

بازارهای ناکارا:

مقدمه ای بر مالی رفتاری

مؤلف:

آندری شلیفر

مترجمان:

حسنعلی سینایی

(دانشیار دانشگاه شهید چمران اهواز)

سید مهدی محمدی

(کارشناس ارشد مدیریت بازرگانی - مالی)

۱۳۹۵

بازارهای ناکارا: مقدمه‌ای بر مالی رفتاری

مترجمین: آقای دکتر حسنعلی سینایی و آقای سیدمهدی محمدی

اعضای شورای کمیسیون تخصصی علوم انسانی، اجتماعی و هنر: دکتر علیرضا جلیلی‌فر، دکتر سیده ناهید پوشهری، دکتر سیدعباس رضوی، دکتر غلامرضا حیدری، دکتر مهدی ضرب‌غامی، دکتر سید عزیز آرمین، دکتر نجمه حمید، دکتر مینا شمخی، دکتر محمود شکیب‌انصاری، دکتر پروین گلی‌زاده، دکتر، مهندس حسین جلودار.

ویراستار علمی: دکتر ولی خدادادی

ویراستار ادبی: دکتر محمد رضایی دشت‌ارزنه

ناشر: دانشگاه شهید چمران اهواز.

چاپ اول: ۱۳۹۵

تیراژ: ۵۰۰ نسخه

لیتوگرافی چاپ: صحافی: اداره چاپ و انتشارات دانشگاه شهید چمران اهواز.

سرشناسه	شلیفر، آندری، ۱۹۶۱ - م. Shleifer, Andrei
عنوان و نام پدیدآور	بازارهای ناکارا: مقدمه‌ای بر مالی رفتاری / نویسنده آندری شلیفر؛ مترجمان حسنعلی سینایی، سیدمهدی محمدی.
مشخصات نشر	۱. اهواز: دانشگاه شهید چمران، ۱۳۹۵.
مشخصات ظاهری	ف، ۲۳ ص.، مصور.
فروست	دانشگاه شهید چمران اهواز؛ ۷۰۲.
شابک	۹۷۸-۶۰۱-۱۵۰۳-۰۲
وضعیت فهرست نویسی	فیبا
یادداشت	عنوان اصلی: Inefficient markets : an introduction to behavioral finance , 2000.
یادداشت	کتابنامه: ص. ۰۹ - ۲۲
موضوع	امور مالی
موضوع	Finance :
موضوع	سرمایه‌گذاری
موضوع	Investments :
موضوع	سهام -- قیمت‌ها
موضوع	Stocks -- Prices :
موضوع	نظریه بازار کارآمد
موضوع	Efficient market theory :
شناسه افزوده	سینایی، حسنعلی، ۱۳۳۴ -، مترجم
شناسه افزوده	محمدی، سیدمهدی، ۱۳۶۳ -، مترجم
شناسه افزوده	دانشگاه شهید چمران اهواز
رده بندی کنگره	۱۳۹۵ ب۲ش/۴۵۱۵ HG
رده بندی دیویی	۳۳۲/۶
شماره کتابشناسی ملی	۴۴۵۰۲۲۷

محل های فروش کتاب

اهواز: گلستان - شهر دانشگاهی - کتابفروشی دانشگاه شهید چمران اهواز.

تلفاکس: ۰۶۱-۳۳۳۳۱۰۷۲

تهران: خ. کارگر شمالی، خ. نصرت، خ. دکتر قریب نرسیده به خ. فرصت، پلاک ۱۱ - مؤسسه کتابیران

تلفن: ۰۲۱-۶۶۴۱۴۴۷۴

قیمت: ریال

کلیه حقوق برای ناشر محفوظ است.

اینجانب مطالعه در مورد کارایی بازارهای مالی را در اواسط دهه ۱۹۸۰ وقتی دانشجوی کارشناسی ارشد بودم شروع کردم. در آن زمان تنها تعداد معدودی مقالات دانشگاهی در مورد مالی رفتاری وجود داشت که به وسیله ی افرادی مثل رابرت شیلر، لاری سامرز و ریچارد تالر^۱ نوشته شده بود. این موضوع به وسیله ی اقتصاد دانان مالی به طور خاص، زیاد مورد بررسی و کنکاش قرار نگرفته بود. با این وجود، حوزه مالی رفتاری برای من بسیار جالب به نظر می رسید. در دوره کارشناسی ارشد، مقاله ای در مورد سهام های موجود در شاخص S&P500 نوشتم. به همراه براد دی لانگ^۲، لاری سامرز و رابرت والدمن^۳ شروع به انجام یک سری مطالعات نظری نمودم. در دهه ۱۹۸۰ پژوهش های زیادی در حوزه مالی رفتاری انجام گرفت. در زمانی که من در رشته راسل سیج^۴ را در سال ۱۹۹۲ اداره می کردم مایل به نوشتن کتابی در آن حوزه بودم که تحلیلی بر آن نکرده. از طرفی خوب شد به این دلیل که از آن زمانی که ذکر شد تا به حال تحقیقات زیادی در این زمینه انجام شده است. با این حال بسیار خرسندم و از مؤسسه راسل سیج تقدیر و تشکر می نمایم که به من امکان نوشتن آن را فراهم نمود.

از دهه ۹۰ تا به حال با کمک جوزف لاکونیشوک^۵ و رابرت ویشنی^۶ بر روی چندین پروژه کار کرده ام افرادی که در بسیاری از مواقع خود را وقف مباحث و مسائلی کردند که در این کتاب ارائه شده است. همچنین نکات زیادی در مورد اربیت از از گیب ساین شاین و نانسی زایمرمن^۶ آموختم کسانی که به من در تحلیل مسائل مربوط به یک تجربه ی از بازارها کمک نمودند. تقاضا و دعوت نامه برای برگزاری جلسات سخنرانی آسان تر است در بهترین زمان اتفاق افتاد و به من اجازه داد تا این کتاب را بنویسم. اکنون در حال اتمام آن در دوره های

1 Robert Shiller, Larry Summers & Richard Thaler

2 Brad de long

3 Robert waldmann

4 Russell Sage

5 Josef Lakonishok & Robert Vishney

6 Gabe Sunshine & Nancy Zimmerman

فرصت مطالعاتی ام در مؤسسه فناوری ماساچوست هفتم، که این سخنرانی ها مرا به ارائه فصولی در مورد سخنرانی های دوره ای وی ترغیب نمود.

اکثر فصول حاصل تحقیقات مشترک با برخی از همکارانم است. فصل دو، مبحث ریسک معامله گر اختلال زا در بازارهای مالی با براد دی لانگ، لارنس سامرز و رابرت والدمن نوشته شد که در سال ۱۹۹۰ در مجله اقتصاد سیاسی به چاپ رسید. فصل سه بر اساس موضوع احساس سرمایه گذار و معمای صندوق های سرمایه گذاری با سرمایه ثابت با همکاری چالز لی و ریچارد تالر نوشته شد و در سال ۱۹۹۱ در مجله فاینانس به چاپ رسید. در فصل چهار نیز اکثر مطالب کرایشی زیادی به محدودیت در آربیتراژ دارد و به همراه همکارم رابرت ویشنی نوشته شد و در سال ۱۹۹۷ در مجله فاینانس چاپ شد. فصل پنج موضوع مدل احساس سرمایه گذار را دنبال می کند که با همکاری نیکلاس باربریس^۱ و رابرت ویشنی تألیف شده است و در سال ۱۹۹۰ در مجله اقتصاد مالی چاپ شد. فصل شش که در مورد مسائل راهبردهای سرمایه گذاری، بازخورد مثبت و قمار بازی عقلایی است به همراه براد دی لانگ، لاورنس سامرز و رابرت والدمن نوشته شد و در سال ۱۹۹۰ در مجله فاینانس چاپ شد. در حالی که بنده برداشت های من از این مقالات ذکر شده استفاده کردم به فصول به گونه ای منطقی و آزادانه مطالبی را اضافه یا کم کرده ام. بنده از تمامی همکارانم به خاطر همکاریشان در طی سالیان دراز قدردانی می نمایم.

همچنین بنده افتخار این را داشتم که نظریات و پیشنهادهایی در مورد این کتاب از نیکلاس باربریس، اولیور بلانچارد، جان کمبل، ادوارد گلیسر، پاول گاربر، اوایر هارت، سیمون جانسون، دانیل کانمن، دیوید لایسون، رافائل راپورتا، فلور نسیو لویز، سیلاز، آنزو متریک سندھیل، مولیناتان مایکل رایش، لارنس سامرز، ریچارد تالر، دانیل ولفزون، و جف ورگلر دریافت کنم. نظریات و پیشنهادات آنها تأثیر بسزایی در نسخه نهایی کتاب داشت. همچنین به افرادی همچون نیکلاس باربریس و دیوید لایسون در نوشتن این کتاب بسیار مدیون هستم. از خانم کلر مک لین که جهت تهیه فهرست اعلام تشکر می کنم.

بنده به دو نفر یعنی لاری سامرز و نانسی زیمرمن در این راه بسیار مدیونم. لاری به من کمک کرد که در ابتدا از نظر یک اقتصاددان به مسائل بنگرم و در نهایت مرا با مباحث رفتاری مالی آشنا کرد. او از طرق مختلف برای من الگو بود و همچنین دیدگاه نانسی در مورد بازارهای مالی قابل تحسین است، این کتاب به وی تقدیم می شود.

آندری شلیفر

www.ketab.ir

کارآمدی نظام مالی یک کشور بر کارآمدی سیستم اقتصادی و رشد اقتصادی تأثیر بسزایی دارد و بازار سرمایه به عنوان زیر مجموعه‌ای از نظام مالی دارای جایگاه ویژه‌ای است، زیرا نقش قابل توجهی در رابطه با جذب، هدایت و تخصیص منابع مالی موجود در جامعه به سمت سرمایه‌گذاری در امر تولید و اشتغال برعهده دارد. همچنین سرمایه‌گذاری در یک بازار مالی به تصمیم و رفتار سرمایه‌گذاران وابسته است. مطالعات گسترده سالهای گذشته نشان می‌دهد که تصمیمات سرمایه‌گذاران تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و به تعبیری دیگر صرفاً عقلایی نبوده بلکه متغیرهای رفتاری و احساسی و خطاهای ذهنی و شناختی نیز بر تصمیم‌گیری و عملکرد سرمایه‌گذاران و بخصوص سرمایه‌گذاران فردی تأثیر قابل توجهی دارد. به عبارت دیگر این رویکرد بر خلاف نظریه‌ها و مدل‌های سنتی و برخلاف فرضیه بازار کارکرد در امر برای احساسات انسانی و خطاهای شناختی در تصمیم‌گیری‌ها جایگاهی در نظر گرفته نمی‌شود، قائل به شناسایی متغیرهای رفتاری و روانی مرتبط با تصمیم‌گیری و تأثیر آنها بر عملکرد سرمایه‌گذاران است. این رویکرد که منجر به ایجاد جریانی در مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری شد، با عنوان مالی رفتاری شهرت یافته است. ترجمه کتاب حاضر که نتیجه سالها تحقیقات در دسترس است در این راستا بوده و اهمیت آن در ایران از آن روست که بورس اوراق بهادار تهران اگر چه از نظر تاریخی در دهه پنجاه تأسیس شده و لیکن با فراز و نشیب‌های مختلف، امروزه مهم از نظر کارایی دارای محدودیت بوده و هم شاخص‌های آن دارای نوسانات و مشکلات است که بخش قابل توجه‌ای از آنها به آگاهی و خصوصیات و ویژگی‌های سرمایه‌گذاران مربوط است. از این رو کتاب حاضر جهت استفاده دانشجویان و دست‌اندرکاران بازار سرمایه ترجمه می‌شود و در اختیار علاقمندان قرار می‌گیرد. تا چه قبول افتد و چه در نظر آید.

حسینعلی سینایی

سید مهدی محمدی

عنوان	صفحه
-------	------

پیشگفتار	د
----------	---

پیشگفتار مترجمان	ک
------------------	---

فصل اول: آیا بازارهای مالی کارا هستند؟

۱-۱- مقدمه	۱
۱-۲- مبانی نظری فرضیه بازار کارا	۳
۱-۳- مبانی تجربی فرضیه بازار کارا	۷
۱-۴- چالش‌های نظری فرضیه بازار کارا	۱۴
۱-۵- چالش‌های تجربی فرضیه بازار کارا	۲۴
۱-۶- ساختار کتاب	۳۴

فصل دوم: ریسک معامله گر اختلال زا در بازارهای مالی

۲-۱- مقدمه	۴۱
۲-۲- معامله اختلال زا به عنوان منبع ریسک	۴۹
۲-۲-۱- مدل	۴۹
۲-۲-۲- تابع قیمت گذاری	۵۷

۵۹	 ۳-۲-۲-تفسیر
۶۸	 ۳-۲-بازده نسبی معامله گران اختلال زا و آریترائز گران
۵۷	 ۴-۲-ابعاد محدودیت در آریترائز
۸۵	 ۵-۲-نتیجه گیری

فصل سوم: معمای صندوق سرمایه گذاری با سرمایه ثابت

۸۷	 ۱-۳-مدل
۹۳	 ۲-۳-توضیح استاندارد معمای صندوق های سرمایه گذاری با سرمایه ثابت
۹۳	 ۱-۲-۳-هزینه های نمایندگی
۹۴	 ۲-۲-۳-عدم نقدشوندگی دارایی ها
۹۶	 ۳-۲-۳-بدهی های مالیاتی سود سرمایه ای
۹۹	 ۳-۳-احساس سرمایه گذار
۹۹	 ۱-۳-۳-مدل کاربردی برای صندوق های سرمایه گذاری با سرمایه ی ثابت
۱۰۵	 ۲-۳-۳-احساس سرمایه گذار و معمای چهار بخشی
۱۰۸	 ۳-۳-۳-استنباط های اضافی
۱۱۱	 ۴-۳-توصیف داده و متغیر جهت تحلیل اساسی
۱۱۵	 ۵-۳-شواهد
۱۱۵	 ۱-۵-۳-هم حرکتی در تنزیل های صندوق های سرمایه گذاری متفاوت
۱۲۱	 ۲-۵-۳-چه موقع صندوق های سرمایه گذاری شروع به فعالیت می نمایند؟

۱۲۴	۳-۵-۳- حرکات تنزیل و بازده شرکت‌های کوچک
۱۳۶	۳-۵-۴- حرکات‌های تنزیل و بازده شرکت‌های تحت تملک افراد
۱۴۱	۳-۶- شواهد بیشتر
۱۴۴	۳-۷- نتیجه گیری
۱۴۶	۳-۸- پیوست یک

فصل چهارم: آربیتراژ صرف ای

۱۴۷	۴-۱- مقدمه
۱۵۰	۴-۲- مدل نمایندگی محدودیت در آربیتراژ
۱۶۲	۴-۳- آربیتراژ مبتنی بر عملکرد و طراحی بازار
۱۷۲	۴-۴- بحث پیرامون آربیتراژ مبتنی بر عملکرد
۱۸۱	۴-۵- پی نوشتی در مورد مدیریت سرمایه بلند مدت

فصل پنجم: مدل رفتار سرمایه گذار

۱۸۵	۵-۱- مقدمه
۱۸۹	۵-۲- شواهد
۱۸۹	۵-۲-۱- شواهد آماری فرو واکنشی
۱۹۸	۵-۲-۲- شواهد آماری فرا واکنشی

۲۰۹	۳-۵- بررسی شواهد روان‌شناختی
۲۱۳	۴-۵- توصیف غیر رسمی مدل
۲۱۹	۵-۵- مدل احساس سرمایه گذار
۲۱۹	۱-۵-۵- مدل رسمی
۲۲۵	۲-۵-۵- نتایج اصلی
۲۲۹	۳-۵-۵- برخی آزمایشات شبیه سازی
۲۳۵	۶-۵- ماسر و بحث‌های پایانی

فصل ششم: استراتژی‌های سرمایه‌گذاری مبتنی بر بازخورد مثبت

۲۳۹	۱-۶- مقدمه
۲۴۶	۲-۶- مدل
۲۴۶	۱-۲-۶- فروض
۲۵۴	۲-۲-۶- حل مدل با سیگنال فاقد اختلال
۲۵۸	۳-۲-۶- حل مدل با سیگنال آموزنده‌ی غیر کامل
۲۶۵	۳-۶- تجزیه و تحلیل حباب قیمتی
۷۲۲	۴-۶- نتیجه‌گیری

فصل هفتم: مسائل باز

- ۱-۷- مقدمه ۲۷۵
- ۲-۷- عوامل تعیین کننده قیمت اوراق بهادار کدامند؟ ۲۸۰
- ۳-۷- آیا عدم کارایی بازار اهمیت دارد؟ ۲۸۹
- ۴-۷- نقش مسئولان چیست؟ ۲۹۸
- ۵-۷- سوالات از ۳۰۵
- منابع ۳۱۱