x \leq 0$). این ویژگی نشان‌دهنده تقلیل حساسیت این تابع است. تابع ارزش همچنین برای منطقه سود نسبت به منطقه زیان خوابیده‌تر است، یعنی شیب در ناحیه مثبت محور افقی، کمتر از شیب در ناحیه منفی محور افقی است ($v'(x) \leq v'(-x); x \geq 0$) (کاهنمن و تورسکی، ۱۹۷۹).

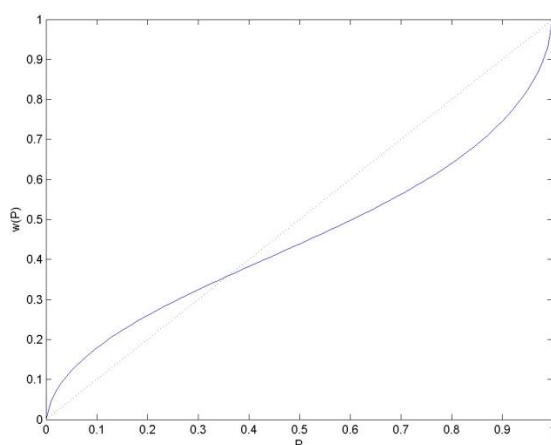
تابع احتمال وزنی نشان‌دهنده اهمیت تصمیمات مختلف است. شکل اصلی تابع احتمال وزنی بر اساس دو ویژگی حساسیت و جذابیت تعیین می‌شود. تقلیل حساسیت نشان می‌دهد که افراد چطور احتمالات خود را بین ۰ و ۱ تغییر می‌دهند، چون در هر تصمیم یک نقطه مرجع وجود دارد که افراد نسبت به آن حساس هستند و وقوع احتمالات خود را با آن مقایسه می‌کنند. افراد به احتمالات نزدیک به نقطه مرجع حساس‌تر هستند و هر

قدر که از نقطه مرجع دور می‌شوند، حساسیت افراد نسبت به احتمالات کمتر می‌شود (کاهنمن و تورسکی، ۱۹۷۹).

عامل مهم دیگری که تابع احتمال وزنی را تحت تاثیر قرار می‌دهد، جذابیت است. جذابیت درجه اهمیت تصمیمات مختلف را نشان می‌دهد. تقلیل حساسیت شکل تابع را مشخص می‌کند که ابتدا مقعر بوده و بعد محدب می‌شود، اما جذابیت مشخص می‌کند که تابع احتمال وزنی در بعضی از مواقع در بالای خط ۴۵ درجه و بعضی مواقع در پایین خط قرار می‌گیرد. این خاصیت به صعود یا نزول تابع احتمال وزنی مربوط می‌شود. کاهنمن و تورسکی تابع احتمال وزنی را به صورت زیر پیشنهاد کردند (تورسکی و کاهنمن، ۱۹۹۲):

$$w(p) = \frac{p^\delta}{(p^\delta + (1-p)^\delta)^{1/\delta}}$$

در این تابع، $w(p)$ نشان دهنده تابع احتمال وزنی، δ نشان دهنده کشیدگی تابع احتمال وزنی و p نشان دهنده احتمالات مختلف است. در منحنی زیر خط پیوسته بر اساس $\delta = 0.65$ و خط چین بر اساس $\delta = 1$ رسم شده است.



منحنی ۱- تابع احتمالات وزنی

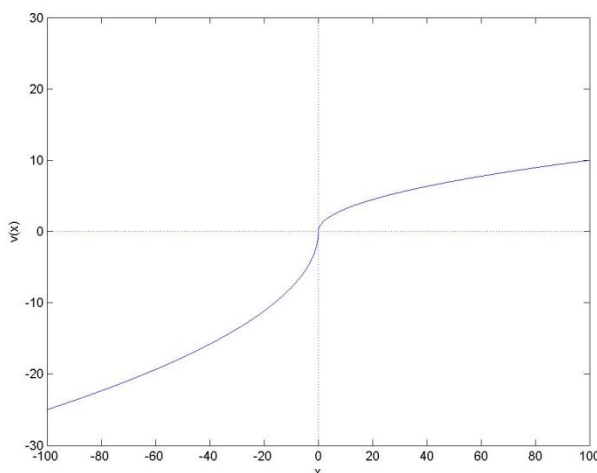
با استفاده از تابع نظریه چشم‌انداز، می‌توان به توضیح چهار جزء از نظریه چشم‌انداز پرداخت:
وابستگی به مرجع^۷: در نظریه چشم‌انداز، تصمیم‌گیری نسبت به کسب سود یا زیان، با توجه به یک نقطه مرجع تعریف می‌شود. همانطور که در تابع نظریه چشم‌انداز مشهود است، تابع ارزش بر اساس x_i نه $W + x_i$ نوشته شده است. در نقاط بالاتر از نقطه مرجع، شکل این تابع به صورت مقعر و در نقاط پایین‌تر از نقطه مرجع

به صورت محدب است. به سخن دیگر سود و زیان یک تصمیم، برحسب ذهنیتی که هر فرد نسبت به سود و زیان مرجع دارد، مقایسه می‌شود و بر این اساس مطلوبیت فرد از آن تصمیم ارزیابی می‌شود. گفتنی است که نقطه مرجع معمولاً بر اساس ذهنیت افراد و در طول زمان شکل می‌گیرد، بنابراین از نظر هر فرد می‌تواند متفاوت باشد و در بعضی از مواقع نیز کلیشه‌های ذهنی بر آن تاثیر می‌گذارند و آن را تحریف می‌کنند (تورسکی و کاهنمن، ۱۹۹۲).

اجتناب از ضرر^۸: بر اساس نظریه چشم‌انداز، احساس نارضایتی در ضرر و زیان بیش از احساس رضایت از کسب سود است. این موضوع نشان‌دهنده زیان‌گریزی افراد در تصمیم‌گیری است. زیان‌گریزی به این حقیقت اشاره دارد که افراد نسبت به کاهش ثروت خود در مقایسه با افزایش آن، حساس‌تر هستند، بنابراین همواره می‌کوشند از زیان بپرهیزند و آن را کم کنند. برخلاف دیدگاه عقلایی که در صورت محدب بودن تابع مطلوبیت، تصمیم‌گیرنده اجتناب از ریسک را بر ریسک‌پذیری ترجیح می‌داد، کاهنمن و تورسکی نشان دادند زمانی که تصمیم‌گیرنده در قسمت منفی (پایین تر از نقطه عطف) کسب ثروت قرار دارد، از ریسک‌گریزی به ریسک‌پذیری تغییر جهت می‌دهد. شیب تابع ارزش در نقطه زیان بیشتر از نقطه سود است، زیرا ارزش اجتناب از زیان برای افراد خیلی بیشتر از کسب سود است؛ به عنوان مثال، زمانی که قیمت یک سهام از ارزش واقعی آن کمتر است، سهامداران دچار ضرر می‌شوند و برای اجتناب از این ضرر از فروش این سهام خودداری می‌کنند و ریسک آن را تا زمانی که قیمت آن به سطح مطلوبی افزایش یابد، می‌پذیرند. همچنین، زمانی که افراد در منطقه ثروت (بالا تر از نقطه عطف) قرار دارند، شکل تابع ارزش آن‌ها به صورت محدب است. در این حالت تصمیم‌گیرنده ریسک‌پذیر است (تورسکی و کاهنمن، ۱۹۹۲). گاهاً مشاهده شده است که زیان‌گریزی سرمایه‌گذاران باعث شده است تا آن‌ها سهم‌هایی با عایدی منفی را نزد خود حفظ کرده و یا به تعداد آن بیافزایند. از طرفی سهم‌هایی با عایدی مثبت را به محض ورود به منطقه سود به فروش رسانند (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۳). در اصطلاح به این پدیده اثر تمایلی^۹ گفته می‌شود که برای اولین بار توسط شفرین و استات من (۱۹۸۵) نام‌گذاری شده است. اثر تمایلی، نوعی از معاملات در شرایط عقلانیت محدود است که به طور گسترده مورد پژوهش قرار گرفته است. اثر تمایلی بدین صورت است که سرمایه‌گذاران (اعم از فردی و نهادی) تمایلی به شناسایی زیان‌های خود نداشته و به شناسایی سود علاقمند هستند. به عبارت دیگر، می‌توان بیان نمود که سرمایه‌گذاران علاقه بیشتری به فروش سریع سهام سودده و نگهداری سهام زیان‌ده خود دارند (شمس و همکاران، ۱۳۸۹). همچنین، می‌توان این‌گونه پنداشت که سرمایه‌گذاران از شناسایی زیان هرچند بسیار اندک گریزانند، حال آنکه به محض ورود به منطقه سود، اقدام به فروش سهم می‌کنند.

منحنی (۲)، روی محور افقی متغیر سود و زیان حاصل و در محور عمودی ارزش و مطلوبیت حاصل از تصمیمات $V(x)$ را نشان می‌دهد. بر اساس این منحنی، در مبدا مختصات که به عنوان نقطه مرجع تصمیم محسوب می‌شود، عایدی حاصل از تصمیم‌گیری صفر در نظر گرفته شده است، در نقاط سمت چپ، عایدی حاصل منفی (زیان) و در نقاط سمت راست عایدی مثبت (سود) در نظر گرفته شده است. بر این اساس اگر عایدی حاصل از یک تصمیم صفر باشد، ارزش آن تصمیم نیز صفر خواهد بود ($V_x = 0$)، اما اگر عایدی تصمیم

۱۰۰ دلار سود داشته باشد، قدر مطلق ارزش این تصمیم، $v(100)$ ، از ارزش منتسب به ۱۰۰ دلار زیان، $v(-100)$ ، کوچکتر است. همانطور که دیده می‌شود، مطلوبیت ناشی از کاهش زیان برای تصمیم‌گیرنده، بیش از مطلوبیت ناشی از کسب همان میزان سود برای تصمیم‌گیرنده است.



منحنی (۲). تابع ارزش نظریه چشم‌انداز

تقلیل حساسیت^{۱۰}: دلیل نام‌گذاری این جزء، به دلیل حساسیت مطلوبیت تصمیم‌گیرنده نسبت به تغییرات سود و زیان است. در تابع چشم‌انداز، به دلیل مقعر بودن منطقه سود و محدب بودن منطقه زیان، حساسیت میزان سود یا زیان برای تصمیم‌گیرنده متفاوت است (منحنی (۲)). در منطقه سود، تابع ارزش تصمیم‌گیرنده نسبت به کاهش آن خیلی حساس است. به سخن دیگر میزان مطلوبیتی که فرد به ازای دریافت سود کسب می‌کند، نسبت به میزان مطلوبیتی که به ازای پذیرش زیان از دست می‌دهد، بسیار کمتر است. همچنین، اختلاف حساسیت در میزان سود و زیان نیز متفاوت است؛ برای نمونه وقتی که ۲۰۰ دلار سود (زیان) جایگزین ۱۰۰ دلار سود (زیان) می‌شود، دارای تاثیر بااهمیتی‌تری در مطلوبیت نسبت به وقتی که ۱۱۰۰ دلار سود (زیان) جایگزین ۱۰۰۰ دلار سود (زیان) می‌شود، است، در حالی که بر اساس دیدگاه عقلایی در هر دو حالت، فرد ۱۰۰ واحد پولی منتفع شده است. این تفاوت، از دید کاهنمن و تورسکی به عنوان تقلیل حساسیت شناخته شده است (تورسکی و کاهنمن، ۱۹۹۲).

ضریب احتمالات: جزء چهارم و نهایی نظریه چشم‌انداز در ارتباط با ضریب احتمالات است. در نظریه چشم‌انداز، برخلاف نظریه تصمیم‌گیری عقلایی از ضریب عینی احتمالات، p_i ، استفاده نمی‌کنند؛ بلکه این ضرایب را با استفاده از تابع احتمال وزنی، به ضرایب تصمیم، π_i ، تبدیل می‌نمایند. همانطور که در منحنی (۱)

قابل رویت است، در مقایسه خط ترسیم شده تابع احتمالات وزنی با خط الگوی ۴۵ درجه، تابع احتمالات وزنی، به احتمالات کم، بیش از حد و به احتمالات بالا، کمتر از حد وزن داده است.

مشکلات مرتبط با کاربرد نظریه چشم‌انداز در عمل

به اعتقاد باربریس (۲۰۱۳) دلیل رشد کند کاربرد نظریه چشم‌انداز، روشن نبودن نحوه دقیق کاربرد آن است. ایده اصلی در نظریه چشم‌انداز این است که افراد مطلوبیت را از سود و زیان محاسبه شده مبتنی بر یک نقطه عطف، برداشت می‌کنند. ولی، نحوه تعیین دقیق آنچه سود یا زیان است، مشکل است، زیرا کاهنمن و تورسکی اشاره اندکی به نحوه محاسبه این نقطه عطف می‌نمایند (باربریس، ۲۰۱۳). کوسزگی و رابین (۲۰۰۶، ۲۰۰۷، ۲۰۰۹) در پژوهش‌های خود تلاش فراوانی برای شفاف کردن نحوه بررسی سود و زیان به وسیله افراد، انجام داده‌اند. چارچوب آن‌ها در به‌کارگیری نظریه چشم‌انداز در حوزه اقتصاد دارای چندین عنصر است، ولی مهم‌ترین آن‌ها، این ایده است که نقطه عطف مورد استفاده افراد برای محاسبه سودها و زیان‌ها، مبتنی بر انتظارات یا باورهای آن‌ها در خصوص نتایج گذشته است. بدری و شوخی‌زواره (۱۳۸۹) در پژوهش خود برای یافتن نقاط عطف، رابطه این نقاط با حجم معاملات را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها با استفاده از تکنیک پانل، مشتمل بر ۲۱۰۷۲۹ مشاهده، به این نتیجه دست یافتند که با عبور قیمت از حداکثر قیمت یک سال گذشته، حجم معاملات افزایش می‌یابد، اما عبور قیمت از حداقل قیمت یک سال گذشته و قیمت تمام شده، تغییر معنی‌داری در حجم معاملات ایجاد نمی‌کند. بنابراین، می‌توان گفت حداکثر قیمت در یک سال گذشته، نقطه عطف سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران است.

۴- یافته‌های پژوهش

کاربرد نظریه چشم‌انداز در مالی

مالی حوزه‌ای از اقتصاد است که نظریه چشم‌انداز به شدت در آن کاربرد دارد. نظریه چشم‌انداز در پژوهش‌های مالی در سه بخش مهم به‌کار می‌رود (باربریس، ۲۰۱۳): ۱) بازده میانگین مقطعی، به نحوی که هدف در این پژوهش‌ها درک دلیل بالاتر بودن میانگین بازده برخی از دارایی‌های مالی نسبت به سایر دارایی‌های مالی است؛ ۲) بازار سهام انباشته؛ و ۳) معامله دارایی‌های مالی در طی زمان. هر یک از این بخش‌ها به ترتیب در ادامه تشریح می‌شوند.

بازده میانگین مقطعی

چرا برخی از اوراق بهادار میانگین بازده بیشتری نسبت به سایر اوراق بهادار دارند؟ بهترین چارچوب برای بررسی این پرسش، مدل مشهور قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای^{۱۱}، یا CAPM است. این مدل مبتنی بر این فرض است که سرمایه‌گذاران ریسک را در ارتباط با مطلوبیت مورد انتظار بررسی می‌کنند، و بیان می‌کند که اوراق بهادار با «بتای» بالاتر، دارای میانگین بازده بالاتری هستند. این پیش‌بینی از نظر تجربی چندان مورد تایید

قرار نگرفت (فاما و فرنچ، ۲۰۰۴). این پرسش قابل طرح است که آیا می‌توان بازده میانگین مقطعی را از طریق به‌کارگیری مدلی تشریح کرد که در آن سرمایه‌گذاران ریسک را واقعی‌تر و به صورت روانشناسی ارزیابی کنند، و همچنین آیا در این بخش نظریه چشم‌انداز قابل ذکر است؟

باربریس و هانگ (۲۰۰۸) قیمت‌های دارایی‌های مالی را در یک دوره زمانی مورد مطالعه قرار دادند که آن دوره همراه با سرمایه‌گذارانی بود که مطلوبیت نظریه چشم‌انداز را در نتیجه تغییر در ارزش پرتفوی خود طی آن دوره درک کرده‌اند. در این مدل، نظریه چشم‌انداز منجر به یک پیش‌بینی جدید شد که این پیش‌بینی از تجزیه و تحلیل سنتی مبتنی بر مطلوبیت مورد انتظار قابل استنباط نبود؛ برای مثال، چولگی در توزیع بازده‌های یک ورق بهادار، حتی چولگی انفرای غیر مرتبط با بازده کل بازار، ارزشیابی می‌شود. به خصوص، یک ورق بهادار دارای چولگی مثبت، ورق بهاداری که توزیع بازده آن دارای دنباله مثبت بلندتر از دنباله منفی است، در مقایسه با قیمتی که در یک اقتصاد با سرمایه‌گذاران دارای مطلوبیت مورد انتظار ارایه می‌شود و میانگین بازده کمتر دریافت می‌کند، بیش از واقع ارزشیابی می‌شود.

دلیل این نتیجه روشن است. سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند شانس خود را برای ثروتمند شدن از طریق تاکید بر سهام با چولگی مثبت افزایش دهند و انتظار دارند عملکرد مثبت غیر منتظره یا غیر عادی از آن مشاهده نمایند. این نکته قابل یادآوری است که در وزن‌دهی به احتمالات، سرمایه‌گذاران آن دنباله از یک توزیع را که در حال بررسی آن هستند، بیشتر وزن‌دهی می‌کنند، این دنباله می‌تواند نمودار توزیع سودها یا زیان‌های بالقوه در ثروت باشد. این، به این معنی است که افراد شرایط غیر احتمالی را که در آن‌ها ممکن است سود زیادی از طریق سرمایه‌گذاری در سهام دارای چولگی مثبت کسب کنند، بیشتر وزن‌دهی می‌نمایند. در نتیجه، آن‌ها تمایل به پرداخت قیمت بالایی برای آن سهم دارند، حتی در شرایطی که منجر به میانگین بازده اندکی شود (باربریس و هوانگ، ۲۰۰۸).

در پنج سال اخیر، کاربردهای نظریه چشم‌انداز در حوزه بازده‌های میانگین مقطعی شاهد تاکید تجربی با اهمیتی بوده است (باربریس، ۲۰۱۳). ابتدا، پژوهش‌های متعددی، با استفاده از روش‌های مختلف در اندازه‌گیری چولگی، این پیش‌بینی اولیه که سهام دارای چولگی مثبت‌تر، میانگین بازده‌های کمتری دارد را تایید کرده‌اند (بایور و همکاران، ۲۰۱۰؛ بالی و همکاران، ۲۰۱۱؛ کونراد و همکاران، ۲۰۱۳).

دوم، پژوهش‌های زیادی استدلال کرده‌اند که پیش‌بینی چولگی با به‌کارگیری نظریه چشم‌انداز موجب شفاف شدن سایر الگوهای تجربی شده است. برای مثال، متوسط بازده بلندمدت سهامی که در حال اجرای عرضه اولیه است، کمتر از این بازده برای شرکت‌های مشابه است. یک ویژگی جالب توجه بازده‌های مربوط به سهام عرضه اولیه، این است که آن‌ها به شدت دارای چولگی مثبت هستند؛ اکثر این سهام چندان موفق نبوده، ولی برخی بسیار موفق بوده‌اند. از این رو، نظریه چشم‌انداز بیان می‌کند که شرکت‌هایی که در حال پیشنهاد اولیه هستند، بهتر است که میانگین بازده کمتری داشته باشند. مطابق با این فرضیه، گرین و هاوانگ (۲۰۱۲) دریافتند که هرچه چولگی پیش‌بینی شده سهام عرضه اولیه بالاتر باشد، میانگین بازده بلندمدت کمتر است. پژوهشگران بر

اساس قیمت‌گذاری چولگی پیش‌بینی شده توسط نظریه چشم‌انداز، موضوعات مالی دیگری را مطرح می‌کنند (مراجعه شود به: میتون و ورکینک، ۲۰۰۷؛ ارکر و ردی، ۲۰۱۱؛ بویور و ورکینک، ۲۰۱۲).

بازار سهام انباشته

بازار سهام انباشته، نشانگر معروف‌ترین کاربرد نظریه چشم‌انداز در مالی است. برای نمونه، دیدگاه بنارتزی و تالر (۱۹۹۵) بر این است که نظریه چشم‌انداز و به خصوص گریز از زیان، می‌تواند معمای صرف سهام معروف را تشریح نماید. در حقیقت، میانگین بازده بازار سهام آمریکا به صورت تاریخی از میانگین بازده اوراق خزانه بیشتر است و این تفاوت بیش از میزان پیش‌بینی شده توسط مدل‌های سنتی مبتنی بر مصرف^{۱۲} قیمت‌های دارایی بوده است. مبتنی بر دیدگاه بنارتزی و تالر (۱۹۹۵)، فرد در زمان ارزیابی سرمایه‌گذاری در بازار سهام، توزیع تاریخی بازده‌های سالانه بازار سهام را بررسی می‌نماید. زیرا، سرمایه‌گذار ریسک‌گریز است و پراکندگی بالای این توزیع بسیار غیر جذاب است. به منظور جبران آن و کسب اطمینان از اینکه سرمایه‌گذار تمایل به نگهداری سرمایه‌گذاری خود دارد، بازار سهام نیازمند داشتن میانگین بازده بالاتری است، این فزونی باید به اندازه کافی در مقایسه با اوراق خزانه بدون ریسک باشد.

دیدگاه بنارتزی و تالر (۱۹۹۵) نه تنها بر نظریه چشم‌انداز بلکه بر فرض با عنوان «دیدگاه محدود^{۱۳}» استوار است. دیدگاه محدود زمانی رخ می‌دهد که فرد یک ریسک مشخص را بدون توجه به ریسک‌های هم‌زمان بررسی نماید. دیدگاه محدود با بسیاری از یافته‌های تجربی مرتبط است، برای مثال باربریس و همکاران (۲۰۰۶) استدلال می‌کنند که اجتناب از احتمال ۵۰ به ۵۰ برای بردن ۱۱۰ دلار یا باختن ۱۰۰ دلار، نه تنها شاهدهی بر اجتناب از زیان بلکه شاهدهی از دیدگاه محدود است.

در حالی که فرضیه بنارتزی و تالر (۱۹۹۵) توسط افراد زیادی به عنوان توضیح قابل قبولی از معمای صرف سرمایه در نظر گرفته شده است، اما آزمون تجربی مستقیم آن اندک است. پژوهش‌های دیگر این موضوع را ادامه داده و بر فرموله کردن استدلال اصلی و اولیه تاکید نکرده‌اند (برای مثال؛ باربریس، ۲۰۰۱؛ اندریس، ۲۰۱۲؛ پاچل، ۲۰۱۲). به هر حال، برخی شواهد در خصوص این ایده‌های مرتبط وجود دارد که اجتناب از ریسک و دیدگاه محدود می‌تواند معمای عدم مشارکت^{۱۴} را شرح دهد: به صورت تاریخی، اکثر خانه‌داران در بازار سهام مشارکت ندارند. برای مثال، دیموک و کوونبرگ (۲۰۱۰)، مشارکت خانه‌داران را در بازار سهام بر اساس مقیاسی مبتنی بر پرسشنامه، پیش‌بینی کردند.

معامله دارایی‌های مالی طی زمان

سومین بخش کاربرد نظریه چشم‌انداز در مالی، بر درک رفتار افراد در معامله دارایی‌های مالی طی زمان تاکید دارد. یکی از موضوعات مورد توجه «تاثیر تمایلی^{۱۵}» است. در این خصوص شواهد تجربی نشان می‌دهد که هم سرمایه‌گذاران انفرادی و هم مدیران وجوه مشترک، در مقایسه با سهامی که ارزش آن‌ها کاهش یافته است، تمایل باطنی برای فروش سهامی دارند که ارزش آن‌ها از زمان خرید افزایش یافته است (اودین، ۱۹۹۸؛ فرازینی،

۲۰۰۶). این رفتار گیج کننده است، زیرا طی افق زمانی که این سرمایه‌گذاران معامله می‌کنند، بازده‌های سهام نشانگر «شتاب» است: سهامی که اخیراً خوب بوده‌اند، در آینده معمولاً به شدت عملکرد مثبتی از خود نشان می‌دهند، در حالی که سهامی که اخیراً ضعیف بوده‌اند، در آینده عقب می‌مانند. از این رو، بهتر است سرمایه‌گذاران تمرکز خود را بر فروش سهامی قرار دهند که عملکرد قبلی ضعیفی داشته‌اند، ولی آن‌ها این اقدام را انجام نمی‌دهند. این عدم تمایل آشکار در فروش سهام به قیمتی کمتر از قیمت خرید، مشابه رفتار در بازار املاک است. جنسون و مایر (۲۰۰۱) دریافتند که اگر دو واحد آپارتمان، «الف» و «ب»، با قیمت فروش مورد انتظار مشابه وجود داشته باشد، در حالی که قیمت فروش آپارتمان «الف» کمتر از قیمت خرید اولیه آن باشد و در خصوص آپارتمان «ب» این‌گونه نباشد، آن‌گاه معمولاً قیمت فروشی که فروشنده برای آپارتمان «الف» درخواست می‌کند به صورت معناداری بیشتر از قیمت فروش برای آپارتمان «ب» خواهد بود.

اعتقاد بر این است که عدم تمایل برای فروش دارایی‌ها به زیان، ناشی از نظریه چشم‌انداز، به خصوص ناشی از تحذب در تابع ارزش $v(0)$ در محدوده زیان است (شفرین و استاتمن، ۱۹۸۵). به عبارتی، اگر عملکرد یک سهم ضعیف است، مالک آن به محدوده زیان از تابع ارزش منتقل می‌شود، جایی که مالک ریسک‌پذیر می‌گردد. در نتیجه، این سهامدار، سهم را به امید بازگشت قیمت آن نگهداری می‌کند.

سایر کاربردهای نظریه چشم‌انداز

علاوه بر کاربردی که نظریه چشم‌انداز در حوزه مالی دارد، می‌توان کاربرد آن را در سایر مباحث اقتصادی نیز ردیابی نمود. به دلیل اینکه ارائه کامل و با جزئیات هر کدام از موارد کاربرد نظریه چشم‌انداز، در پژوهش حاضر ممکن نیست، سعی شده است تنها یک سری ارجاعات به پژوهش‌های انجام شده برای هدایت پژوهشگران فراهم شود.

بیمه: یکی دیگر از حوزه‌های اقتصادی است که نگرش مبتنی بر ریسک در آن، نقش قابل ملاحظه‌ای دارد. بنابراین، در این حوزه نیز می‌توان دنبال ردیابی کاربردهای نظریه چشم‌انداز گشت. جهت مطالعه کاربرد نظریه چشم‌انداز در صنعت بیمه به مقالات سیندر (۲۰۱۰)، برسیگیان و همکاران (۲۰۱۲) و هو و اسکات (۲۰۰۷) رجوع کنید.

اثر موهبت^۶: نظریه چشم‌انداز در ابتدا برای انتخاب‌های ریسکی معرفی شد. با این وجود تالر (۱۹۸۰) تحت مقاله‌ای تاثیرگذار به سودمندی این نظریه در انتخاب‌های بدون ریسک پرداخت. در چارچوب اولیه که توسط تورسکی و کاهنمن (۱۹۹۱) پایه‌ریزی شده بود، مطلوبیت افراد از مصرف نسبت به سطح مرجع مصرف نشات می‌گیرد و در آن تابع مطلوبیت زیان‌گریز و دارای تقلیل حساسیت است. بنابراین افراد در کاهش مصرف نسبت به مصرف مرجع در قیاس با افزایش آن حساس‌تر هستند. پژوهش‌های بسیاری همزمان با تالر (۱۹۸۰) در این زمینه شروع گردید و یافته‌های تجربی خود را تحت عنوان اثر موهبتی نام‌گذاری و از نظریه چشم‌انداز برای مدل انتخاب بدون ریسک حمایت کردند. اثر موهبت وقتی روی می‌دهد که تملک چیزی، قیمتی که شخص مایل به فروش آن است را به طور قابل توجهی بسیار بالاتر از قیمتی می‌برد که همان شخص مایل به خرید آن است. یک

ارائه اولیه برای اثر موهبت در قیمت‌های خرید یا فروش، توسط کاهنمن و تورسکی (۱۹۹۰) انجام شد. آن‌ها به نیمی از افراد گروه یک ماگ قهوه دادند. از کسانی که ماگ داشتند پایین‌ترین قیمت فروش‌شان پرسیده شد و از کسانی که ماگ نگرفته بودند پرسیده شد که چقدر حاضرند پرداخت کنند. قاعدتاً نباید تفاوتی بین قیمت‌های خرید و فروش وجود داشته باشد، اما در واقعیت، متوسط قیمت فروش ۵/۷۹ دلار و متوسط قیمت خرید ۲/۲۵ دلار بود.

عرضه نیروی کار: نظریه چشم‌انداز می‌تواند برای فهم واکنش عرضه نیروی کار بر حقوق موثر باشد. کامران و همکاران (۱۹۹۷) با استفاده از اطلاعات رانندگان تاکسی شهر نیویورک دریافتند که میزان ساعت کارکرد رانندگان با میانگین حقوق ساعتی ایشان به صورت قابل ملاحظه‌ای دارای رابطه منفی است. اگرچه آنان یک مدل رسمی ارائه نکردند اما می‌توان استدلال کرد که این اطلاعات مطابق با چارچوب مطلوبیت ناشی از نظریه چشم‌انداز، از تفاوت بین درآمد روزانه و سطح هدف یا مرجع است. به ویژه با توجه به زیان‌گریزی، دستیابی به ۲۰ دلار درآمد کمتر از درآمد هدف، بسیار دردناک‌تر از لذت دستیابی به درآمد ۲۰ دلار بالاتر از درآمد هدف است. درک این موضوع بسیار ساده است که رانندگانی با این ترجیحات، بعد از اینکه به سطح درآمد هدف خود رسیدند، کار خود را متوقف کنند. بنابراین رانندگانی که سریع‌تر به این سطح از درآمد می‌رسند، کار خود را زودتر متوقف می‌کنند و بنابراین ساعت کاری پایین‌تری را دارند.

نظریه قراردادها: در برخی موارد از نظریه چشم‌انداز برای توضیح نظریه نمایندگی استفاده کرده‌اند که می‌توان به برتری اختیار معامله‌های اعطایی، نسبت به خود سهام در بسته پاداش مدیران موظف و غیر موظف اشاره نمود (دیتمن و همکاران، ۲۰۱۰).

لازم به توضیح است که تمام کاربردهای مطروحه در بالا در زیر چتر اقتصاد اثباتی بحث شده‌اند. از نظریه چشم‌انداز، برای توصیف رفتار مشاهده شده استفاده می‌شود. با این وجود برخی از دیدگاه‌ها از نظریه چشم‌انداز به روش دستوری استفاده می‌کنند تا قضاوت کنند که مردم چه رفتارهایی را باید انجام دهند (رجوع شود به؛ فرایر و همکاران، ۲۰۱۲؛ لویت و همکاران، ۲۰۱۲).

کاربرد نظریه چشم‌انداز طبق پژوهش‌های داخلی

در ادامه، سعی شده است از طریق برشمردن پژوهش‌های داخلی که از نظریه چشم‌انداز بهره جسته‌اند، کاربرد این نظریه در محیط غیر آزمایشگاهی مورد بررسی قرار گیرد:

شمس و همکاران (۱۳۸۹) رابطه اثر تمایلی با جریان‌های نقدی عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بورس تهران را بر اساس نظریه چشم‌انداز بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاران بیشتر به فروش سهامی تمایل داشته‌اند که دارای سود بوده‌اند و تمایل کمتری به فروش سهام زیان‌آور داشته‌اند. همچنین، نتایج نشان دهنده رابطه معناداری بین تمایل رفتاری و جریان‌های نقدی بوده است. این رابطه در شرکت‌هایی که دارای سود بوده‌اند، به صورت مثبت و در شرکت‌هایی که دارای زیان بوده‌اند، به صورت منفی نشان داده شده است.

رهنمای رودپشتی و جلیلی (۱۳۸۹) به بررسی نظریه چشم‌انداز و به طور خاص، ارزیابی جداگانه موفقیت (سود) و شکست (زیان) در کارت ارزیابی متوازن پرداختند. آن‌ها بیان کردند که هنگام ارزیابی عملکرد با استفاده از سیستم ارزیابی متوازن، در نظر گرفتن همه معیارهای سیستم به طور متقارن و در نهایت ارائه یک ارزیابی کلی، بسیار مهم است و مفاهیم قالب‌بندی، تابع ارزش و همچنین حساب‌های جداگانه در حسابگری ذهنی، می‌تواند منجر به پردازش نامتقارن معیارهای سیستم ارزیابی متوازن گردد که در پی آن منافع حاصل از سیستم ارزیابی متوازن کاهش می‌یابد. به عبارت دیگر حسابگری ذهنی ممکن است موجب شود که تصمیم‌گیرندگان نتایج پیوسته معیارهای مالی و غیرمالی را با هم یکپارچه نکنند. افرادی که بجای یکپارچه کردن یا موازنه معیارها برای ارزیابی کلی، به طور ذهنی معیارهای مالی و غیرمالی را جداگانه در نظر می‌گیرند، ممکن است نتوانند به منافع موثر بر تصمیم‌گیری سیستم ارزیابی متوازن دست یابند.

بهارمقدم و زنگی آبادی (۱۳۹۱) نقش اجزای منفی و مثبت معیار نسبت سود هر سهم به قیمت را با استناد به نظریه چشم‌انداز و نگاه متفاوت سرمایه‌گذاران نسبت به سودآوری و زیان‌دهی شرکت‌ها بررسی کردند. طبق نظریه چشم‌انداز، افراد سود و زیان را به گونه‌ای متفاوت ارزش‌گذاری می‌کنند. طبق این نظریه، میزان رضایت مندی حاصل از میزان معینی سود، کمتر از عدم رضایتی است که از همان مقدار زیان به دست می‌آید و در واقع زیان اثر روانی شدیدتری نسبت به سودی به همان میزان دارد. نتایج حاصل از این پژوهش، حاکی از آن بود که اجزای منفی بازده بورس اوراق بهادار در مقایسه با اجزای مثبت آن، توانایی بیشتری برای پیش‌بینی شاخص کل قیمت بورس اوراق بهادار تهران دارد. به نظر می‌رسد این موضوع ضمن تایید نظریه چشم‌انداز، حاکی از واکنش سریع سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان مالی نسبت به عملکرد مالی ضعیف شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است.

مصلح شیرازی و همکاران (۱۳۹۲) با انتقاد به شیوه تصمیم‌گیری عقلایی و با این استدلال که فرآیند تصمیم‌گیری بیشتر تحت تاثیر ویژگی‌های ذهنی و رفتاری است، با استفاده از نظریه چشم‌انداز به ارزیابی الگوی واقعی تصمیم‌گیری در بین مدیران صنایع استان فارس پرداختند. نتایج پژوهش ایشان نشان داد که نقش الگوی رفتاری در تصمیم‌گیری، که بر اساس شاخص تغییر حساسیت سود و زیان در نظریه چشم‌انداز ارزیابی می‌شود، بسیار مهم است؛ به طوری که این تغییر حساسیت در منطقه زیان نسبت به منطقه سود بیشتر است. همچنین، مطلوبیت کاهش زیان برای مدیران بیشتر از افزایش سود است، به طوری که نمونه مورد بررسی ایشان حساسیت بیشتری نسبت به کاهش زیان در مقایسه با افزایش سود دارد.

پورزمانی و کریمی (۱۳۹۲) به بررسی ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک با استفاده از نظریه چشم‌انداز پرداختند. نتایج آن‌ها حاکی از آن بود که در بازار سرمایه ایران، بین عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر اساس نظریه چشم‌انداز و بازده واقعی همبستگی معنی‌داری وجود دارد.

ثقفی و همکاران (۱۳۹۴) با استفاده از نظریه چشم‌انداز به پیش‌بینی رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران پرداختند. ایشان رابطه بین سود و زیان معاملاتی و لگاریتم قیمت را به عنوان معیاری از مطلوبیت در نظریه چشم‌انداز در نظر گرفتند. نتایج ایشان حکایت از آن داشت که مدل‌های برآورد شده نشان می‌دهد که سرمایه-

گذاران مطابق با پیش‌بینی نظریه چشم‌انداز، در زمانی که در سود هستند، سوگیری ریسک‌گریزی و زمانی که در زیان هستند، سوگیری زیان‌گریزی دارند. همچنین، نتایج ایشان نشان داد که ضریب شیب برآورد شده در منطقه زیان در مقایسه با ضریب شیب برآورد شده در منطقه سود، از نظر ارزش قدر مطلق بزرگتر می‌باشد که نشان می‌دهد سرمایه‌گذار به زیان در مقایسه با سود، حساسیت بیشتری دارد.

خواجوی و فعالی قیومی (۱۳۹۴) به صورت تجربی به بررسی کاربرد نظریه چشم‌انداز (دورنمای) تجمعی در بورس اوراق بهادار تهران و اثر آن بر بازده سهام می‌پردازند. در این پژوهش از مدل ارائه شده توسط باربریس و هانگ (۲۰۰۸) استفاده می‌کنند. بر مبنای این مدل چنانچه سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه دارای اولویت‌هایی مشابه با نظریه چشم‌انداز تجمعی باشند، سهام‌هایی با چولگی مثبت بایستی به طور متوسط بازده کمتری را کسب نمایند. از دو معیار اصلی برای پیش‌بینی چولگی مورد انتظار استفاده شده است که شامل چولگی گذشته و چولگی گروهی بود. نتایج حاکی از این بود که معیار چولگی گذشته نسبت به معیارهای چولگی گروهی در پیش‌بینی چولگی مورد انتظار بهتر عمل می‌کند. افزون بر این، رابطه‌ای منفی و معنادار میان چولگی و بازده سهام وجود دارد که تایید کننده کاربرد مدل باربریس و هانگ در بازار اوراق بهادار تهران است.

۵- نتیجه‌گیری و بحث

آیا با گذشت بیش از ۳۵ سال از انتشار مقاله کاهنمن و تورسکی (۱۹۷۹) در ارتباط با نظریه چشم‌انداز، نقش مهمی که این نظریه در تحلیل‌های اقتصادی دارد آشکار شده است؟ به علت مشکلات ذاتی به‌کارگیری نظریه چشم‌انداز در حوزه اقتصاد، تنها در سنوات اخیر شواهدی دال بر پیشرفت بکارگیری این نظریه در دنیای واقعی وجود دارد. این پژوهش نیز به دنبال ارائه یک نتیجه‌گیری در ارتباط با جایگاه نظریه چشم‌انداز در حوزه اقتصاد است. از این رو، در این پژوهش برخی از مشاهدات توسط پژوهشگران پیشین در پژوهش‌های خارجی و داخلی ارائه شده است.

در زمینه اقتصادی، بیشترین کاربرد نظریه چشم‌انداز مربوط به حوزه مالی و بیمه بوده است. تاکید بر این دو، زیاد دور از ذهن نیست. زیرا، دلیل ظهور نظریه چشم‌انداز برای ارائه مدلی جهت تسهیل تصمیم‌گیری در شرایط ریسک است (باربریس، ۲۰۱۳). تا چند سال اخیر نیز، خارج از حوزه مالی و بیمه، اثر موهبت و عرضه نیروی کار از موارد استفاده نظریه چشم‌انداز بودند، که بر آن‌ها انتقاداتی وارد شده است: اثر موهبتی "فقط" یک یافته تجربی بوده و عرضه نیروی کار تنها به بخش محدودی از جمعیت شغلی مربوط است (باربریس، ۲۰۱۳). با این وجود، در سنوات اخیر یک روند آشکار از کاربرد نظریه چشم‌انداز در حوزه‌های دیگر اقتصاد گسترش یافت که از آن جمله می‌توان به انتخاب مصرف، سازمان صنعتی، نظریه قراردادهای اشاره کرد.

پژوهش‌های بررسی شده در این مقاله، اطلاعات اولیه در ارتباط با اهمیت اجزای مختلف نظریه چشم‌انداز در تصمیم‌گیری اقتصادی را شرح می‌دهند. وابستگی به مرجع، ایده اصلی در نظریه چشم‌انداز است و اگر هر یک از اجزای نظریه، یک مکان دائمی را پیدا کنند، یقیناً نقطه مرجع یکی از این نقاط خواهد بود. آشکار است که زیان‌گریزی بازیگر یک نقش مفید در کاربردهای مطرح شده از نظریه چشم‌انداز است. در مقابل تقلیل حساسیت

به نظر کم اهمیت‌تر است. تقلیل حساسیت مشخص‌کننده یکی از کاربردهای اثر تمایلی است. از طرف دیگر، به احتمالات وزنی توجه بیشتری شده است به طوری که در حوزه‌های مرتبط با ریسک از جمله مالی بیمه و شرط‌بندی، احتمالات وزنی بازی‌کننده‌ی نقش اصلی در زبان‌گرایی است که بر اساس شواهد تجربی در این زمینه حمایت می‌شود. در تایید کاربرد نظریه چشم‌انداز در دنیای واقعی می‌توان به پژوهش عبدالخلیق (۲۰۱۴) اشاره کرد.

عبدالخلیق (۲۰۱۴) در پژوهش خود تکرار پدیده‌ها در دنیای واقعی را مطابق با پیش‌بینی نظریه چشم‌انداز در دامنه زبان تصمیم‌گیری، مورد بررسی قرار داده است. وی در این پژوهش ۵۸ وضعیت مختلف را مطرح می‌کند که مطابق با شرایط ویژه ریسک‌پذیری است که هزینه آن بیشتر از ۱۲۶ بلیون دلار (به طور متوسط ۲/۳ میلیون برای هر وضعیت) است. ۲۱ وضعیت به صورت مختصر در این پژوهش تشریح شده است. این خلاصه‌ها حاکی از این است که در موقعیت‌های تصمیم‌گیری و رفتاری که تصمیم‌گیرندگان دنبال می‌کنند، جنبه‌های دارای ریسک بیشتر در شناسایی زبان، مطابق مفروضات نظریه چشم‌انداز است. در حالی که شواهد حاصل، روایتی است، با این وجود با توجه به تکرار آن‌ها در شرایط مختلف تجاری و محیطی و هزینه، این شواهد قوی هستند. بنابراین، رفتار ریسک‌پذیری مطابق پیش‌بینی نظریه چشم‌انداز در دنیای واقعی غیر ممکن نیست، ولی شواهد مورد بررسی در این پژوهش را نمی‌توان برای تعمیم رفتار ریسک‌پذیری به تمام تصمیم‌گیرندگان اختصاص داد.

فهرست منابع

- * بدری، احمد و علیرضا شواخی‌زاده (۱۳۸۹). "نقاط مرجع، قیمت سهام و حجم معاملات: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۲، صص ۱۵۱-۱۷۳.
- * بهار مقدم، مهدی و حجت اله زنگی آبادی، (۱۳۹۱). "مقایسه توانایی پیش‌بینی اجزای مثبت و منفی بازدهی بازار سهام (مورد مطالعه: بورس اوراق بهادار تهران)"، فصلنامه کاوش‌های مدیریت بازرگانی، شماره ۷، صفحات ۱۴۷-۱۶۴.
- * پورزمانی، زهرا و مجتبی کریمی، (۱۳۹۲). "ارزیابی عملکرد صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک مبتنی بر تئوری چشم‌انداز"، دومین همایش ملی علوم مدیریت نوین، گرگان، موسسه آموزش عالی غیرانتفاعی حکیم جرجانی.
- * ثقفی، علی، فرهادی، روح اله، تقوی فرد؛ محمد تقی و فرخ برزیده، (۱۳۹۴). "پیش‌بینی رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران: شواهدی از تئوری چشم‌انداز"، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، شماره ۱۵، صفحات ۱۹-۳۲.
- * خواجهی، شکرالله و علی فعال قیومی (۱۳۹۴). "نظریه دورنما تجمعی و بازده مورد انتظار سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال هشتم، شماره ۲۷، صص ۸۳-۹۵.
- * رهنمای رودپشتی، فریدون و آرزو جلیلی، (۱۳۸۹). "حسابگری ذهنی و ارزیابی متوازن"، مجله حسابداری مدیریت، شماره ۴، صفحات ۸۱-۹۱.

- * شمس، شهاب‌الدین؛ یحیی زاده فر، محمود و عباس امامی، (۱۳۸۹). "بررسی رابطه اثر تمایلی با جریانات نقدی و عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورس اوراق بهادار تهران"، مجله تحقیقات مالی، دوره ۱۲، شماره ۳۰، صفحات ۹۵-۱۱۶.
- * مصلح شیرازی، علی نقی؛ نمازی، محمد؛ محمدی، علی و احمد رجبی، (۱۳۹۲). "تئوری چشم‌انداز و مدل‌سازی الگوی تصمیم‌گیری مدیران در بخش صنعت"، فصلنامه چشم‌انداز مدیریت صنعتی، شماره ۱۰، صفحات ۹-۳۳.
- * مهرانی، ساسان؛ کرمی، غلامرضا و سید مصطفی حسینی، (۱۳۹۳). تئوری حسابداری، تهران، نگاه دانش، چاپ اول.
- * Abdel-Khalik, Rashed. (2014). Prospect Theory predictions in the field: Risk seekers in settings of weak accounting controls. *Journal of Accounting Literature*, 33(1), 58-84.
- * Andries, Marianne. 2012. "Consumption-based Asset Pricing with Loss Aversion." Unpublished paper.
- * Bali, Turan, Nusret Cakici, and Robert Whitelaw. 2011. "Maxing Out: Stocks as Lotteries and the Cross-section of Expected Returns." *Journal of Financial Economics* 99(2): 427-446.
- * Barberis, Nicholas. (2013). Thirty Years of Prospect Theory in Economics: A Review and Assessment. *Journal of Economic Perspectives*, 27(1), 173-96.
- * Barberis, Nicholas, and Ming Huang. 2008. "Stocks as Lotteries: The Implications of Probability Weighting for Security Prices." *American Economic Review* 98(5): 2066-2100.
- * Barberis, Nicholas, Ming Huang, and Tano Santos. 2001. "Prospect Theory and Asset Prices." *Quarterly Journal of Economics* 116(1): 1-53.
- * Barberis, Nicholas, Ming Huang, and Richard Thaler. 2006. "Individual Preferences, Monetary Gambles, and Stock Market Participation: A Case for Narrow Framing." *American Economic Review* 96(4): 1069-1090.
- * Barseghyan, Levon, Francesca Molinari, Ted O'Donoghue, and Joshua Teitelbaum. 2012. "The Nature of Risk Preferences: Evidence from Insurance Choices." Unpublished paper.
- * Benartzi, Shlomo, and Richard Thaler. 1995. "Myopic Loss Aversion and the Equity Premium Puzzle." *Quarterly Journal of Economics* 110(1): 73-92.
- * Boyer, Brian, Todd Mitton, and Keith Vorkink. 2010. "Expected Idiosyncratic Skewness." *Review of Financial Studies* 23(1): 169-202.
- * Boyer, Brian, and Keith Vorkink. 2012. "Stock Options as Lotteries." Unpublished paper.
- * Conrad, Jennifer, Robert Dittmar, and Eric Ghysels. Forthcoming. "Ex Ante Skewness and Expected Stock Returns." *Journal of Finance*.
- * Dimmock, Stephen, and Roy Kouwenberg. 2010. "Loss-aversion and Household Portfolio Choice." *Journal of Empirical Finance* 17(3): 441-459.
- * Dittman, Ingolf, Ernst Maug, and Oliver Spalt. 2010. "Sticks or Carrots? Optimal CEO Compensation when Managers are Loss Averse." *Journal of Finance* 65(6): 2015-2050.
- * Eraker, Bjorn, and Mark Ready. 2011. "Do Investors Overpay for Stocks with Lottery-like Payoffs? An Examination of the Returns on OTC Stocks." Unpublished paper.
- * Fama, Eugene, and Kenneth French. 2004. "The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence." *Journal of Economic Perspectives* 18(3): 25-46.
- * Frazzini, Andrea. 2006. "The Disposition Effect and Underreaction to News." *Journal of Finance* 61(4): 2017-2046.
- * Fryer, Roland, Steven Levitt, John List, and Sally Sadoff. 2012. "Enhancing the Efficacy Teacher Incentives through Loss Aversion: A Field Experiment." NBER Working paper 18237.

- * Genesove, David, and Christopher Mayer. 2001. "Loss Aversion and Seller Behavior: Evidence from the Housing Market." *Quarterly Journal of Economics* 116(4): 1233-1260.
- * Green, Clifton, and Byoung Hwang. 2012. "Initial Public Offerings as Lotteries: Skewness Preference and First-Day Returns." *Management Science* 58(2): 432-444.
- * Hu, Wei-Yin, and Jason Scott. 2007. "Behavioral Obstacles in the Annuity Market." *Financial Analysts Journal* 63(6): 71-82.
- * Kahneman, Daniel, and Amos Tversky. 1979. "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk." *Econometrica* 47(2): 263-291.
- * Koszegi, Botond, and Matthew Rabin. 2006. "A Model of Reference-Dependent Preferences." *Quarterly Journal of Economics* 121(4): 1133-1165.
- * Koszegi, Botond, and Matthew Rabin. 2007. "Reference-Dependent Risk Attitudes." *American Economic Review* 97(4): 1047-1073.
- * Koszegi, Botond, and Matthew Rabin. 2009. "Reference-Dependent Consumption Plans." *American Economic Review* 99(3): 909-936.
- * Levitt, Steven, John List, Susanne Neckerman, and Sally Sadoff. 2012. "The Behavioralist Goes to School: Leveraging Behavioral Economics to Improve Educational Performance." NBER Working paper 18165.
- * Mitton, Todd, and Keith Vorkink. 2007. "Equilibrium Under diversification and the Preference for Skewness." *Review of Financial Studies* 20(4): 1255-1288.
- * Odean, Terrance. 1998. "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?" *Journal of Finance* 53(5): 1775-1798.
- * Pagel, Michaela. 2012. "Expectations-based Reference-Dependence and Asset Pricing." Unpublished paper.
- * Pagel, Michaela. 2012. "Expectations-based Reference-Dependent Life-cycle Consumption." Unpublished paper.
- * Pitcher, C. (2008). *Investigation of a Behavioral Model for Financial Decision Making* (Doctoral dissertation, University of Oxford).
- * Shefrin, Hersh, and Meir Statman. 1985. "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence." *Journal of Finance* 40(3): 777-790.
- * Sydnor, Justin. 2010. "(Over) insuring Modest Risks." *American Economic Journal: Applied Economics* 2(4): 177-199.
- * Thaler, Richard. 1980. "Toward a Positive Theory of Consumer Choice." *Journal of Economic Behavior and Organization* 1(1): 39-60.
- * Tversky, Amos, and Daniel Kahneman. 1991. "Loss Aversion in Riskless Choice: A Reference-Dependent Model." *Quarterly Journal of Economics* 106(4): 1039-1061.
- * Tversky, Amos, and Daniel Kahneman. 1992. "Advances in Prospect Theory: Cumulative Representation of Uncertainty." *Journal of Risk and Uncertainty* 5(4): 297-323.

یادداشت‌ها

¹ Allais Paradox

² Prospect Theory

³ Expected Utility Theory (EUT)

⁴ Loss Aversion

⁵ Editing

-
- ⁶ Appraisal
 - ⁷ Reference Dependence
 - ⁸ Loss Aversion
 - ⁹ disposition effect
 - ¹⁰ Diminishing Sensitivity
 - ¹¹ Capital Asset Pricing Model
 - ¹² Consumption-Based Models
 - ¹³ Narrow Framing
 - ¹⁴ Non-Participation Puzzle
 - ¹⁵ Disposition Effect
 - ¹⁶ The Endowment Effect