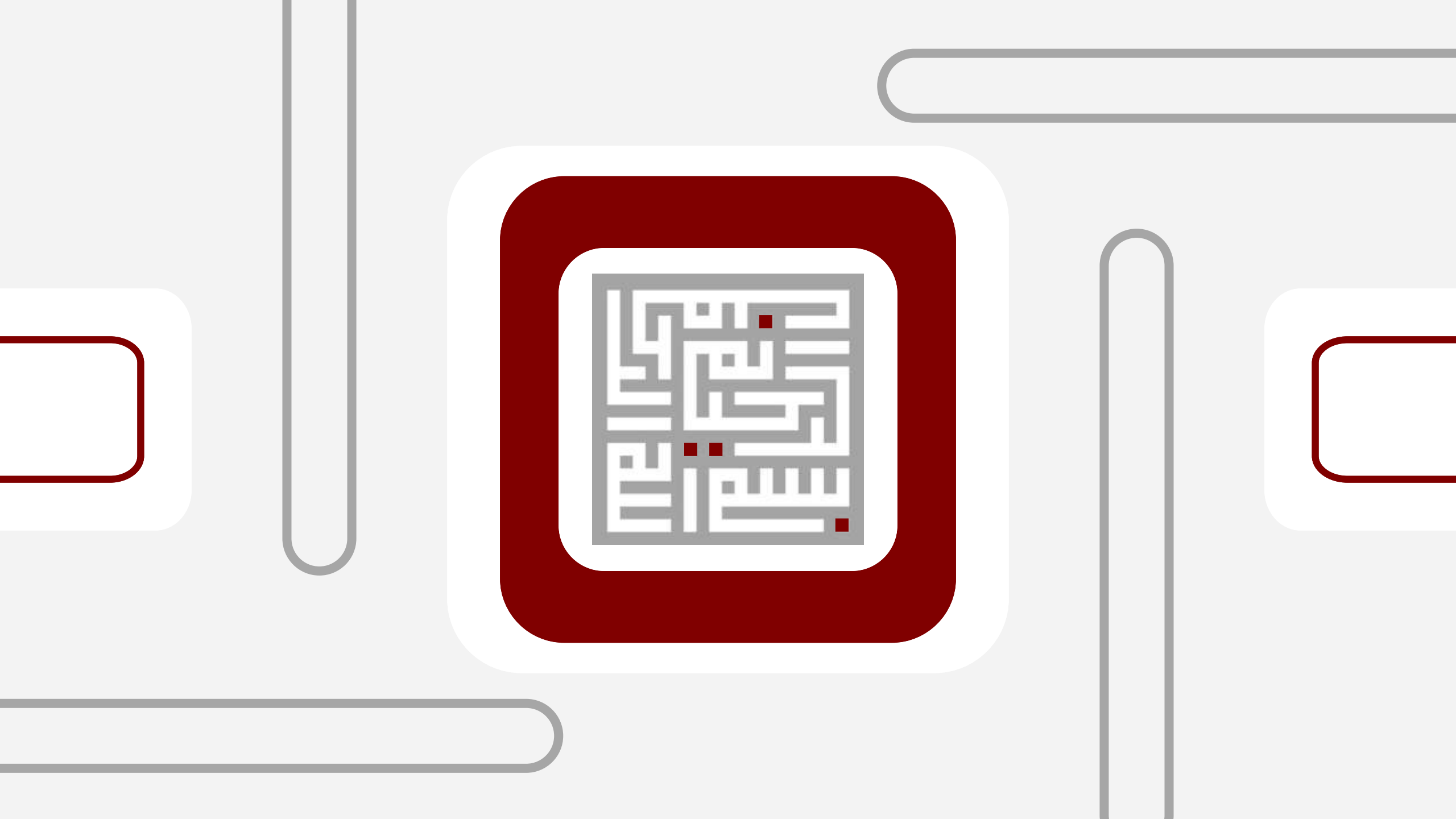


رفتار سرمایه‌گذاران در شرایط عدم قطعیت

معاونت سرمایه گذاری

آبان ماه ۱۴۰۴





➤ فهرست مطالب

- مقدمه
- زنجیره شناختی تصمیم‌گیری
- تحلیل رفتار تصمیم‌گیرندگان در شرایط عدم قطعیت بالا
- برای سرمایه‌گذاران فردی؛ «چه کار کنم که اشتباهات رایج را تکرار نکنم؟»
- جمع‌بندی
- نکاتی که شاید نمی‌دانستید



نظریه‌های مالی سنتی بر پایه‌ی فرض «سرمایه‌گذاران کاملاً عقلانی» بنا شده‌اند؛ اما در عمل، تصمیم‌های مالی انسان‌ها اغلب از منطق صرف فاصله دارند.

پژوهش‌ها نشان می‌دهد احساسات، حافظه و قضاوت‌های شهودی، بر انتخاب‌های مالی تأثیر عمیقی دارند.

مثال: فرض کنید سهام یک شرکت طی یک هفته رشد چشمگیری داشته است. بسیاری از افراد به جای بررسی دلایل این رشد، صرفاً به این دلیل که «همه در حال خرید هستند»، آن سهم را می‌خرند؛ حتی اگر قیمت فعلی منطقی نباشد. در اینجا رفتار افراد ناشی از احساسات و میان‌برهای ذهنی است، نه تحلیل دقیق و منطقی.

از همین‌جا شاخه‌ای نو به نام مالی رفتاری شکل گرفته است؛ شاخه‌ای که می‌کوشد رفتار واقعی سرمایه‌گذاران را در شرایط عدم قطعیت و نوسان بازار توضیح دهد.

این حوزه نشان می‌دهد تصمیم‌گیری مالی، حاصل پردازش ذهنی پیچیده‌ای است که از حافظه و ادراک آغاز می‌شود و تحت تأثیر محدودیت‌های شناختی قرار دارد.

به جای فرض «تصمیم‌گیرنده‌ی منطقی»، مالی رفتاری انسان را عامل یادگیرنده، احساسی و خطاپذیر می‌داند.

مدلی با عنوان «زنجیره شناختی» Cognitive Supply Chain معرفی خواهیم کرد؛ مسیری ذهنی که مغز طی می‌کند تا به یک تصمیم برسد. این مسیر چند مرحله دارد:



مغز برای تصمیم گیری سریع از میان برهای ذهنی استفاده می کند، اما این میان برها اغلب باعث شکل گیری سوگیری های شناختی می شوند. دو نمونه ی رایج از:

- **نماینندگی Representativeness**

تعمیم بیش از حد الگوهای گذشته.

مثال: اگر سهامی مدتی رشد کرده باشد، بسیاری تصور می کنند این روند ادامه دارد، تا زمانی که ناگهان سقوط کند.

- **اعتماد به نفس بیش از حد Overconfidence**

اتکا و اطمینان بیش از اندازه به قضاوت شخصی.

مثال: معامله گری که گمان می کند تحلیلش همیشه درست است، بیش از حد معامله می کند و در نهایت زیان بیشتری متحمل می شود.

فرضیه واکنش بیش‌ازحد Overreaction Hypothesis

بر اساس این فرضیه، افراد هنگام مواجهه با اخبار جدید یا احساسی، معمولاً «بیش‌ازحد واکنش نشان می‌دهند» و احساسات جای منطق را می‌گیرد.

مثال: اگر شرکت «الف» اعلام کند سودش نسبت به سال گذشته ۲۰ درصد رشد کرده، بسیاری از سرمایه‌گذاران با خوش‌بینی زیاد سهام را می‌خرند. اما پس از مدت‌ها، وقتی بازار درمی‌یابد رشد موقتی بوده است، قیمت کاهش می‌یابد. این همان واکنش بیش‌ازحد به خبر خوب است.

نتیجه‌ی پژوهش De Bondt و Thaler ۱۹۸۵:

- «برندگان دیروز» (سهامی که رشد زیادی داشته‌اند) معمولاً بعداً عملکرد ضعیف‌تری دارند.
- «بازندگان دیروز» (سهامی که افت کرده‌اند) در آینده تمایل به بازدهی بهتر دارند.

به بیان ساده، بازار گاهی بیش‌ازحد خوش‌بین یا بدبین می‌شود، اما در بلندمدت به واقعیت‌های بنیادی بازمی‌گردد؛ نشانه‌ای از این‌که بازار همیشه کاملاً کارا نیست

رفتار بر اساس نظریات اکثریت (توده‌واری)

توده‌واری یعنی تمایل انسان به تقلید از رفتار دیگران.

در بازارهای مالی، بسیاری از سرمایه‌گذاران گمان می‌کنند تصمیم اکثریت نمی‌تواند اشتباه باشد؛ بنابراین نظر خود را کنار می‌گذارند و با جمع همراه می‌شوند. این رفتار در دوره‌های پرهیجان بازار شدت می‌گیرد و گاهی باعث حباب یا سقوط ناگهانی قیمت‌ها می‌شود.

پنج عامل اقتصادی، سیاسی، عوامل روانی بازار، عوامل مالی شرکت و عوامل فردی در رفتار توده وار سرمایه‌گذاران موثر هستند و همچنین نرخ ارز، تحریم‌ها و نظر کارگزاران بیشترین تأثیر را بر رفتار توده وار سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران را دارند.

لنگراندازی (یافتن نقطه‌ی اتکا)

در این سوگیری، فرد هنگام تصمیم‌گیری بیش از حد به یک عدد یا اطلاعات اولیه تکیه می‌کند و قضاوت خود را بر اساس آن می‌سازد.

برای مثال، اگر قیمت اولیه‌ی سهمی ۵۰۰۰ تومان باشد، ذهن سرمایه‌گذار ممکن است همه تحلیل‌های بعدی را بر پایه همان عدد انجام دهد، حتی اگر شرایط بازار تغییر کرده باشد

هر دو، قضاوت منطقی را محدود کرده و می‌توانند باعث تصمیم‌های نادرست در بازار شوند.

تحلیل رفتار تصمیم‌گیرندگان در شرایط عدم قطعیت بالا

عدم قطعیت در بازارهای مالی یکی از مهم‌ترین عوامل روانی مؤثر بر رفتار سرمایه‌گذاران است. زمانی که آینده بازار مبهم باشد، احساس امنیت کاهش پیدا می‌کند و ذهن انسان تمایل دارد به جای تصمیم‌های تحلیلی، بر اساس احساسات لحظه‌ای عمل کند.

۱. استرس و اضطراب

در شرایط نامطمئن، نگرانی از آینده موجب افزایش استرس، بی‌خوابی و تصمیم‌های عجولانه می‌شود. فشار روانی بالا قدرت تحلیل منطقی را کاهش می‌دهد.

۲. سوگیری‌های شناختی

- ابهام ذهن را به سمت میان‌برهای فکری سوق می‌دهد. در این حالت سرمایه‌گذاران معمولاً:
- سوگیری تأییدی: تمایل به جست‌وجوی اطلاعاتی که باورهای قبلی فرد را تأیید کند و نادیده گرفتن داده‌های مخالف.
 - سوگیری نمایندگی: وابستگی بیش از حد به الگوهای گذشته و استفاده از آن‌ها برای پیش‌بینی آینده.
 - سوگیری وضعیت موجود: تمایل به حفظ شرایط فعلی و اجتناب از تغییر در زمان‌های پرریسک.

۳. تصمیم‌گیری احساسی

ترس و هیجان باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در اوج بخرنند و در کف بفروشند، بدون تحلیل واقعی از ارزش دارایی‌ها.

توجه در شرایط عدم قطعیت Attention under Uncertainty

در دوره‌های مبهم اقتصادی مثل بحران، تورم یا نوسان شدید سرمایه‌گذاران به جزئیات شرکت‌ها با دقت بیشتری توجه می‌کنند تا بتوانند آینده را بهتر پیش‌بینی کنند.

این افزایش توجه مفید است، اما چون ذهن ظرفیت محدودی دارد، همیشه به‌صورت انتخابی و عقلایی انجام می‌شود.

با افزایش ابهام، ارزش تحلیل اطلاعات بالا می‌رود و افراد حاضرند زمان و انرژی ذهنی بیشتری صرف کنند. اما در دوره‌هایی با اخبار زیاد، ازدحام توجه پیش می‌آید و اثر هر خبر جداگانه کاهش می‌یابد. توجه معمولاً متمرکز می‌شود بر شرکت‌هایی که:

- ریسک سیستماتیک بالاتر دارند.
- اطلاعات شفاف‌تر و جذاب‌تر منتشر می‌کنند.
- یا نوسان خاص و پتانسیل غافلگیری دارند.



مثال

در فصل اعلام سود، وقتی چند شرکت هم‌زمان گزارش می‌دهند، تمرکز بازار بیشتر روی شرکت‌های بزرگ و پرریسک است؛ بنابراین واکنش قیمت آن‌ها شدیدتر می‌شود، درحالی‌که شرکت‌های کوچک‌تر ممکن است کمتر دیده شوند.

یافته پژوهش Andrei و همکاران (۲۰۲۳)

با افزایش عدم قطعیت مثل رشد شاخص VIX، توجه سرمایه‌گذاران و شدت واکنش بازار بالا می‌رود. در نتیجه، نوسان قیمت‌ها و ریسک سیستماتیک بازار افزایش می‌یابد.

در شرایط نامطمئن، ذهن انسان برای کاهش نگرانی، دنبال اطلاعات بیشتر می‌گردد، اما چون توجه محدود است، بازار روی چند شرکت خاص متمرکز می‌شود و همین تمرکز باعث نوسانات شدیدتر می‌گردد.

برای سرمایه‌گذاران فردی؛ «چه کار کنم که اشتباهات رایج را تکرار نکنم؟»

۱. معامله‌گری زیاد، دشمن سود واقعی

هر بار که خرید و فروش می‌کنی، بخشی از سودت را به کارمزد، مالیات و لغزش قیمتی می‌بازی. یعنی حتی اگر درست پیش‌بینی کرده باشی، باز هم بخشی از سودت در مسیر از بین می‌رود.

مثال: دو نفر هر دو در سال ۲۰٪ سود ناخالص دارند؛ اما کسی که زیاد معامله کرده، آخر سال بعد از پرداخت هزینه‌ها از شاخص هم عقب می‌ماند.

راه حل:

برای خودت حداقل بازه‌ی نگهداری تعریف کن (مثلاً ۳ تا ۶ ماه). یک سقف بگذار: «در سال بیشتر از X بار پورتفوی خودم را جابه‌جا نمی‌کنم.» قبل از هر معامله، هزینه‌ی کل را حساب کن: کارمزد + مالیات + لغزش قیمتی.

هرچه کمتر ولی آگاهانه‌تر معامله کنی، بازده خالصت بیشتر می‌شود.



برای سرمایه‌گذاران فردی؛ «چه کار کنم که اشتباهات رایج را تکرار نکنم؟»

۲. حافظه‌ات کامل نیست؛ احساسات انتخاب می‌کنند

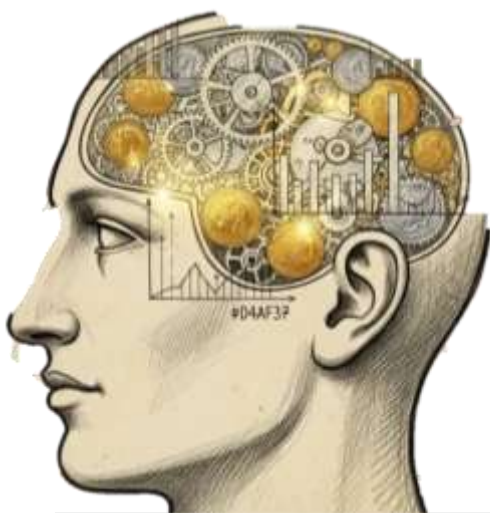
مغز فقط چیزهایی را راحت‌تر به یاد می‌آورد که احساس قوی‌تری داشته‌اند. یعنی وقتی بازار بالا می‌رود، فقط سودها یادت می‌ماند و بیش‌ازحد خوش‌بین می‌شوی؛ وقتی پایین می‌آید، ضررها یادت می‌ماند و ناامید می‌شوی.

مثال: دو خرید موفق انجام دادی و حس می‌کنی «الان دیگه بازار رو بلدم!» پس معامله‌ی بعدی را بدون بررسی می‌کنی و ضرر می‌دهی.

راه حل:

دفترچه‌ی تصمیم داشته باش؛ قبل از هر معامله بنویس: چرا می‌خواهم بخرم یا بفروشم؟ بر اساس چه داده‌ای؟ سناریوی بدبینانه چیست؟ از یک دوست منتقد یا چک‌لیست ضدسوگیری استفاده کن تا تصمیم‌هایت را قبل از اجرا مرور کنی.

نوشتن، حافظه‌ی احساسی را آرام می‌کند و تصمیم را منطقی‌تر می‌سازد.



برای سرمایه‌گذاران فردی؛ «چه کار کنم که اشتباهات رایج را تکرار نکنم؟»

۳. بیش‌واکنشی بازار، فرصت‌توست

بازار اغلب یا بیش‌ازحد خوش‌بین می‌شود یا بیش‌ازحد بدبین. وقتی همه در حال فروش هستند، معمولاً قیمت‌ها کمتر از ارزش واقعی‌اند؛ و وقتی همه در حال خریدند، قیمت‌ها بالاتر از واقعیت.

مثال: سهم‌های که محبوبیت کم‌تری دارند اما با بنیاد قوی، معمولاً در بلندمدت بازده بهتری دارند.

راه حل:

بخشی از سبدت (مثلاً ۱۰ تا ۲۰٪) را به استراتژی معکوس اختصاص بده.

سهم‌افت‌کرده اما با وضعیت بنیادی مناسب را با دید بلندمدت نگه دار.

هیجان جمعی را فرصت تحلیل خودت کن، نه دلیلی برای عجله.

گاهی صبر کردن، سودآورترین معامله است.



برای سرمایه‌گذاران فردی؛ «چه کار کنم که اشتباهات رایج را تکرار نکنم؟»



چک لیست تصمیم‌گیری سریع (قبل از هر خرید یا فروش)

قبل از معامله:

- آیا اطلاعات خاصی دارم یا فقط مثل بقیه عمل می‌کنم؟
- هزینه‌ی کل (کارمزد، مالیات، لغزش) چقدر است؟

هنگام اخبار داغ:

- آیا دارم "نمایندگی" می‌کنم؟ یعنی چون قبلاً رشد کرده، فکر می‌کنم باز هم رشد می‌کند؟
- نرخ‌های پایه و میانگین تاریخی چه می‌گویند؟

در شرایط بحرانی:

- الان بازار پرهیجان است؟ اگر بله، احتمال بیش‌واکنشی بالاست؛ عجله نکن، حجم معامله را کمتر بگیر و اجازه بده هیجان فروکش کند.

برای حافظه‌ی سوگیر:

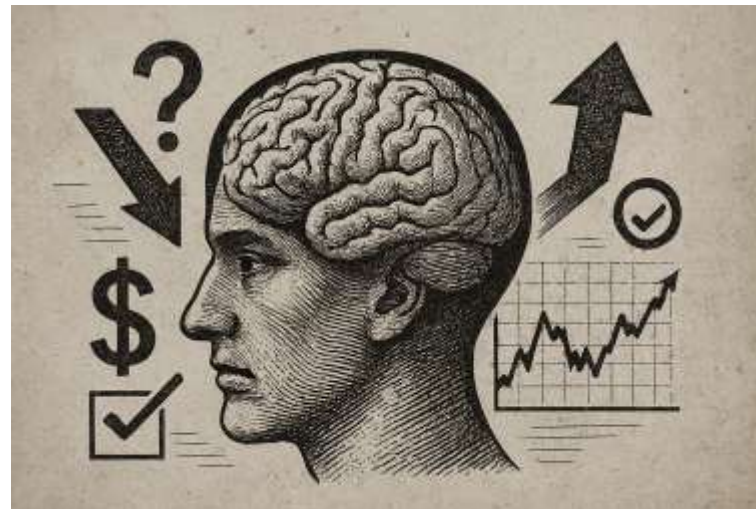
- تصمیمات را بنویس؛ وقتی بازبینی‌شان کنی، اشتباهات تکراری‌ات را خواهی شناخت.

برای تصمیم‌های سریع:

- قانون ساده ولی طلایی: بعد از ۲۴ ساعت، ۸۰٪ از تصمیم‌های احساسی، خودبه‌خود حذف می‌شوند.

این پژوهش نشان می‌دهد که تصمیم‌گیری‌های مالی انسان، مخصوصاً در زمان‌های پرابهام و پرنوسان، نتیجه‌ی ترکیب احساسات، حافظه، ادراک و منطق اقتصادی است نه صرفاً محصول عقلانیت خالص.

مدل‌های قدیمی اقتصادی تصور می‌کردند مردم همیشه منطقی تصمیم می‌گیرند، اما واقعیت این است که رفتار انسان الگوهای قابل پیش‌بینی ولی غیرمنطقی دارد.



۱. در سطح بازار:

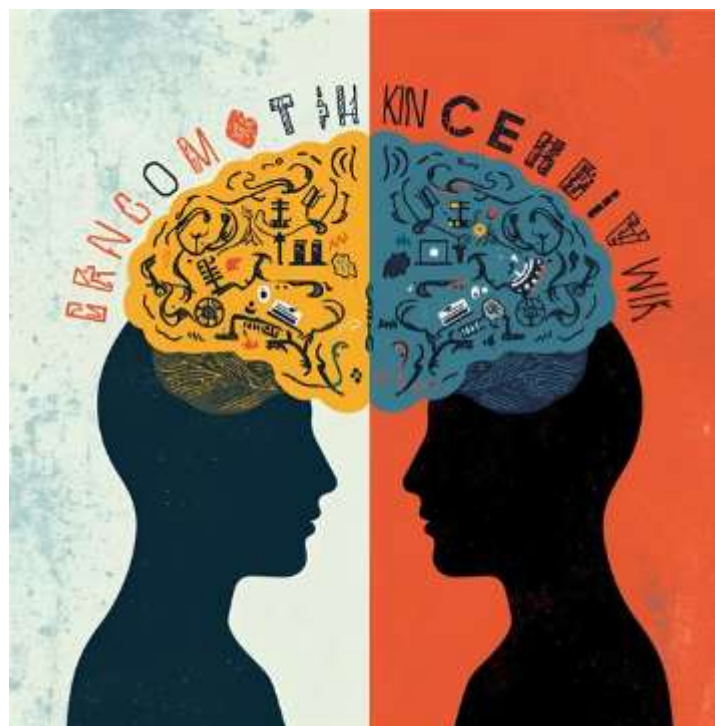
بازارها معمولاً به اخبار بزرگ و غیرمنتظره، بیش از حد واکنش نشان می‌دهند. قیمت‌ها ابتدا جهش یا سقوط زیادی می‌کنند و بعد از مدتی به حالت واقعی‌تر برمی‌گردند (به این می‌گویند بازگشت قیمتی). این رفتار نشان می‌دهد که بازار همیشه «کارا» یا کاملاً منطقی نیست.



۲. در سطح فردی:

سرمایه‌گذاران معمولی اغلب کمتر از شاخص بازار سود می‌کنند، چون اعتماد به نفس بیش از حد دارند و بیش از حد معامله می‌کنند. این معاملات زیاد، به خاطر کارمزد و خطای انسانی، ثروت آن‌ها را کم می‌کند.





۳. در سطح شناختی (ذهنی):

توجه و تمرکز سرمایه گذاران در دوران عدم قطعیت رفتاری بی منطق نیست، بلکه واکنشی عقلایی به ابهام است. در این شرایط، مردم اطلاعات بیشتری جست و جو می کنند تا تصمیم بهتری بگیرند. با این حال، حافظه‌ی انسان سوگیر است: ما بیشتر آنچه را که احساس یا نشانه‌ی قوی دارد به یاد می آوریم، نه آنچه واقعاً اتفاق افتاده است. به همین دلیل پیش بینی ها و قضاوت ها اغلب از واقعیت فاصله می گیرند.

در مجموع، این پژوهش تأکید می‌کند که:

برای درک رفتار واقعی در بازارهای مالی، باید اقتصاد، روان‌شناسی و علوم شناختی را با هم دید. مدل‌های صرفاً منطقی دیگر کافی نیستند.

رفتار هر سرمایه‌گذار تحت تأثیر ساختار ذهنی خاص خودش است مثل اینکه چه چیزهایی را راحت‌تر به یاد می‌آورد، چقدر برای تحلیل تلاش ذهنی می‌کند، و چقدر به خودش اعتماد دارد.

در زمان‌های پرابهام، این ویژگی‌ها نه تنها کاهش نمی‌یابند، بلکه بیشتر و شدیدتر ظاهر می‌شوند.

بازار و انسان، هر دو در شرایط عدم قطعیت، احساسی‌تر و غیرمنطقی‌تر رفتار می‌کنند.

اما اگر این الگوها را بشناسیم، می‌توانیم تصمیم‌های آگاهانه‌تر و پایدارتری بگیریم چه در نقش سرمایه‌گذار، چه به عنوان مدیر.

سرمایه گذاران حقوقی (مثل صندوق ها یا شرکت ها) در بیشتر سوگیری های رفتاری، نمره بالاتری از سرمایه گذاران حقیقی دارند؛ یعنی حتی حرفه ای ها هم کاملاً منطقی تصمیم نمی گیرند.

اما! بالاتر بودن نمره ی سوگیری ها الزاماً به این معنا نیست که تصمیمات آن ها اشتباه تر است گاهی این سوگیری ها فقط نشان می دهند تصمیم گیری شان تحت تأثیر احساس یا تجربه است، نه الزاماً نادرست.

در شرایط صعودی بازار بدون مقاومت

- ۶۰٪ از سرمایه گذاران حقیقی صبر می کنند تا سیگنال جدیدی از بازار بگیرند.
- اما فقط ۳۰٪ از حقوقی ها صبر می کنند؛ بقیه زودتر تصمیم می گیرند.

در شرایط نزولی بازار بدون حمایت

- بیشتر سرمایه گذاران حقیقی دست از معامله می کشند.
- درحالی که سرمایه گذاران حقوقی بیشتر تمایل به خرید دارند.

بازار بورس تهران رفتار «کاملاً عقلایی» ندارد؛

یافته‌ها با فرضیه‌ی بازار کارا سازگار نیستند، بلکه با نظریه‌ی بازار تطبیقی و تئوری چشم‌انداز (که نقش احساس و تجربه را مهم می‌دانند) هماهنگ‌ترند.

عدم قطعیت و نابرابری اطلاعاتی (بین افراد حقیقی و حقوقی) باعث می‌شود هر گروه به شکلی متفاوت دچار خطای رفتاری شود.

نکته‌ی کلیدی:

تصمیم‌های احساسی معمولاً از تحلیل‌های تکنیکال و روند قیمت‌ها می‌آیند، نه از داده‌های بنیادی شرکت‌ها. اگر سرمایه‌گذاران به اطلاعات بنیادی توجه بیشتری کنند، اثر خطاهای رفتاری به‌طور قابل‌توجهی کاهش می‌یابد.

- Andrei, D., Friedman, H. and Ozel, N. B., 2023. *Economic uncertainty and investor attention*. SSRN. Available at: <https://ssrn.com/abstract=3128673>
- Baillon, A., Bleichrodt, H., Li, C. and Wakker, P.P., 2025. *Source theory: A tractable and positive ambiguity theory*. *Management Science*, 71(10), pp. 8767-8782. Available at: <https://doi.org/10.1287/mnsc.2023.03307>
- Boun My, K., Brunette, M., Couture, S. and Van Driessche, S., 2022. *Are ambiguity preferences aligned with risk preferences?* SSRN. Available at: <https://ssrn.com/abstract=4273568>
- Benartzi, S. and Thaler, R.H., 1995. *Myopic loss aversion and the equity premium puzzle*. *The Quarterly Journal of Economics*, 110(1), pp. 73-92. Available at: <https://doi.org/10.2307/2118511>
- Jiang, Z., Liu, H., Peng, C. and Yan, H., 2024. *Investor memory and biased beliefs: Evidence from the field*. SSRN. Available at: <https://ssrn.com/abstract=4273568>
- Zaremi, Y., 2024. *The effects of investor behavior on investment decisions in the Tehran Stock Exchange*. APMEA Conference. Available at: <https://apmea.com>

بیانیه سلب مسئولیت

این گزارش صرفاً جنبه تحلیلی و اطلاع‌رسانی دارد و بیانگر دیدگاه و برداشت تحلیل‌گران تهیه‌کننده آن است. اطلاعات و داده‌های مندرج در این گزارش از منابع معتبر گردآوری شده‌اند، با این حال تحقق آن‌ها تضمین نمی‌شود. هیچ‌یک از مطالب این گزارش به منزله‌ی توصیه به خرید، فروش یا نگهداری اوراق بهادار یا هر نوع دارایی مالی دیگر نیست. مسئولیت هرگونه تصمیم سرمایه‌گذاری بر عهده استفاده‌کنندگان از این گزارش است و تهیه‌کنندگان، ناشر و وابستگان آن هیچ‌گونه تعهد یا مسئولیتی در قبال سود، زیان یا سایر پیامدهای ناشی از استفاده از محتوای این گزارش نخواهند داشت.

