

اقتصاد رفتاری

فراسوی ترس و طمع

درک مالی رفتاری و روان‌شناسی سرمایه‌گذاری

هرش شفرین

ترجمه مهدی ملک‌پور



انتشارات
دنیای اقتصاد

سرشناسه: شفرین، هرش، ۱۹۴۸-م. / Shefrin, Hersh, ۱۹۴۸- / عنوان و نام پدیدآور: فراسوی ترس و طمع
 : درک مالی و روان‌شناسی سرمایه‌گذاری / هرش شفرین؛ ترجمه مهدی ملک‌پور. / مشخصات نشر: تهران:
 انتشارات دنیای اقتصاد، ۱۳۹۸. / مشخصات ظاهری: ۵۶۲ص. / شابک: ۹۶۷-۰۴۹۷-۶۰۰-۹۷۸ / وضعیت
 فهرست نویسی: فیفا / یادداشت: عنوان اصلی: Beyond greed and fear: understanding behavioral fi-
 nance and the psychology of investing / یادداشت: بالای عنوان: اقتصاد رفتاری. / موضوع: سرمایه‌گذاری
 --- جنبه‌های روان‌شناسی / موضوع: Investments - Psychological aspects / موضوع: بورس --- جنبه‌های
 روان‌شناسی / موضوع: Stock exchanges - Psychological aspects / موضوع: امور مالی --- جنبه‌های
 روان‌شناسی / موضوع: Finance - Psychological aspects / شناسه افزوده: ملک‌پور، مهدی، ۱۳۶۶ -
 مترجم / رده‌بندی کنگره: ۱۵/۵۱۵HG۴۵ / رده‌بندی دیویی: ۱۹/۶۰۳۳۲ / شماره کتابشناسی ملی: ۵۹۱۰۶۸۶

فراسوی ترس و طمع / درک مالی رفتاری و روان‌شناسی سرمایه‌گذاری / ناشر: انتشارات دنیای اقتصاد /
 مولف: هرش شفرین / مترجم: مهدی ملک‌پور / مدیر هنری: حسن کریم‌زاده / طراح جلد: حسن کریم‌زاده /
 صفحه‌آرا: مریم فتاحی / مدیر تولید: انوشه صادقی آزاد / توبت چاپ: اول-۱۳۹۹ / شمارگان: ۵۰۰ نسخه /
 شابک: ۹۶۷-۰۶۷-۴۹۷-۶۰۰-۹۷۸ / چاپ: پردیس / تمام حقوق این اثر محفوظ و متعلق به نشر دنیای اقتصاد
 است / نشانی فروشگاه و انتشارات: تهران، خیابان قائم‌مقام فراهانی، ضلع شمال غربی میدان شعاع، شماره ۱۰۸ /
 تلفن: ۸۷۷۶۲۷۴۷ / پست الکترونیک: book@den.ir / پایگاه اینترنتی: book.den.ir

حمله و رسته رهساز

روایت هیلمن رسلنشن‌ها و رولتق رهاله

زیربنا رسته

روایت هیلمن رسته



سازمان
مطالعات

پیش‌گفتار	۱۳
مالی رفتاری: پیام کلیدی	۱۶
فروپاشی حباب: به‌روزرسانی	۱۸
پژوهشی جدید در زمینه مالی رفتاری	۲۹
جهت‌گیری‌های آتی	۴۹
قدردانی	۵۱
یادداشت‌های پیش‌گفتار	۵۳
بخش اول	
مالی رفتاری چیست؟	
فصل اول: مقدمه	۶۳
سه زمینه مالی	۶۴
پدیده رفتاری تا چه حد شایع است؟	۶۶
چرا مالی رفتاری برای فعالان مالی مهم است؟	۶۶
مالی رفتاری چگونه گسترش یافت؟	۶۹
واکنش مالی سنتی	۷۲
داستان‌ها و نقل‌قول‌ها	۷۴
طرح کتاب	۷۵
حرف آخر	۷۷
یادداشت‌های فصل اول	۷۸
فصل دوم: سوگیری خطای ذهنی: زمینه اول	۷۹
یک مثال گویا	۸۰
نمایندگی	۸۱
اعتماد به نفس بیش‌ازحد	۸۶
لنگراندازی و تعدیل، محافظه‌کاری	۸۸

ابهام‌گریزی	۹۰
احساس و آگاهی	۹۱
خلاصه	۹۲
یادداشت‌های فصل دوم	۹۴

فصل سوم: وابستگی به چارچوب: زمینه دوم	۹۵
زیان‌گریزی	۹۶
تصمیمات همزمان	۹۹
تصحیح خوشی	۱۰۰
جنبه‌های احساسی و آگاهی	۱۰۴
خودکنترلی	۱۰۶
افسوس	۱۰۷
توهم بول	۱۰۸
خلاصه	۱۰۹
یادداشت‌های فصل سوم	۱۱۱

فصل چهارم: بازارهای ناکارا: زمینه سوم	۱۱۳
علت و معلول	۱۱۳
اثرات ناشی از نمایندگی	۱۱۴
اثرات ناشی از محافظه‌کاری	۱۱۶
اثرات ناشی از وابستگی به چارچوب	۱۱۸
انحراف از ارزش بنیادی: کوتاه‌مدت یا بلندمدت؟	۱۲۰
اعتماد به نفس بیش‌ازحد	۱۲۴
خلاصه	۱۲۶
یادداشت‌های فصل چهارم	۱۲۸

بخش دوم

پیش‌بینی

فصل پنجم: تلاش برای پیش‌بینی بازار	۱۳۳
مغلطه قمارباز: مطالعه موردی	۱۳۳
یافته‌های کلی	۱۳۵
نتیجه؟ پیش‌بینی و عملکرد	۱۳۶
اعتماد به نفس بیش‌ازحد	۱۳۷
قمار بر روی روندها: برون‌یابی ساده‌لوحانه، لنگر انداختن و عکس‌العمل‌های کند	۱۴۲
تنوع در خطاهای ذهنی	۱۴۳
تحلیل تکنیکال در برابر تحلیل بنیادی: ره‌گیری احساس	۱۴۴
توهمانی درباره تصادفی بودن: درس‌هایی که باید از پرتاب سکه گرفت	۱۴۸
تورم	۱۵۱
خلاصه	۱۵۲
یادداشت‌های فصل پنجم	۱۵۴

فصل ششم: سفر احساسی: توهم اعتبار	۱۵۷
منطق حرکت در خلاف جهت احساس	۱۵۷
شواهدی در باب شاخص حس گاوی	۱۶۰
انکار	۱۶۱
سفر احساسی لوییس روکیسر	۱۶۲
حرف آخر؟	۱۶۴
سوگیری تایید: توهم اعتبار	۱۶۵
بیرون‌یابی ساده‌لوحانه و گاوی‌شدن‌های مضطرب	۱۶۸
احساسات چه کسی؟	۱۷۰
خلاصه	۱۷۱
یادداشت‌های فصل ششم	۱۷۲
فصل هفتم: انتخاب سهام برای غلبه بر بازار	۱۷۵
آیا توصیه‌های خانه کارگزاری بر بازار غلبه می‌کنند؟ آری، اما...	۱۷۸
وقتی تحلیلگر توصیه خود را عوض می‌کند چه اتفاقی می‌افتد؟	۱۸۱
ریسک	۱۸۳
مومنتم	۱۸۷
سبک و عملکرد	۱۸۹
نظریه‌های مبتنی بر رفتار	۱۹۲
داستان دو سهم	۱۹۴
شواهدی از فعالان و تحلیلگران	۱۹۶
بهترین سهام، بدترین سهام	۱۹۸
واکنش افراطی و تفریطی	۱۹۹
مدل سه‌عاملی	۱۹۹
تفسیر نادرست شواهد مربوط به واکنش افراطی و تفریطی	۲۰۱
افسوس و سوگیری پس‌نگری	۲۰۳
خلاصه	۲۰۴
یادداشت‌های فصل هفتم	۲۰۷
فصل هشتم: واکنش‌های همراه با سوگیری در برابر اعلامیه‌های سود	۲۰۹
مطالعه موردی: شرکت پلکسوس	۲۱۰
لغزش قیمتی پس از اطلاعیه درآمدی	۲۱۷
معامله با سوگیری رفتاری: مدیریت دارایی فولر و تیلر	۲۲۰
کدام سوگیری‌های رفتاری؟	۲۲۲
برخی نظریه‌ها	۲۲۳
خلاصه	۲۲۶
یادداشت‌های فصل هشتم	۲۲۷

بخش سوم	
سرمایه‌گذاران فردی	
فصل نهم: امید سربه‌سر شدن؛ بسط دادن ضررها	۲۳۱
مطالعه موردی ۱: سای لوپس	۲۳۱
مطالعه موردی ۲: سرمایه‌گذاران صندوق سرمایه‌گذاری استیدمن	۲۳۲
مطالعه موردی ۳: استراتژی چارلز استیدمن	۲۳۴
مطالعه موردی ۴: سرمایه‌گذاری برای پوشش هزینه تحصیل دانشگاه	۲۳۵
شیوع زیان‌گریزی	۲۴۳
خلاصه	۲۴۶
یادداشت‌های فصل نهم	۲۴۷
 فصل دهم: سیدها، هرم‌ها، احساسات و سوگیری‌ها	۲۴۹
خط زمانی احساسی	۲۵۰
سیدها، اهداف و تحمل ریسک	۲۵۳
وابستگی به چارچوب: حساب‌های ذهنی و اولویت‌ها	۲۵۸
همگرایی روش‌ها	۲۶۰
طراحی امنیت	۲۶۱
افسوس، مسئولیت و توصیه‌گران مالی	۲۶۳
سوگیری ناشی از خطای ذهنی و انتخاب سید	۲۶۷
خوش‌بینی	۲۶۸
اعتماد به نفس بیش‌ازحد: ممانعت بیش‌ازحد	۲۶۹
انقلاب آنلاین	۲۷۰
شکست در تنوع‌بخشی	۲۷۲
تنوع‌بخشی ساده‌لوحانه	۲۷۴
سوگیری خانه: آشنا بودن همیشه موجب خواری نمی‌شود	۲۷۵
خلاصه	۲۷۶
یادداشت‌های فصل دهم	۲۷۷
 فصل یازدهم: پس‌انداز بازنشستگی: کوتاه‌بینی و خودکنترلی	۲۷۹
مطالعه موردی: نزدیک‌بینی و مواجهه با مسیر بازنشستگی	۲۸۰
خودکنترلی: مواجهه با فریب‌ها در مسیر بازنشستگی	۲۸۲
حساب ذهنی: پس‌انداز در طول مسیر بازنشستگی	۲۸۴
زیان‌گریزی نزدیک‌بین: ریسک‌پذیری در طول مسیر بازنشستگی	۲۸۸
میانگین‌گیری دلار-هزینه: اقدامات محتاطانه در مسیر بازنشستگی	۲۹۲
سودهای تقسیمی: نگهداری از تخم‌مرغ‌های بازنشستگی	۲۹۷
خرج کردن در دوران بازنشستگی: چقدر آسان است؟	۲۹۹
خلاصه	۳۰۳
یادداشت‌های فصل یازدهم	۳۰۵

بخش چهارم	
سرمایه‌گذاران نهادی	
فصل دوازدهم: صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه متغیر: چارچوب‌بندی اشتباه، «دستان داغ» و بازی‌های ابهام	۳۰۹
مطالعه موردی: سابقه پیتر لینچ در ماگلان	۳۱۰
برخی قوانین شانس	۳۱۳
پیش‌بینی‌های سوگیری‌شده بر مبنای سوابق عملکردی	۳۱۵
نمایندگی	۳۱۸
آیا پیتر لینچ صرفاً خوش‌شانس بود؟	۳۱۹
آیا برنده‌ها عملکرد خود را تکرار می‌کنند؟	۳۲۱
ریسک و رتبه‌بندی‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک	۳۲۵
بازی‌های ابهام	۳۲۶
خلاصه	۳۳۳
یادداشت‌های فصل دوازدهم	۳۳۴
فصل سیزدهم: صندوق‌های سرمایه‌گذاری با سرمایه ثابت: چه چیزی باعث تنزیل می‌شود؟	۳۳۵
مطالعه موردی: صندوق‌های اوراق قرضه سرمایه ثابت نووین	۳۳۶
پدیده‌ای عمومی: معمای چهاربخشی	۳۴۱
آیا یادگیری وجود دارد؟	۳۴۶
احساسات	۳۴۸
صندوق‌های کشوری	۳۵۰
معماهای بیشتر	۳۵۶
خلاصه	۳۵۹
یادداشت‌های فصل سیزدهم	۳۶۰
فصل چهاردهم: اوراق بهادار درآمد ثابت: معیار کاملی از پدیده رفتاری	۳۶۱
مطالعه موردی: ورشکستگی شهرداری آرنج‌کانتی: آماده‌سازی صحنه	۳۶۲
اعتماد به نفس بیش‌ازحد و مغلطه قمارباز	۳۶۶
اعتماد به نفس بیش‌ازحد و سوگیری پس‌نگری	۳۶۸
وابستگی به چارچوب: نقاط مرجع و هرم‌های لایه‌بندی‌شده	۳۷۰
پیش‌بینی‌ها و توهم اعتبار	۳۷۲
محافظة کاری و زیان‌گریزی	۳۷۳
افسوس، سوگیری پس‌نگری و خطای تایید	۳۷۶
فرضیه انتظارات منحنی بازدهی	۳۷۹
انتظارات تورمی و منحنی بازدهی	۳۸۴
تکمیل چرخه	۳۸۷
خلاصه	۳۸۸
یادداشت‌های فصل چهاردهم	۳۹۰

فصل پانزدهم: صنعت مدیریت پول: تاثیر چارچوب بندی، «تنوع بخشی» سبک و افسوس	۳۹۱
مطالعه موردی: مدیریت موقوفه دانشگاهی	۳۹۲
موضوعات رفتاری	۳۹۵
تله موش بهتر؟	۳۹۸
یافته های کلی	۳۹۹
افسوس و مسئولیت پذیری	۴۰۲
خلاصه	۴۰۵
یادداشت های فصل پانزدهم	۴۰۷

بخش پنجم

رابط بین مالی شرکتی و سرمایه گذاری	
فصل شانزدهم: تملک های شرکتی و نفرین برنده	۴۱۱
مطالعه موردی: AT&T برای NCR	۴۱۲
مبنای رفتاری نفرین برنده	۴۱۴
قانون فاخر اضافه پرداخت	۴۱۶
جوجه ها برای سوخاری شدن به خانه می روند	۴۱۸
میراث رابرت آلن	۴۲۰
تملک های شرکتی و نفرین برنده: مورد کلی	۴۲۱
عرضه اولیه های جزئی (ECO)	۴۲۵
سوگیری های عام	۴۲۶
خلاصه	۴۲۷
یادداشت های فصل شانزدهم	۴۲۹

فصل هفدهم: عرضه های اولیه عمومی: قیمت گذاری اولیه پایین، عملکرد پایین در بلندمدت و بازارهای با عرضه داغ	۴۳۱
مطالعه موردی ۱: بوستون چیکن	۴۳۲
مطالعه موردی ۲: نت اسکپ کامیونیکیشنز (و سایر سهام اینترنتی)	۴۳۷
شواهد کلی	۴۴۳
خلاصه	۴۵۳
یادداشت های فصل هفدهم	۴۵۵

فصل هیجدهم: خوش بینی در پیش بینی درآمد و توصیه سهام تحلیلگران	۴۵۷
بازی توصیه سهام: مطالعات موردی درباره توصیه های مشکوک	۴۵۸
بازی درآمدها: خوش بینی در انتظارات تحلیلگران	۴۶۵
تلاش برای القای بدبینی پیش بینی های درآمدی تحلیلگران	۴۶۸
تشخیص سوگیری ناشی از خطای ذهنی؟	۴۷۳
آستانه های دستکاری در درآمدها	۴۷۴
خلاصه	۴۷۵
یادداشت های فصل هیجدهم	۴۷۷

بخش ششم	
اختیار معامله، آتی‌ها و بورس‌های خارجی	
فصل نوزدهم: اختیار معامله: شیوه استفاده، شیوه قیمت‌گذاری و شیوه انعکاس احساسات در آنها	۴۸۱
قرارداد اختیار خرید پوششی توسط سرمایه‌گذاران فردی	۴۸۲
قرارداد اختیار خرید پوششی توسط سرمایه‌گذاران حرفه‌ای	۴۸۶
قراردادهای اختیار سهام کارکنان	۴۸۷
رویکردی کاربردی بر نظریه قیمت‌گذاری اختیارها	۴۸۸
نوسان‌پذیری ضمنی	۴۹۰
تاثیر سقوط ۱۹۸۷ بر نوسان‌پذیری‌های ضمنی	۴۹۲
نوسان‌پذیری ضمنی به عنوان یک عامل پیش‌بینی‌کننده	۴۹۴
اختیارهای معامله روی شاخص و نوسان‌های بازار	۴۹۶
واکنش افراطی	۴۹۸
استفاده از قراردادهای اختیار خرید برای اندازه‌گیری احساسات	۵۰۰
خلاصه	۵۰۲
یادداشت‌های فصل نوزدهم	۵۰۴
فصل بیستم: آتی‌های کالا: آب پر تقال و احساسات	۵۰۵
ساختار نهادی بازار کنستانتره آب پر تقال	۵۰۶
چرا آب و هوای فلوریدا بسیار مهم است؟	۵۰۷
نوسان‌پذیری قیمت کالا	۵۰۸
مطالعه موردی ۱: جبهه سرد دسامبر ۱۹۹۷	۵۰۹
مطالعه موردی ۲: یک جولای معمولی	۵۱۳
مطالعه موردی ۳: اخبار موثق	۵۱۵
مطالعه موردی ۴: چشم‌اندازی از تالار معاملات	۵۱۶
خلاصه	۵۱۷
یادداشت‌های فصل بیستم	۵۱۸
فصل بیست و یکم: سفته‌بازی افراطی در بازارهای داخلی	۵۱۹
مطالعه موردی: بحران آسیا که در سال ۱۹۹۷ شروع شد	۵۱۹
خطای سوگیری ذهنی وام‌گیرندگان	۵۲۱
چارچوب‌بندی مبهم	۵۲۳
مورد کلی	۵۲۶
خلاصه	۵۳۲
یادداشت‌های فصل بیست و یکم	۵۳۳
یادداشت پایانی	۵۳۵
منابع	۵۳۹
قدردانی	۵۵۳

پیش‌گفتار

مالی رفتاری مطالعه چگونگی اثرگذاری روان‌شناسی بر مالی است. روان‌شناسی مبنای علائم، اهداف و محرک‌های انسانی و همچنین مبنای طیف متنوعی از سوگیری‌های انسانی است که ریشه در توهمات ادراکی، اعتماد به نفس بیش از حد، اتکای بیش از حد بر قواعد سرانگشتی و عواطف دارند. سوگیری‌ها در سرتاسر چشم‌انداز مالی وجود دارند و بر سرمایه‌گذاران فردی، سرمایه‌گذاران نهادی، تحلیلگران، استراتژیست‌ها، کارگزاران، مدیران سبدهای مالی، معامله‌گران اختیار معامله، معامله‌گران ارزها، معامله‌گران آتی (آتی‌ها)، تضمین‌کنندگان طرح‌ها، مجریان مالی و نویسندگان نقدهای مالی در رسانه‌ها اثر می‌گذارند. این کتاب درباره تشخیص تاثیر روان‌شناسی بر فرد، بر دیگران و در مقیاس بزرگ‌تر، بر محیط مالی است.

از این جهت که «فراسوی ترس و طمع» اولین کتاب جامع درباره مالی رفتاری است به خود می‌بالم. با این حال بیشترین رضایت خاطر من از این بابت است که شاهد رشد چشمگیری بوده‌ام که از اولین انتشار این کتاب در سال ۱۹۹۹ به وقوع پیوسته است.

مالی رفتاری به عنوان یک زمینه مطالعاتی در حال شکوفایی است و این شکوفایی نه فقط در محیط دانشگاهی که در آن موضوعات مالی مطالعه می‌شوند رخ می‌دهد؛ بلکه در عمل نیز که مفاهیم مالی رفته‌رفته به صورت روزمره به کار گرفته می‌شوند رخ می‌نماید. کافی است فرد یک جستجوی اینترنتی درباره

«مالی رفتاری» انجام دهد تا به دامنه گسترش این زمینه مطالعاتی پی ببرد.

مالی رفتاری در حال حاضر در همه دانشکده‌های پیشتاز مالی دانشگاه‌های ایالات متحده ارائه و تدریس می‌شود. برخی دانشگاه‌ها مانند دانشگاه منهایم [۱] آلمان موسساتی مرتبط با این زمینه ایجاد کرده‌اند. شبکه پژوهشی علوم اجتماعی [۲] یک گروه خبری جداگانه دارد که در زمینه مالی رفتاری و مالی کاربردی فعالیت می‌کنند. مقالات رفتاری در حال حاضر به صورت روزانه در تمامی گروه‌های مالی دانشگاهی برجسته ارائه می‌شوند. مقالات مرتبط با مالی رفتاری شانس کسب جایزه «بهترین مقاله» [۳] را دارند. دو مورد برجسته از این جوایز، جایزه اسمیت بریدن [۴] و جایزه ویلیام اف. شارپ [۵] هستند. جایزه اسمیت بریدن به کنت دانیل [۶]، دیوید هیرشلايفر [۷] و آوانیدار سابرامانیا [۸] برای بهترین مقاله منتشرشده در «مجله مالی» [۹] که در سال ۱۹۹۹ چاپ شد، اهدا شده است. عنوان مقاله «روان‌شناسی سرمایه‌گذار و واکنش‌های افراطی و تفریطی بازار اوراق بهادار» [۱۰] بود. همچنین میر استاتمن [۱۱] و من به خاطر مقاله «نظریه سبد رفتاری» [۱۲] برنده بورس تحصیلی ویلیام اف. شارپ در پژوهشکده مالی شدیم. این مقاله نیز در مجله تحلیل‌های مالی و کمی [۱۳] در سال ۲۰۰۰ چاپ شده بود.

مجله «مروری بر مطالعات مالی» [۱۴] و مجله «تحلیلگران مالی» [۱۵] کل موضوعات خود را به مالی رفتاری تخصیص داده‌اند. «مالی تجربی» [۱۶] نیز در حال برنامه‌ریزی یک نشریه آتی است که مجدداً مربوط به مالی رفتاری است. «کتابخانه بین‌المللی مطالعات انتقادی در اقتصاد مالی» [۱۷] خلاصه‌ای از مجموعه‌های ویرایش‌شده در حوزه‌های مختلف مالی است. این کتابخانه به عنوان قدمی در جهت اهمیت رویه‌رشد مالی رفتاری یک مجموعه سه‌جلدی را در کنار موضوعات دیگری چون مالی شرکتی، بازارهای آتی، کارآیی بازار، بازارهای بدهی، بازارهای اختیار و ریزساختار بازار به مالی رفتاری اختصاص داده است که افتخار ویرایش آن با این‌جانب بود.

چشم‌اندازهای رفتاری به‌طور روزانه در نشریات بزرگی چون وال‌استریت

ژورنال [۱۸] منتشر می‌شود. در ژانویه سال ۲۰۰۲، روزنامه نیویورک تایمز [۱۹] مطلبی درباره کارهای پژوهشی ریچارد تیلر [۲۰] منتشر کرد. تیلر یکی از چهره‌های پیش‌تاز در زمینه مالی رفتاری است. در ماه ژوئن سال ۲۰۰۱، فایننشیال تایمز [۲۱] یک بخش کامل خود را به مالی رفتاری اختصاص داد. در سال ۲۰۰۲، در تلویزیون عمومی بخش «گزارش شبانه کسب و کار» [۲۲] یک برنامه کامل را به مالی رفتاری اختصاص داد. دیوید درمن [۲۳] ستون‌نویس فوربس [۲۴] که از افراد سرشناس در زمینه مدیریت ارزش است «موسسه روان‌شناسی و بازارها» را سازمان‌دهی و در کنار آن یک مجله جدید با عنوان «مجله روان‌شناسی و بازارهای مالی» [۲۵] را راه‌اندازی کرد.

کتاب‌ها و مقالات متعدد جدیدی در زمینه عناوین رفتاری در حال تالیف هستند. اندکی پس از انتشار کتاب، دو کتاب مرتبط با موضوع رفتاری منتشر شدند که هر دو توسط رفتارگرایان پیش‌تاز نوشته شده بودند. «شور و شوق غیرمنطقی» [۲۶] که توسط رابرت شیلر [۲۷] تالیف شده است یکی از کارهای تحسین‌شده در این زمینه است و عوامل روان‌شناختی ایجادکننده حباب در بازار سهام در دهه ۱۹۹۰ را توصیف می‌کند. «بازارهای ناکارا» [۲۸] نیز که توسط آندری شلایفر [۲۹] نوشته شده است، شرحی رسمی درباره احساسات سرمایه‌گذار و تاثیر آن بر قیمت‌گذاری اوراق بهادار است.

شرکت‌های مالی بیش از پیش مفاهیم رفتاری را به کار می‌بندند. در خط مقدم شرکت‌هایی که استراتژی‌های خود را به‌طور صریح بر پایه مالی رفتاری قرار می‌دهند، مدیریت دارایی فولر و تیلر [۳۰]، مدیریت ارزش درمن [۳۱]، مدیریت دارایی‌های مارتینگل [۳۲] و مدیریت دارایی [۳۳] LSV قرار دارند. در سال‌های اخیر، فهرست شرکت‌های خدماتی مالی به کارگیرنده مالی رفتاری تا جایی رشد کرده است که شرکت‌هایی چون آمریکن اسکاندیا [۳۴]، گلدمن ساکس [۳۵]، مریل لینچ [۳۶]، نووین [۳۷]، پاناگورا [۳۸]، پوتنام [۳۹]، آلیانس کاپیتال یونیت سانفورد برنشتاین [۴۰] و ونگارد [۴۱] را نیز در خود جای داده است. یک شرکت جدید صندوق سرمایه‌گذاری به نام مارکتوکراسی [۴۲] به‌وضوح

استراتژی‌های خود را بر روی مفاهیم تشریح‌شده در فصل هشتم این کتاب قرار داد. استفاده از مفاهیم رفتاری محدود به ایالات متحده نیست. موسسات مالی اروپایی مانند بانک کی.بی.سی.[۴۳]، ای.بی. ان آمبرو[۴۴]، مدیریت دارایی جی.پی.مورگان فلمینگ[۴۵] و روبکو[۴۶] همگی صندوق‌هایی را تشکیل داده‌اند که از استراتژی‌های رفتاری استفاده می‌کنند.

مالی رفتاری: پیام کلیدی

مردم پردازش‌کنندگانی ناقص از اطلاعات هستند و به‌طور مکرر در معرض سوگیری و توهمات ادراکی قرار دارند. درسی که این کتاب در معنای عام آن می‌دهد این است که روان‌شناسی در کل چشم‌انداز مالی نفوذ می‌کند. از زمانی که این کتاب برای اولین بار منتشر شده است، متوجه شده‌ام که بیشتر مردم همچنان پیام اصلی مالی رفتاری را درست دریافت نمی‌کنند. بسیاری فکر می‌کنند که درس اصلی مالی رفتاری درباره چگونگی غلبه بر بازار است. این تصویری غلط و خطرناک است. من در صفحات پایانی فصل هفتم به‌طور ویژه به سرمایه‌گذاران هشدار داده‌ام که از مالی رفتاری برای ثروتمند شدن استفاده نکنند. در فصل اول و در صحبت پایانی خود نشان خواهم داد که اگرچه سوگیری‌های رفتاری فرصت‌های سودآوری غیرعادی برای پول‌های هوشمند ایجاد می‌کنند، این سوگیری‌ها منبع دیگری از ریسک هم ایجاد می‌کنند که ورای ریسک بنیادی بازار است. بسیاری از سرمایه‌گذاران تنها نیمه ابتدایی پیام مالی رفتاری را دریافت می‌کنند، نیمه‌ای که درباره فرصت‌های سودآوری غیرعادی است. آنها پیام نیمه دوم را که درباره ریسک مبتنی بر احساس، ریسکی که از سوگیری‌های روان‌شناسی ریشه می‌گیرد دریافت نمی‌کنند.

آن فرصت‌های سودآوری مازاد همراه با ریسک مازاد پند اخلاقی داستان شرکت پوشش ریسک LTCM[۴۷] است که در ادامه کتاب درباره آن توضیح داده شده است. افرادی که LTCM را مدیریت می‌کردند بسیار باهوش بودند. با

این حال، سطح وافر هوش در LTCM نتوانست مانع از فاجعه شود. اعتماد به نفس بیش از حد می تواند هوش را مغلوب سازد.

راجر لوونشتاین [۴۸] در کتاب «وقتی نابغه شکست می خورد» [۴۹] جزئیات وقایعی را که موجب زمین خوردن LTCM در سال ۱۹۹۸ شدند، تشریح می کند. معامله گران LTCM از جانب ریسک بنیادی بازار غافلگیر نشدند بلکه ریسک اصلی از سوی ریسک مبتنی بر احساس بود. من در فصل پنجم کتاب تشریح کرده ام که اعتماد به نفس بیش از حد باعث می شود مردم فرجه های اعتماد بسیار باریکی انتخاب کنند و در نتیجه این افراد با اعتماد به نفس بیش از حد غافلگیری های عمده ای را تجربه کنند. لوونشتاین به ما می گوید که LTCM محاسبه کرده بود که زیان یک روزش در هیچ حالتی بیش از ۳۵ میلیون دلار نخواهد شد. در روز جمعه ۲۱ اوت ۱۹۹۸، LTCM در حدود ۵۵۵ میلیون دلار از دست داد.

شرکت LTCM بر مبنای نظریه بازار کارا تاسیس شده بود. در بازار کارا قیمت گذاری اشتباه بسیار کم رخ داده و به سرعت توسط پول هوشمندی مانند LTCM اصلاح می شود. سرمایه گذاری که اعتماد به نفس بیش از حد دارند تمایل دارند ریسک بیشتری را نسبت به افراد محتاط تقبل کنند. لوونشتاین گزارش می دهد که موقعیت های معاملاتی بزرگ LTCM و به طور ویژه استفاده سنگین آن از اهرم معاملاتی موجب فاجعه ۲۱ اوت ۱۹۹۸ شد.

یک سال قبل از سقوط LTCM، رفتارگرایان معروف آندری شلایفر [۵۰] و رابرت ویشنی [۵۱] مقاله ای را در سال ۱۹۹۷ در مجله مالی با عنوان «محدودیت های آربیتراژ» [۵۲] چاپ کرده و بیان کرده بودند که استراتژی های شرکت های پوشش ریسک مانند LTCM در برابر ریسک های با منشا سوگیری ها و احساسات سایر معامله گران آسیب پذیر هستند. شلایفر و ویشنی تاکید کرده بودند که قید و بند های ناشی از نقد شوندگی، شرکت های پوشش ریسک را مجبور خواهد کرد تا دارایی های خود را نه تنها در قیمت های کم بازده بفروشند، بلکه در کف های بازار دست به این کار بزنند. لوونشتاین می نویسد که باب

مرتون [۵۳] نسخه جدیدی از این مقاله را می‌نویسد که در آن به اظهار انزجار از اعتماد به نفس بیش از حد پرداخته است.

یکی از درس‌های مالی رفتاری این است که سرمایه‌گذاران باید خود را در برابر اعتماد به نفس بیش از حد محافظت کنند و از گستره و دامنه ریسک مبتنی بر احساس گلايه نکنند. به همین دلیل است که من در فصل هفتم کتاب بیان کرده‌ام که «فکر می‌کنم اغلب سرمایه‌گذاران بهتر است به جای تلاش برای غلبه بر بازار، تنوع خوبی از انواع اوراق بهادار و به خصوص صندوق‌هایی که بر روی شاخص‌ها سرمایه‌گذاری می‌کنند را در سبد خود بگنجانند». این توصیه من به خاطر این نیست که سرمایه‌گذاران ماهر قادر به شکست بازار نیستند، بلکه از این بابت است که فکر می‌کنم اغلب سرمایه‌گذاران درباره آسیب‌پذیری خود در برابر سوگیری‌های روان‌شناختی و هوش خود اعتماد به نفس بیش از حدی دارند و آنقدرها که خود فکر می‌کنند باهوش نیستند.

فروپاشی حباب: به‌روزرسانی

تحلیل‌های رفتاری عباراتی چون چارچوب‌بندی، شفافیت، خوش‌بینی و اعتماد به نفس بیش از حد را شامل می‌شود. روان‌شناسی علمی فراگیر است. برای اینکه منظور خود را به فرجام برسانم دوست دارم برخی از رخدادهای کلیدی تشریح‌شده در کتاب را در برابر رخدادهایی که پس از انتشار کتاب به وقوع پیوسته‌اند، به‌روزرسانی کنم. وقایعی که از آن تاریخ به بعد رخ داده‌اند شامل آزمونی غیررسمی و خارج از نمونه آماری می‌شوند و توان نیروهای رفتاری در تصمیم‌گیری‌های مالی را مورد تاکید قرار می‌دهند.

کتاب «فراسوی ترس و طمع» در اگوست ۱۹۹۹ به چاپ رسید، درست در زمانی که سطح هیجان غیرمنطقی در بازار به اوج خود نزدیک شده بود. در فصل چهارم اشاره داشته‌ام که در دسامبر ۱۹۹۶، رییس فدرال رزرو، آلن گرین اسپن [۵۴] برای اولین بار اصطلاح «شور و هیجان غیرمنطقی» [۵۵] را به هنگام ارائه نطق خود درباره نگرانی وی از خوش‌بینی مفرط در بین سرمایه‌گذاران ایالات متحده

که از نظر وی منجر به یک بازار خرسی طولانی مدت که بزرگ‌ترین بازار خرسی بعد از تجربه بازار سهام ژاپن در سال ۱۹۹۰ خواهد شد، بر زبان آورد. رابرت شیلر رفتارگرا نیز اصلاح «شور و هیجان غیرمنطقی» را برای عنوان کتاب خود برگزید و به همین ترتیب عبارت «امتناع آشنا» [۵۶] را مصطلح کرد. من در این کتاب از تحلیل شیلر استفاده کرده و شرح می‌دهم که چرا بازار سهام ایالات متحده در میانه یک حباب بزرگ بوده است. شکل ۳-۴ در فصل چهارم منظور من را به تصویر می‌کشد. در زمینه سهام مربوط به فن‌آوری‌ها، در فصل دهم بیان می‌کنم که «قیمت سهام شرکت‌های اینترنتی با سوار شدن بر قدرت خیال سرمایه‌گذاران و پاره‌ای موارد خرد دیگر به سمت یک مدار حرکتی فشار داده شده است. بر طبق گزارش خدمات مالی لیپر (LAS) [۵۷]، بهترین صندوق سرمایه‌گذاری در سال ۱۹۹۸ صندوق سرمایه‌گذاری اینترنت (IF) [۵۸] بود که مدیریت آن بر عهده شرکت KAM [۵۹] قرار داشت و مدیر سرمایه‌گذاری آن نیز رایان جیکوب [۶۰] بود. در ادامه داستان این مدیر سرمایه‌گذاری نیز بررسی خواهد شد.

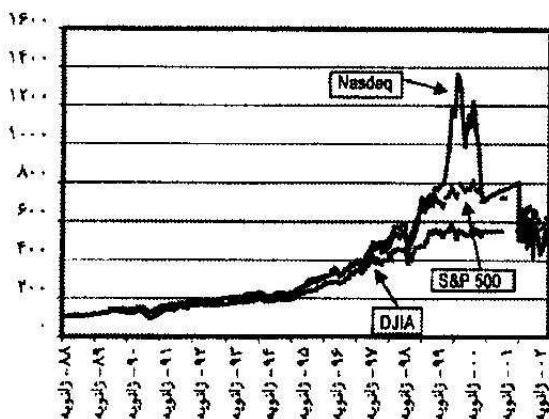
بعد از انتشار این کتاب، سهام شرکت‌های فن‌آوری رشد چشمگیری را شروع کردند. در آن زمان شاخص مرکب نزدک (NCI) [۶۱] که بیشتر شامل شرکت‌های فن‌آوری می‌شد در رقم حدودی ۲۸۰۰ بود ولی در حدود هشت ماه به سمت ۵۰۴۸ واحد پرواز کرد. این صعود ۸۰ درصدی در مقیاس سالانه معادل رشدی ۱۴۲ درصدی می‌شد.

آخر داستان چه شد؟ حباب نزدک در مارس ۲۰۰۰ ترکید. شکل زیر مسیر زمانی شاخص مرکب نزدک را همراه با شاخص‌های S&P 500 و داو جونز [۶۲] نشان می‌دهد. برای راحت‌تر شدن کار مقایسه بر روی هر کدام از این شاخص‌ها ۱۰۰ دلار سرمایه‌گذاری شد. شروع دوره سرمایه‌گذاری ژانویه ۱۹۸۸ یعنی حدوداً دو ماه پس از سقوط بازار سهام در سال ۱۹۸۷ بود. آیا در بین شرکت‌های فن‌آوری حبابی وجود داشت؟ نمودار خود گویای همه چیز است. هر سه شاخص در خارج از بازه زمانی ۱۹۹۹ تا ۲۰۰۲ تقریباً در کنار هم حرکت

می‌کنند اما در آن بازه هشت‌ماهه (اگوست ۱۹۹۹ تا مارس ۲۰۰۲) حباب سهام فن‌آوری تشکیل شده و ترکیده است.

تجربه رایان جیکوب به عنوان مدیر سرمایه‌گذاری صندوقی که در سال ۱۹۹۸ بهترین عملکرد را داشت نشان‌دهنده چگونگی رشد، تکمیل و فروپاشی این حباب است. در دسامبر ۱۹۹۹ جیکوب شرکت KAM را ترک کرد تا صندوق JI [۶۳] را تاسیس کند. در اوت ۲۰۰۰، لیبر گزارش داد که تا زمان انتشار گزارش آن، صندوق JI در حدود ۴۰ درصد ارزش خود را از دست داده است و در بین ۱۸۴ صندوق سرمایه‌گذاری فن‌آوری رتبه آخر را دارا است.

تصویر ۱



پژوهشگران همچنان تا مدت‌ها به مطالعه اواخر دهه ۱۹۹۰ ادامه خواهند داد. در اینجا دو نمونه از موضوعاتی که اخیراً در حال بررسی و پژوهش است اشاره می‌شود. موضوع اول شامل قیمت‌گذاری است. در یک مقاله کاری با عنوان «جنون دات‌کام: رشد و افول قیمت‌های سهام شرکت‌های اینترنتی» [۶۴]، الی اوفک [۶۵] و متیو ریچاردسون [۶۶] نقش محدودیت‌های فروش استقراضی [۶۷] در بیش ارزش‌گذاری قیمت سهام شرکت‌های اینترنتی در دوره ژانویه ۱۹۹۸ تا

نوامبر ۲۰۰۰ را تحلیل کرده‌اند. موضوع دوم رابطه بین ارسال پیام در اینترنت و حجم معاملاتی و نوسان‌پذیری را بررسی می‌کند. ورنر آنت ویلر [۶۸] و مورای فرانک [۶۹] در دانشگاه بریتیش کلمبیا [۷۰] مقاله‌ای نوشته‌اند که عنوان آن «آیا همه صحبت‌ها فقط قیل و قال بود؟ محتوای اطلاعاتی فروم‌های پیام اینترنتی» [۷۱] است. این پژوهشگران رابطه‌ای قوی بین درجه ارسال پیام و درجه حجم معاملاتی و نوسان‌پذیری را گزارش می‌کنند. سایر مطالعات در زمینه فروم‌های اینترنتی و فعالیت‌های آنها شامل «اخبار یا قیل و قال؟ فعالیت فروم پیام اینترنتی و قیمت‌های سهام» [۷۲] نوشته رابرت تومارکین [۷۳] و رابرت وایت لو و «یاهو برای آمازون: استخراج عقاید از صحبت‌های خودمانی در بستر اینترنت» [۷۴] نوشته سانجیو داس [۷۵] و مایک چن [۷۶] می‌شود.

رخدادهای دنیای واقعی که در دنباله ترکیدن حباب رخ دادند بسیاری از نقطه‌نظرات من در این کتاب را تایید و تقویت می‌کنند. عرضه‌های اولیه عمومی (IPOs) [۷۷] بحث اصلی فصل هفدهم هستند. در پاراگراف ابتدایی آن فصل بیان کرده‌ام که: «در مورد شرکت‌های اینترنتی، ویراستار یکی از خبرگزاری‌های عرضه اولیه عمومی فعالیت‌های سرمایه‌گذاران را تحت عنوان معامله جنون دات‌کام [۷۸] مورد اشاره قرار داده است». جنون در سال ۲۰۰۰ ادامه یافت تا جایی که شرکت سامانه‌های لینوکس VA [۷۹] رکوردی جدید برای بازدهی یک‌روزه ثبت کرد و در ۹ دسامبر ۱۹۹۹ به میزان ۶۹۸ درصد رشد کرده و رکورد شرکت عرضه اولیه عمومی شده قبلی را که theglobe.com بود، شکست. یک نمونه چشمگیر در این زمینه عرضه اولیه عمومی پالم [۸۰] است؛ شرکتی که پالم پایلوت [۸۱] را می‌سازد. در مارس ۲۰۰۰، پالم از 3com جدا شد. اولین روز معاملاتی سهام پالم در ۲ مارس ۲۰۰۰ یعنی چند روز قبل از سقف حباب بود. فصل هفدهم با عنوان «عرضه‌های اولیه عمومی: قیمت‌گذاری پایین اولیه، عملکردهای ضعیف بلندمدت و بازارهای با عرضه داغ» [۸۲] آغاز می‌شود. قیمت‌گذاری پایین بلندمدت به این معنی است که قیمت عرضه اولیه نسبت به قیمت‌گذاری بازار در اولین روز معاملاتی بسیار پایین است. آیا سهام پالم

پایین‌تر از نرخ بازار قیمت‌گذاری شده بود؟ قیمت عرضه اولیه ۳۸ دلار بود. با آن قیمت پالم رکورد بالاترین سرمایه‌گذاری بازار در عرضه اولیه عمومی در بین شرکت‌های فن‌آوری در تاریخ ایالات متحده را از آن خود کرد. سرمایه‌گذاری ۲۲ میلیارد دلاری بازار بر روی سهام این شرکت آن را چهارمین شرکت فن‌آوری بزرگ کرده و در رتبه بعد از سیسکو سیستمز [۸۳]، مایکروسافت [۸۴] و اینتل [۸۵] و چهل و نهمین شرکت ارزشمند در ایالات متحده قرارداد. در ۲ مارس، قیمت پالم به ازای هر سهم ۱۶۵ دلار باز و همان روز در قیمت ۹۵ دلار بسته شد.

در ۲ مارس سال ۲۰۰۰، 3com در حدود ۹۴ درصد از سهام پالم را جمع کرده بود. نکته جالب‌توجه آن است که در پایان اولین روز معاملاتی، ارزش بازار سهام پالم از ارزش بازار سهام 3com عبور کرده و نسبت به آن ۲۵ میلیارد دلار گران‌تر بود. در یک مقاله کاری با عنوان «آیا بازار می‌تواند جمع و تفریق انجام دهد؟ قیمت‌گذاری اشتباه در شرکت‌های فن‌آوری کوچکی که از شرکت‌های بزرگ‌تر جدا می‌شوند» [۸۶]، اوون هامونت [۸۷] و ریچارد تیلر چنین نتیجه‌گیری کردند که بازار به بخشی از سهام شرکت 3com که شامل شرکت پالم نمی‌شود ارزش منفی داده است.

شرکت 3com جداسازی شرکت پالم از خود را طوری سازمان‌دهی کرده بود که هر سهامدار 3com به ازای هر یک سهم شرکت در حدود ۱٫۵ سهم پالم دریافت می‌کرد. ریچارد تیلر در توصیف این وضعیت این سوال را مطرح می‌کند که: «آیا بازار می‌تواند ضرب در یک‌ونیم را انجام دهد؟» وی اشاره کرد که می‌توان همین سوال را درباره ارزش‌گذاری‌های نسبی رویال داج [۸۸] و شل [۸۹] مطرح کرد که من در فصل اول به بحث درباره آنها پرداخته‌ام. با شرایط موجود، جریان نقدی رویال داج شش بین رویال داج و شل ترانسپورت [۹۰] تقسیم می‌شد و میزان جریان نقدی دریافتی رویال داج نسبت به شل ۱٫۵ برابر بود. با این حال ارزش‌گذاری نسبی برای رویال داج و شل به‌طور مکرر از ضریب ۱٫۵ انحراف زیادی پیدا می‌کرد.