

به نام خدا

رفتارشناسی مالی

مؤلفین:

علیرضا عاطفی فر

علی سلیمانی بشلی

سرناسه	: عاطفی فر، علیرضا، ۱۳۴۴ - Atefi far, Alireza
عنوان و نام پدیدآور	: رفتارشناسی مالی / مولفین: علیرضا عاطفی فر، علی سلیمانی بشلی.
مشخصات نشر	: تهران : انتشارات آیلار، ۱۳۹۸.
مشخصات ظاهری	: ۲۵۶ ص: مصور، جدول، نمودار.
شابک	: 978-600-198-128-9
وضعیت فهرست نویسی	: فیپا
موضوع	: بورس -- جنبه‌های روان‌شناسی -- سرمایه‌گذاری
موضوع	: Stock exchanges -- Psychological aspects
موضوع	: بازار سرمایه -- جنبه‌های اخلاقی
موضوع	: Investments -- market -- Moral and ethical aspects Capital
شناسه افزوده	: سلیمانی بشلی، علی، ۱۳۵۷ -
رده بندی کنگره	: HG۴۵۵۱
رده بندی دیویی	: ۳۳۲/۶۴۲
شماره کتابشناسی ملی	: ۵۷۳۷۵۶۶

نام کتاب	: رفتارشناسی مالی
مؤلفین	: علیرضا عاطفی فر - علی سلیمانی بشلی
ناشر	: آیلار
لیتوگرافی	: طیف نگار
چاپ	: دیبا - طنین
نوبت چاپ	: اول - ۱۳۹۸
تیراژ	: ۵۰۰ نسخه
قیمت	: ۵۰۰۰۰ تومان

دفتر مرکزی کتاب آیلار
 انقلاب - خیابان شهید منیری جاوید (اردیبهشت) - خیابان شهدای ژاندارمری شرقی - شماره ۱۴۶
 (ساختمان آیلار)
فروشگاه شماره ۱ (کتاب آیلار)
 انقلاب - روبروی دبیرخانه دانشگاه تهران - بازارچه کتاب
فروشگاه شماره ۲ (کتاب آیلار)
 کریمخان زند - مابین ایرانشهر و خردمند جنوبی - شماره ۱۳۲
 تلفن: ۰۱۲۵۵-۶۶۴۰ - دورنگار: ۴۹۴۴۳۱
 تلفن: ۰۱۱۸۶۵-۶۶۴۱۱۸۶۵ - ۴۹۴۴۳۳
 تلفن: ۰۱-۳۱۹۷۴۰

این اثر مشمول قانون حمایت از حقوق مؤلفان، مصنفان و هنرمندان مصوب ۱۳۴۸ است، هر کس تمام یا قسمتی از اثر را بدون اجازه ناشر، نشر یا پخش یا الکترونیک عرضه کند تحت پیگرد قانونی قرار خواهد گرفت.

فهرست مطالب

۹.....	پیشگفتار
۱۳.....	فصل اول : نظریه نوین مالی و مالی رفتاری
۱۴.....	مقدمه
۱۸.....	فرضیه بازار
۲۳.....	بیش واکنشی و کم واکنشی
۲۴.....	قیمت سهام در مقابل ارزش سهام
۲۶.....	آربیتراژ، مالی رفتاری و کاربری بازار
۳۰.....	سرمایه گذاران منطقی در مقابل سرمایه گذاران عادی
۳۱.....	نقدهای وارد بر فرضیه بازار
۳۲.....	چالش بین تئوری اقتصاد نئوکلاسیک و مالی رفتاری
۳۴.....	حجم مبادلات
۳۴.....	نوسان در بازار سرمایه
۳۴.....	سود سهام
۳۴.....	معمای صرف سهام
۳۵.....	قابلیت پیش بینی
۳۵.....	کاربرد مالی رفتاری در فهم رفتار سرمایه گذاران
۳۵.....	متنوع سازی ناکافی
۳۶.....	متنوع سازی با استفاده از قواعد سرانگشتی
۳۶.....	حجم بالای معادلات
۳۷.....	کمبود اطلاعات
۳۸.....	بررسی چند رفتار هیجانی
۴۰.....	نظریه دورنما
۴۴.....	نقد نظریه نوین مالی و مالی رفتاری
۴۸.....	انتقادات به مالی رفتاری
۴۹.....	نظریه آنتروپی اطلاعات
۵۰.....	رابطه نظریه آنتروپی اطلاعات با مالی رفتاری

۵۱.....	سوگیری‌های رفتاری
۵۲.....	منابع سوگیری‌های رفتاری
۵۲.....	سیستم‌های طبقه‌بندی سوگیری‌ها
۵۶.....	روش‌های ریاضی جایگزین در مالی رفتاری
۵۷.....	شکوفای شدن مالی رفتاری
۵۸.....	سوگیری‌های رفتاری در انواع سرمایه‌گذاران
۵۹.....	سوگیری‌های رفتاری در سرمایه‌گذاران تغییرگریز
۶۰.....	سوگیری‌های رفتاری در سرمایه‌گذاران دنباله‌رو
۶۲.....	سوگیری‌های رفتاری در سرمایه‌گذاران مستقل
۶۳.....	سوگیری‌های رفتاری در سرمایه‌گذاران انباشتگر
۶۵.....	هوش معنوی
۶۶.....	مقایسه هوش معنوی با هوش معارف
۶۷.....	تعاریف هوش معنوی
۶۷.....	هوش معنوی و توشه‌های رفتاری
۶۸.....	مالی عصبی
۷۱.....	خلاصه فصل

فصل دوم: بی‌قاعدگی‌ها در بازار سرمایه

۷۴.....	مقدمه
۷۶.....	بی‌قاعدگی‌ها در بازار
۷۶.....	بی‌قاعدگی‌های غیر تقویمی
۷۷.....	اثر تجزیه سهم
۷۷.....	اثر بازده سود سهام، سود نقدی هر سهم
۷۸.....	اثر سودهای شگفت‌آور
۷۸.....	اثر سهام با قیمت پایین
۷۸.....	اثر معاملات محرمانه
۷۸.....	مصیبت برنده
۷۹.....	اثر تأخیر در ارائه گزارش سودآوری
۷۹.....	اثر عرضه اولیه عمومی و عرضه عمومی ثانویه
۷۹.....	اثر واکنش بیش‌ازحد بازار

۷۹	اثر واکنش کمتر از حد بازار
۸۰	معمای ولیو لاین
۸۰	اثر شاخص
۸۰	اثر شرکت از قلم افتاده
۸۰	اثر قیمت پس از انتشار اعلامیه سود
۸۱	اثر بازگشت به میانگین طی دوره بلندمدت
۸۱	بی‌قاعدگی‌های تقویمی
۸۲	اثر چرخش سیاسی
۸۳	انتخابات در ایران و حرکت شاخص بورس
۸۵	اثر تابستان
۸۵	اثر روزهای تعطیل
۸۵	اثر روزهای آخر هفته
۸۹	اثر چرخش ماه
۸۹	اندازه هلال ماه و بازده بازار
۹۱	رالی بابانوئل
۹۲	اثر ژانویه
۹۳	عوامل مؤثر در اثرات ژانویه و دسامبر
۹۴	فرضیه انتقال ضرر مالیاتی
۹۴	فرضیه آرایش پرتفوی
۹۴	فرضیه اطلاعاتی
۹۵	فرضیه افزایش نقدینگی
۹۵	انتشار قیمت پیشنهادی خرید و قیمت پیشنهاد فروش
۹۵	سهام کوچک در مقابل سهام بزرگ
۹۶	اثر ماه‌های خاص قمری و اثر ماه رمضان
۹۷	اثر بی‌قاعدگی آب و هوا بر بازده شاخص بورس
۹۹	خلاصه فصل

فصل سوم : سوگیری‌های عاطفی ۱۰۳

۱۰۴	مقدمه
۱۰۶	عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران

۱۰۷.....	شاخص بورس
۱۰۸.....	خوش بینی یا بدبینی افراطی
۱۰۹.....	تأثیر هیجانات و احساسات بر تصمیم گیری
۱۱۳.....	سوگیری های عاطفی
۱۱۳.....	چرا بدی ها بیشتر از خوبی ها به چشم می آیند؟
۱۱۹.....	زیان گریزی و ریسک پذیری
۱۲۰.....	زیان گریزی و افسوس گریزی
۱۲۰.....	زیان گریزی اثر پول برد
۱۳۱.....	تفاوت ملا در زیان گریزی
۱۳۲.....	رفتار گله ای
۱۳۳.....	رفتار گله ای در بازار سرمایه
۱۳۵.....	رفتار گله ای و ریسک
۱۳۵.....	پیروی از روند
۱۳۵.....	نبود تلاش کاری
۱۳۵.....	منابع اطلاعاتی استفاده شده
۱۳۶.....	افق زمانی پیش بینی
۱۳۶.....	استراتژی های تصمیم گیری
۱۳۶.....	علل تشکیل رفتار گله ای
۱۳۸.....	سوگیری خوش بینی
۱۳۰.....	روش تشخیص سوگیری خوش بینی
۱۳۰.....	بررسی سوگیری های رفتاری در مذاکرات هسته ای
۱۳۴.....	سوگیری افسوس گریزی
۱۳۶.....	افسوس گریزی در بازار اوراق بهادار
۱۴۲.....	انواع افسوس گریزی
۱۴۳.....	اجتناب از اقدام، اجتناب از تغییر
۱۴۴.....	شکل گیری سوگیری حفظ وضع موجود
۱۴۷.....	روش تشخیص سوگیری حفظ وضع موجود
۱۴۷.....	سوگیری کوتاه نگری
۱۴۹.....	سوگیری اثر برخورداری
۱۵۰.....	اثر برخورداری در زمان عرضه اولیه سهام
۱۵۲.....	تئوری حساب های مرتبط با مرجع

۱۵۴	اثر مارگزیدگی
۱۵۵	خلاصه فصل
۱۵۷	فصل چهارم : سوگیری‌های شناختی
۱۵۸	مقدمه
۱۵۹	ناهماهنگی شناختی
۱۶۰	فرایند تصمیم‌گیری و تئوری ناهماهنگی شناختی
۱۶۱	کاربردهای تئوری ناهماهنگی شناختی
۱۶۱	معامله‌گران و سوگیری ناهماهنگی شناختی
۱۶۳	سوگیری گذشته‌نگر
۱۶۵	سطوح سوگیری گذشته‌نگر
۱۶۸	مدل حسگری و سوگیری گذشته‌نگر
۱۷۰	من بهتر می‌فهمم
۱۷۳	مغالطه شش‌اول‌بند تگزاس
۱۷۶	معامله‌گران و سوگیری باورگرایی
۱۷۸	سوگیری نماگری
۱۷۹	معامله‌گران و سوگیری نماگری
۱۸۱	سوگیری ابهام‌گریزی
۱۸۲	سوگیری توان‌پنداری
۱۸۲	کاربرد عملی توان‌پنداری
۱۸۳	توان‌پنداری و بازار سرمایه
۱۸۴	سوگیری خوداسنادی
۱۸۶	خوداسنادی و بیش‌اطمینانی
۱۸۷	خوداسنادی در سرمایه‌گذاران
۱۸۹	سوگیری دسترسی به اطلاعات
۱۸۹	سوگیری دسترسی‌پذیری
۱۹۱	قابلیت بازیابی
۱۹۲	طبقه‌بندی
۱۹۲	طیف محدود تجربیات
۱۹۳	هم‌آوایی

سوگیری قابلیت یادآوری	۱۹۵
پرهیز از سوگیری قابلیت یادآوری	۱۹۶
سوگیری حسابداری ذهنی	۲۰۰
حسابداری ذهنی، مطلوبیت، ارزش و معامله	۲۰۱
حسابداری ذهنی، کارت اعتباری و پرداخت‌های نقدی	۲۰۱
حسابداری ذهنی و ریزه‌خوری	۲۰۲
روش تشخیص حسابداری ذهنی	۲۰۲
سوگیری پذیرداری	۲۰۹
دیرپذیری و بازیگران بازار مالی	۲۱۰
دیرپذیری و کمواکنشی	۲۱۰
آیا دیروز دوباره امروز و آنجا هم تکرار میشود؟	۲۱۱
آیا ما به همان اندازه به تصمیمات خود اطمینان داریم؟	۲۱۳
روند علی در بیش اطمینانی	۲۱۵
مقایسه مردان و زنان	۲۱۶
توالی معاملاتی در سوگیری اطمینان بیشتر از حد	۲۱۸
فراافکنی در سوگیری اطمینان بیش از حد	۲۱۹
سوگیری همانندگرایی	۲۲۰
سوگیری چارچوب‌گذاری	۲۲۱
سوگیری توهم کنترل	۲۲۳
سوگیری توهم کنترل در بازار سرمایه	۲۲۵
اثر عدد هفت	۲۲۵
اثر لنگر انداختن	۲۳۰
روش تشخیص اثر لنگر انداختن	۲۳۶
تأثیر سوگیری‌ها بر رکود بازار سرمایه	۲۳۶
سوگیری رفتارهای مکاشفه‌ای	۲۳۸
قانون اعداد کوچک و سوگیری سفسطه‌قماربازان	۲۳۹
توهم پولی	۲۴۴
بیش واکنشی و کم واکنشی	۲۴۵
منابع	۲۵۱

پیشگفتار

مالي رفتاری پارادایمی است که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که دو مفروضه اصلی و محدودکننده پارادایم سستی شامل بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد. مالیه رفتاری دو پایه اصلی دارد؛ یکی محدودیت در آرایه‌ها که بر این اساس عنوان می‌شود سرمایه‌گذاران عقلایی به راحتی نمی‌توانند از فرصت‌های آریتر را استفاده کنند، زیرا این کار مستلزم پذیرفتن برخی ریسک‌ها است. دومین پایه مالی رفتاری، روانشناسی است که با استفاده از آن رفتار و قضاوت سرمایه‌گذاران و همچنین خطاهایی که اشخاص در هنگام قضاوت مرتکب می‌شوند، بررسی می‌شود. مالی رفتاری تلاش می‌کند ناهنجاری‌های قیمتی را از نظر سوگیری‌های رفتاری اشخاص تشریح کند و بیشتر با خود عوامل سروکار دارد و کمتر به رفتار تجمعی عوامل توجه می‌کند.

سوگیری‌های رفتاری که از منطقی بودن سرمایه‌گذاران جلوگیری می‌کند و «خطای سیستماتیک در قضاوت» نامیده می‌شوند، از ابزارهای مهم مالی رفتاری است که در توضیح رفتارهای غیرمنطقی سرمایه‌گذاران استفاده می‌شود. پژوهشگران دهه‌های اخیر سوگیری‌های رفتاری را شناسایی کرده‌اند. در جدیدترین این مطالعات بیش از پانجاه سوگیری رفتاری در مورد سرمایه‌گذاران شناسایی شده است؛ در حالی که هنوز بسیاری از تمایلات رفتاری به روشنی شناخته نشده است.

برخی نویسندگان از تمایلات رفتاری با عنوان «قواعد سرانگشتی» یاد می‌کنند؛ در حالی که برخی دیگر آنها را باورها، قضاوت‌ها و یا سلايق می‌نامند. برخی پژوهشگران سوگیری‌ها را در دو دسته شناختی و احساسی طبقه‌بندی می‌کنند که به نظر می‌رسد این طبقه‌بندی مفید باشد. تاکنون تئوری منسجمی در مورد علل سوگیری‌های رفتاری ارائه نشده

است، اما تحقیقات مالی رفتاری به جای یک تئوری جهان‌شمول، به مجموعه وسیعی از شواهد تکیه دارند که بهینه نبودن تصمیمات مالی افراد در شرایط مختلف را تأیید می‌نمایند و اگرچه به نظر می‌رسد که طبقه‌بندی سوگیری‌های رفتاری مفید باشد، اما به اندازه کاربردهای عملی رفتار سوگیرانه در موقعیت‌های واقعی افراد اهمیت ندارد.

مالی رفتاری سعی دارد پدیده‌های روانشناختی انسان در کل بازار و در سطح فردی را شناسایی کرده و از آنها بیاموزد. مالی رفتاری همانند مالی کلاسیک بر پایه‌هایی از مفروضات اساسی بنا شده است با این تفاوت که مالی کلاسیک مفروضات خود را در بستری ایده‌آل بنا کرده درحالی‌که مالی رفتاری این مفروضات را در بستری واقع‌گرایانه بنا می‌کند.

در دهه‌ی ۷۰ فرض کارآیی به عنوان مدل قابل قبولی از رفتار بازار پذیرفته شد. «فاما» نشان داد، در بازاری که هیچ کاری از معامله‌گران آگاه در آن فعالیت می‌کنند، اوراق بهادار به نحو مناسبی قیمت‌گذاری شده و همه اطلاعات موجود را منعکس می‌کند. در بازار کارآ، هیچ نوع اطلاعات یا تحلیلی به عملکرد بهتر منجر نمی‌شود. در سوی دیگر محققینی هستند که با استناد به موارد عدیده‌ای از خلاف قاعده‌ها به سواهدی علیه کارآیی بازار اشاره می‌کنند. انواع اصلی خلاف قاعده‌های بازار عبارت‌اند از: خلاف قاعده بنیادی، خلاف قاعده تکنیکی و خلاف قاعده تقویمی. بی‌نظمی‌های مرتبط با ارزیابی سود و زیان و عملکرد یک سهم را خلاف قاعده بنیادی می‌نامند. بسیاری از این موضوع آگاهی ندارند که سرمایه‌گذاری در سهام ارزشی، نسبت پایین قیمت به فروش، نسبت پایین قیمت به سود هر سهم و سهام نسبت سود تقسیمی بالاتر یکی از اثربخش‌ترین روش‌های سرمایه‌گذاری، یک خلاف قاعده بنیادی است. چالش دیگری که در دنیای سرمایه‌گذاری وجود دارد، پاسخ این پرسش است که آیا قیمت‌های تاریخی اوراق بهادار را می‌توان در پیش‌بینی آتی قیمت مورد استفاده قرار داد؟ تحلیل تکنیکی به مجموعه روش‌هایی اطلاق می‌شود که سعی دارد با مطالعه رفتار قیمت‌های گذشته، قیمت‌های آتی اوراق بهادار را پیش‌بینی کند. ناسازگاری تحلیل‌های تکنیکی در مقایسه با فرضیه بازار کارآ را خلاف قاعده تکنیکی می‌نامند. استراتژی‌های رایج تحلیل تکنیکی بر اساس میانگین‌های متحرک، قدرت نسبی و سطوح حمایت و مقاومت استوار است. یکی از

رایج‌ترین خلاف قاعده‌های تقویمی اثر ژانویه است. بررسی‌های تاریخی نشان می‌دهد اغلب سهام و به‌ویژه سهام شرکت‌های کوچک در ماه ژانویه، بازده‌های غیرعادی بالایی داشته است. ملاحظه می‌شود شواهد پشتیبان هم برای نظریه بازار کارآ و هم نظریه رقیب آن وجود دارد. بدین لحاظ شاید بتوان گفت بازارها نه کاملاً کارآ و نه تماماً غیر کارآ هستند. از نظریه‌های اقتصادی نو کلاسیک این گونه استنباط می‌شود که انسان اقتصادی مدل ساده‌ای از رفتار اقتصادی انسان است که بر اصولی نظیر منفعت شخصی کامل، عقلانیت کامل و تصمیم‌گیری اقتصادی بر اساس اطلاعات کامل استوار است. انسان اقتصادی نگرش خاصی است که اقتصاددانان با درجات متفاوتی از آن حمایت می‌کنند. منتقدین انسان اقتصادی با به چالش کشیدن این سه فرض بنیادی همچنان راه تقابل را می‌پیمایند. روانشناسان معتقدند عقلانیت، تنها محرکه رفتار انسان نیست. آن‌ها معتقدند قوه درک انسان تابع احساسات اوست. رفتار انسان بیش از آنکه محصول منطق باشد از محرک‌های ذهنی نظیر ترس، عشق، نفرت، لذت و درد حاصل می‌شود. همچنین تحقیقات نشان داده است که افراد به‌طور کامل منفعت طلب نیستند. اگر این گونه نبود، وجود حس نوع دوستی معنا نداشت. باورها، دینی و مکاتب فکری که پدیده‌هایی مانند فداکاری، ایثار و ترحم به دیگران را ارزش تلقی می‌کنند، نمی‌توانست در طول قرون متمادی ماندگار باشد. افراد ممکن است در موضوعات خاصی اطلاعات نامطلوب یا تقریباً کاملی داشته باشند. اینکه فردی در هر موضوعی دانش کامل داشته باشد ممکن نیست. در دنیای سرمایه‌گذاری، موضوعات بسیاری وجود دارد که موفق‌ترین سرمایه‌گذاران نیز به همه آنها تسلط ندارند.

با وجود کارآیی بازار، عقلانیت افراد به‌ندرت در منطقه سیاه یا سفید شکل می‌گیرد، بلکه مدل‌سازی واقعی در یک طیف خاکستری رنگ شکل می‌گیرد. زمانی که مالی رفتاری در بین فعالان بازار توسعه یابد، سرمایه‌گذاران مزایای آن را خواهند دید و آنگاه انتظار می‌رود در یک نحوه تأثیر ابعاد روانشناختی سرمایه‌گذار بر پیامدهای سرمایه‌گذاری، بیش‌های جدیدی فراهم سازد. مشاوران مدیریت دارایی از راه‌های مختلفی برای اندازه‌گیری موفقیتشان، استفاده می‌کنند. برخی معیارهای پیشنهادی شامل درک مناسب اهداف مالی سرمایه‌گذار، ایجاد و

حفظ نگرش باثبات در ارائه مشاوره، برآورده ساختن انتظارات سرمایه گذار و بهره‌مندی متقابل طرفین از رابطه مشورتی است. مشاور می‌تواند با نفوذ در ذهن مشتری و درک جامع انگیزه‌ها، خواست‌ها و نگرانی‌های وی، به مشتری در درک بهتر چگونگی طراحی پرتفوی کمک کند.

با افزایش روزافزون حضور شرکت‌های مختلف در بازار سهام سرمایه‌گذاران با گزینه‌های متفاوتی برای سرمایه‌گذاری مواجه می‌شوند که کار را برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسب مشکل و پیچیده کرده است. به همین دلیل لزوم بررسی این سوگیری‌های رفتاری در میان سرمایه‌گذاران در بازار سهام احساس می‌گردد. مالی رفتاری کمک می‌کند تا با فرمول کردن مدل‌های رفتاری، بهتر بتوانیم بازار سرمایه خود را شناخته و در رفع برخی تنگناهای ناشی از الگوهای رفتاری بهتر عمل کنیم. این کتاب به بررسی و تبیین مقایسه‌ای عوامل رفتاری در سرمایه‌گذاران بازار سهام پرداخته و هدف آن یاری رساندن به سرمایه‌گذاران و کارشناسان مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری در زمینه اتخاذ تصمیمات صحیح سرمایه‌گذاری از طریق آگاهی دادن به آنها نسبت به این عوامل رفتاری است.

مؤلفین

تابستان ۱۳۹۸