

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه علامه طباطبائی

دانشکده حسابداری و مدیریت

پایان نامه

جهت اخذ دکتری تخصصی (Ph.D) در رشته حسابداری

موضوع :

چارچوب رابطه رفتار اطمینان بیش از حد سرمایه گذاران با بازده سهام

نگارش :

ولی نادی قمی

استاد راهنما :

دکتر محسن خوش طینت

اساتید مشاور :

دکتر علی ثقفی دکتر شاپور محمدی

اساتید داور :

دکتر محمد هاشم بت شکن دکتر احمد بدری

اسفندماه ۱۳۸۸

تقدیم بہ
ہمسفر
و
فرزند انم
حسام و انا

حمد و سپاس و منت و عزت خدای را، پروردگار خلق و خداوند کبریا، دادار غیب دان و نگهدار آسمان، رزاق بنده پرور و خلاق رہنما. سپاس خدای را به وسعت همه آن سپاسی که ملائک مقرب و خلائق مکرم و ستیزگان پسندیده او را شکر گفته اند. اما آن که سپاس مردم را نمی گزارد، سپاس خدای را نتواند گزارد. نگارش این پایان نامه و طی مراحل مختلف تحصیلی تنها با راهنمایی ها و مساعدت های مشفقانه و متواضعانه اساتید ارجمند و بزرگوار امکان پذیر شد. لذا بر خود لازم می دانم که مراتب تشکر، قدردانی و سپاسگزاری را ابراز نمایم. همچنین به ویژه از زحمات جناب آقای دکتر خوش طینت، جناب آقای دکتر ثقفی و جناب آقای دکتر محمدی که طی طول تحقیق همواره با صمیمیت و همراهی راهگشای من بودند، تشکر می نمایم.

در نهایت از مساعدت های جناب آقای دکتر بت شکن و جناب آقای دکتر بدری، اساتید محترم داور سپاسگزارم.

نادی

زمستان ۸۸

چکیده

در سال‌های اخیر خصوصی‌سازی شرکت‌های بزرگ از طریق بازار سرمایه، افزایش سهم این بازار در تأمین مالی فعالیت‌های اقتصادی و کمک به توسعه اقتصادی کشور جزء محورهای کاری دست‌اندرکاران اقتصادی و مسئولین سازمان بورس بوده است. این در حالی است که بازار ایران با آفت‌هایی نظیر کارآیی ضعیف، عمق پایین، عدم گستردگی و عدم تنوع ابزارهای مالی روبه‌روست. در کنار این ویژگی‌ها، خطاهای ادراکی سرمایه‌گذاران نیز می‌تواند موجب ناهنجاری‌های شدیدی در بازار شده که نتیجه آن اتلاف سرمایه‌های ملی خواهد بود. یکی از خطاهای ادراکی شایع بازار که در حوزه روانشناسی شناخت قرار می‌گیرد، سوگیری رفتاری فرااطمینان است که به عنوان برآورد خوشبینانه دقت اطلاعات شخصی تعریف می‌شود. مطالعات روانشناسی نشان می‌دهد که اکثر مردم اطمینان بالایی در مورد توانایی‌شان دارند و به طور غیرمنطقی نسبت به آینده خوشبین هستند. همچنین در محیط‌هایی که به قضاوت بیشتر برای ارزیابی اطلاعات نیاز دارد و بازخور این قضاوت‌ها در کوتاه‌مدت کند و مبهم است نظیر بازار اوراق بهادار، افراد دچار سوگیری رفتاری فرااطمینان می‌گردند. در تحقیق حاضر با استفاده از داده‌های سطح بازار سعی شده است اطمینان بیش از حد جمعی بازار مستند شود. برای آزمون چهار فرضیه تدوین شده از اطلاعات مربوط به حجم معاملات و بازده ۱۱۹ شرکت و اطلاعات بازده بازار طی دوره زمانی ۹ سال (از ابتدای سال ۱۳۷۸ الی پایان سال ۱۳۸۶) استفاده شده است. در فرضیه اول واکنش متفاوت سرمایه‌گذاران به اطلاعات عمومی و شخصی مورد آزمون قرار گرفت. برعکس نتایج مستند شده تحقیقات خارجی، در ایران سرمایه‌گذاران به اطلاعات عمومی بیش واکنشی بیشتری نسبت به اطلاعات شخصی دارند. رابطه بین حجم معاملات و اطمینان بیش از حد در فرضیه دوم مورد آزمون قرار گرفت که منطبق با نتایج تحقیقات انجام شده، رابطه مثبت علی بین بازده سهام و حجم معاملات مورد تأیید قرار گرفت. در فرضیه سوم رابطه بین نوسان‌پذیری شدید بازده و اطمینان بیش از حد مورد بررسی و تأیید قرار گرفت. رابطه بین فرااطمینان و ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاران در فرضیه چهارم با استفاده از روش آماری رگرسیون به ظاهر نامرتب مورد آزمون قرار گرفت. برخلاف نتایج تحقیقات گذشته، این فرضیه مورد تأیید قرار نگرفت. براساس نتایج آزمون فرضیات می‌توان گفت که شواهد نسبتاً ضعیفی درخصوص وجود رفتار فرااطمینانی در بین

سرمایه‌گذاران ایرانی مشاهده شده است. ضمن تأکید بر ریسک داده‌های تحقیق، چنین موضوعی را می‌توان به دلیل قواعد خاص حاکم بر بازار ایران، کوتاه‌مدت‌گرایی مشارکت‌کنندگان و رفتار توده‌وار آنان دانست.

واژه‌های کلیدی: اطمینان بیش از حد، اطلاعات شخصی، اطلاعات عمومی، نوسان‌پذیری بازده، علوم مالی رفتاری، خودرگرسیون‌برداری، آزمون علی‌گرنجری، خودرگرسیون ناهمسان‌واریانس شرطی و رگرسیون‌های به ظاهر نامرتب .

عنوان	شماره صفحه
فصل اول - کلیات تحقیق	۱
۱-۱ مقدمه	۲
۱-۱-۱ معرفی مسأله (تعریف موضوع تحقیق)	۴
۱-۱-۲ اهمیت و ضرورت انجام تحقیق	۷
۱-۱-۳ مبانی نظری تحقیق و پیشینه پژوهش‌های انجام شده	۹
۱-۱-۴ تعریف مدیریت مالی رفتاری	۱۰
۱-۱-۵ فرااطمینان یا اطمینان بیش از حد	۱۴
۱-۱-۶ پرسش‌های تحقیق	۱۵
۱-۲ فرضیه‌های تحقیق و طرح آزمون هر فرضیه	۱۶
۱-۳ اهداف تحقیق	۲۲
۱-۳-۱ اهداف کاربردی	۲۲
۱-۴ روش‌شناسی تحقیق	۲۳
۱-۴-۱ نوع روش تحقیق	۲۳
۱-۵ جامعه آماری، دوره زمانی، روش تجزیه و تحلیل و گردآوری داده‌های تحقیق	۲۴
۱-۵-۱ جامعه آماری تحقیق	۲۴
۱-۵-۲ دوره زمانی تحقیق	۲۴
۱-۵-۳ روش تجزیه و تحلیل داده‌های تحقیق	۲۵
۱-۵-۴ روش گردآوری و آماده‌سازی داده‌های تحقیق	۲۵
۱-۶ تعریف عملیاتی مفاهیم و واژگان تخصصی تحقیق	۲۵
۱-۷ سایر اطلاعات مربوط به تحقیق	۲۶

عنوان	شماره صفحه
۱-۷-۱ تنگناها و محدودیت‌های احتمالی تحقیق	۲۶
۱-۷-۲ چارچوب پیشنهادی برای فصل‌های مختلف تحقیق	۲۶
فصل دوم - مبانی نظری و پیشینه تحقیق	۲۷
۲-۱ مقدمه	۲۸
۲-۲ علوم مالی رفتاری	۳۱
۲-۲-۱ روانشناسی شناخت	۳۲
۲-۲-۲ قابلیت پیش‌بینی بازده	۳۲
۲-۲-۳ محدودیت بر روی آریتراژ	۳۴
۲-۳ بی‌نظمی‌های مشاهده شده در بازار	۳۵
۲-۳-۱ تصمیمات مبتنی بر اکتشاف	۳۷
۲-۳-۲ عوامل عاطفی و غریزی	۴۰
۲-۳-۳ دسته‌بندی انتخاب	۴۲
۲-۳-۴ ترجیحات تصادفی و وابسته به شرایط	۴۳
۲-۳-۵ وابستگی به نقاط مرجع	۴۳
۲-۴ تئوری انتظارات (چشم‌انداز)	۴۶
۲-۴-۱ پیچیدگی ادراک	۵۱
۲-۴-۲ اثر تمایلی	۵۵
۲-۴-۳ حساب‌انگاری	۶۱
۲-۴-۴ خودکنترلی	۶۲
۲-۵ مدیریت مالی رفتاری و تقسیم سود	۶۳
۲-۶ اطمینان بیش از حد (فرااطمینان)	۶۵

۷۰	۲-۶-۱ اطمینان بیش از حد و تئوری خودفریبی
۷۱	۲-۶-۲ اطمینان بیش از حد و سرمایه گذاران بر خط
۷۵	۲-۶-۳ اطمینان بیش از حد و غرور
۷۷	۲-۶-۴ جنسیت و اطمینان بیش از حد
۷۷	۲-۶-۵ اطمینان بیش از حد و حجم معاملات
۷۹	۲-۶-۶ اطمینان بیش از حد و نوسان پذیری بازده
۸۰	۲-۶-۷ اعتماد به نفس عمومی و شخصی
۸۱	۲-۶-۸ اطمینان بیش از حد و مومنتوم های کوتاه مدت و برگشت بلندمدت
۸۷	۲-۶-۹ اطمینان بیش از حد، قیمت گیرها، معامله گران براساس اطلاعات نهانی و بازارگردان ها
۸۸	۲-۶-۱۰ اطمینان بیش از حد در متون اقتصادی
۹۰	۲-۷ نقد علوم مالی رفتاری
۹۹	۲-۸ پیشینه تحقیقات انجام شده
۱۰۹	۲-۹ جمع بندی
۱۱۱	فصل سوم - روش شناسی تحقیق
۱۱۲	۳-۱ مقدمه
۱۱۲	۳-۲ مراحل انجام تحقیق
۱۱۳	۳-۳ تعریف جامعه آماری
۱۱۵	۳-۴ فرضیه های تحقیق
۱۱۵	۳-۵ متغیرهای تحقیق و روش گردآوری داده ها
۱۱۸	۳-۶ روش تجزیه و تحلیل داده ها
۱۱۸	۳-۷ طرح آزمون فرضیه ها

۱۱۸	۳-۷-۱ چارچوب تجربی برای نمایش میانگین متحرک دو متغیره (BMAR)
۱۱۹	۳-۷-۱-۱ مدل خودرگرسیون برداری (VAR)
۱۲۱	۳-۷-۱-۲ شناسایی اطلاعات عمومی از شخصی
۱۲۳	۳-۷-۱-۳ مدل BVAR مقید
۱۲۴	۳-۷-۲ آزمون علی گرنجری
۱۲۶	۳-۷-۳ چارچوب تجربی برای آزمون رابطه بین فرااطمینان و نوسان پذیری بازده
۱۲۸	۳-۷-۳-۱ مدل خودرگرسیون ناهمسان واریانس شرطی (ARCH)
۱۳۰	۳-۷-۳-۲ انواع مدل نوع ARCH
۱۳۳	۳-۷-۴ چارچوب تجربی برای آزمون ارتباط بین فرااطمینان و ریسک پذیری
۱۳۵	۳-۷-۴-۱ روش رگرسیون های به ظاهر نامرتبط (SUR)
۱۳۷	۳-۸ خلاصه فصل
۱۳۸	فصل چهارم - تجزیه و تحلیل داده ها و یافته های تحقیق
۱۳۹	۴-۱ مقدمه
۱۳۹	۴-۲ تحلیل آماری
۱۴۰	۴-۳ آمار توصیفی و داده ها
۱۴۱	۴-۴ آزمون مانایی متغیر (ADF)
۱۴۳	۴-۴-۱ آزمون دیکی - فولر (DF)
۱۴۳	۴-۴-۲ آزمون دیکی - فولر تعمیم یافته (ADF)
۱۴۴	۴-۴-۳ آزمون مانایی متغیرهای تحقیق
۱۴۵	۴-۵ آزمون فرضیه ها
۱۴۵	۴-۵-۱ فرضیه اول

عنوان	شماره صفحه
۱-۱-۴-۵- تحلیل تابع عکس‌العمل تحریک یا تابع واکنش - کنش	۱۴۶
۲-۴-۵- فرضیه دوم	۱۵۳
۳-۴-۵- فرضیه سوم	۱۵۵
۴-۴-۵- فرضیه چهارم	۱۵۷
۶-۴- خلاصه فصل	۱۵۹
فصل پنجم - نتیجه‌گیری و پیشنهادات	۱۶۰
۱-۵- مقدمه	۱۶۱
۲-۵- خلاصه موضوع و روش تحقیق	۱۶۱
۳-۵- خلاصه یافته‌های تحقیق	۱۶۳
۴-۵- بحث و بررسی تطبیقی یافته‌ها	۱۶۵
۱-۴-۵- اطمینان بیش از حد و واکنش‌های متفاوت نسبت به اطلاعات عمومی و شخصی (فرضیه اول)	۱۶۵
۲-۴-۵- اطمینان بیش از حد و حجم معاملات (فرضیه دوم)	۱۶۶
۳-۴-۵- اطمینان بیش از حد و نوسان‌پذیری بازده (فرضیه سوم)	۱۶۷
۴-۴-۵- اطمینان بیش از حد و ریسک‌پذیری (فرضیه چهارم)	۱۶۷
۵-۵- نتیجه‌گیری	۱۶۷
۶-۵- پیشنهادهای ناظر بر نتایج تحقیق	۱۶۸
۷-۵- محدودیت‌های تحقیق	۱۶۹
۸-۵- پیشنهادهای برای تحقیقات آتی	۱۶۹

پیش گفتار

حفظ و توسعه توان اقتصادی هر جامعه‌ای در آینده مستلزم سرمایه‌گذاری‌های امروز آن جامعه است. در این راستا تجهیز و تخصیص بهینه منابع در سطح اقتصاد ملی ضرورت دارد که این مهم بدون کمک بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد امکان‌پذیر نیست. کارآمدی بازار سرمایه که در بلندمدت گسترده‌گی آن را به همراه خواهد داشت به چگونگی واکنش و تعدیل قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید اشاره دارد که بر مبنای عملکرد مسلط سرمایه‌گذاران عقلایی شکل می‌گیرد.

در سالیان اخیر ناهنجاری‌هایی در سطح بازار مشاهده شده است که کارآیی بازار را به چالش کشیده است. به عقیده بسیاری از محققان علوم مالی این امر ناشی از فرض عملکرد کاملاً عقلایی کارگزاران اقتصادی و فرض عدم وجود فرصت آربیتراژی بر اساس مدل‌های سنتی قیمت‌گذاری دارایی‌ها و فرضیه بازار کارآست. لذا با رقیق کردن این مفروضات مدل‌هایی بر اساس استراتژی خاص معاملاتی و خطای ادراکی سرمایه‌گذاران تدوین شد تا بتوان تفسیر مناسبی برای پدیده‌های جدید بازار ارائه شود. یکی از خطاهای رایج ادراکی که در محیط‌های پیچیده و با بازخور مبهم نظیر بازار اوراق بهادار رخ می‌دهد، سوگیری رفتاری اطمینان بیش از حد (فرااطمینان) است. اطمینان بیش از حد بدین معنی است که سرمایه‌گذاران بر اساس دانش حرفه‌ای و تجربه کاری، اطلاعات خود را دقیق‌تر و قابل‌اتکاتر از آنچه که واقعیت دارد برآورد می‌کنند. در یک بازار اوراق بهادار با حضور و عملکرد مسلط سرمایه‌گذاران فرااطمینانی انتظار می‌رود که افراد نسبت به اطلاعات شخصی بیش‌واکنشی داشته و در نتیجه شرایط مومنتوم‌های کوتاه‌مدت و برگشت بلندمدت سهام و سایر ناهنجاری‌ها را فراهم آورند. با این اوصاف شناخت ویژگی‌های روانشناختی سرمایه‌گذاران می‌تواند زمینه تعدیل آن یا تدوین مدل‌های اصلاح شده و کاربردی برای قیمت‌گذاری دارایی‌ها را فراهم آورد.

بر اساس تحقیقات انجام شده، بازار اوراق بهادار ایران به لحاظ گستردگی، عمق، کارآیی و تنوع ابزارهای مالی با سایر بازارها در نقاط مختلف جهان متفاوت است و انتظار می‌رود ویژگی‌های رفتاری مشارکت‌کنندگان آن تحت تأثیر فضای فعالیت‌های اقتصادی در ایران و مشخصات فرهنگی جامعه ایرانی با سایر جوامع متفاوت باشد، لذا مستندسازی ویژگی‌های رفتاری فرااطمینانی در بازار ایران شرایط تدوین مدل‌های اصلاحی یا تعدیل این نوع رفتار را فراهم می‌آورد.

فصل اول

کلیات تحقیق

۱-۱- مقدمه

به باور بسیاری از محققان حوزه مالی، قیمت اوراق بهادار الزاماً بیانگر ارزیابی منطقی مشارکت کنندگان از قیمت ذاتی (واقعی)^۱ آنها نمی‌باشد. در واقع مدل‌های سنتی قیمت گذاری دارایی‌ها و برداشت‌های تئوریک از مفهوم کارایی، در توضیح بسیاری از واقعیت‌های آشکار شده^۲ در بازار سرمایه ناتوان بوده‌اند [دانیل و همکاران^۳، ۲۰۰۲، ص ۱۴۳]^۴. اصطلاح واقعیت‌های آشکار شده، اشاره به بی‌نظمی‌ها و استثناهای^۵ بازار دارد. به عقیده شماری از محققان، دلیل اصلی چنین ناتوانی را می‌توان به فرض عملکرد عقلایی^۶ در مدل‌های سنتی قیمت گذاری دارایی‌ها منتسب دانست. با رقیق کردن این مفروض، برخی از مدل‌ها بر مبنای استراتژی‌های خاص معاملاتی^۷ و برخی دیگر بر مبنای خطای ادراکی^۸ سرمایه‌گذاران تدوین شده‌اند^۹. برخی دیگر از تحقیقات علمی بر عدم توان کارگزاران عقلایی برای بی‌اثر کردن اختلالات بازار تمرکز نموده‌اند. این اختلالات بر اثر عملکرد غیرعقلایی

^۱ - Fundamental Value

^۲ - Stylized Facts

^۳ - Daniel et al.

^۴ - به علاوه می‌توان به تحقیقات فاما (Fama، ۱۹۹۸)، دانیل و همکاران (۱۹۹۸) و هیتون و کوراجزیک (۲۰۰۲، Heaton and Korajczyk) مراجعه کرد.

^۵ - Anomalies

^۶ - Rationality Assumption

^۷ - به عنوان نمونه نتایج تحقیقات انجام شده توسط کالتر و همکاران (۱۹۹۱ و ۱۹۹۰، Culter et al.) و دی‌لانگ و همکاران (Delong et al.، ۱۹۹۰ b) نشان می‌دهد که استراتژی معاملاتی مبتنی بر بازخورد مثبت برخی از سرمایه‌گذاران غیرمنطقی می‌تواند در تبیین مومنتوم‌های کوتاه‌مدت (Short-term Momentum) و برگشت بلندمدت (Long-term Reversal) کمک‌کننده باشد. بنگ (Bange، ۲۰۰۰)، چو و همکاران (۱۹۹۹، Choe et al.) و گرین بلات و کلوهارجو (۲۰۰۰، Grinblatt and Keloharju) شواهدی ارائه می‌کنند که طبقات مشخصی از سرمایه‌گذاران در معاملات مبتنی بر بازخورد مثبت وارد می‌شوند. هانگ و استین (۱۹۹۹، Hong and Stein) مدلی ارائه کردند که در آن گروه محدودی از کارگزاران عقلایی و موج سواران حضور دارند. آنها سعی داشتند براساس این مدل تئوری منسجمی در خصوص بیش واکنشی (Overreaction) و کم واکنشی (Underreaction) ارائه نمایند.

^۸ - Cognitive Bias

^۹ - به عنوان نمونه باربریز و همکاران (۱۹۹۸، Barberis et al.) مدلی از عقاید سرمایه‌گذاران (Investor Sentiment) را بر مبنای دو فرض سوگیری ادراکی: محافظه‌کاری (Conservatism) و اکتشاف (Heuristic)، ارائه کردند. دانیل و همکاران (۱۹۹۸) یک تئوری بر مبنای مفروضات مختلف سوگیری ادراکی: فرا اطمینان (Overconfidence) و سوگیری خوداسنادی (Self-attribution Bias)، پردازش نمودند. جرویس و اودن (۲۰۰۱، Gervais and Odean) مدل بازار چند دوره‌ای را ارائه دادند که نشان می‌دهد چگونه خطای یادگیری می‌تواند موجب اطمینان بیش از حد معامله‌گران شود.

کارگزاران اقتصادی به وجود می آید. اینگونه از تحقیقات در متون مربوط به مدیریت مالی و سرمایه گذاری با عنوان "محدودیت در آربیتراژ"^{۱۰} شناخته می شود^{۱۱}.

براساس فرض عملکرد عقلایی، این احتمال که افراد مرتکب اشتباه شوند تصادفی بوده و اثرات آن سریعاً توسط سرمایه گذاران عقلایی رفع می شود. براساس این مفاهیم، سرمایه گذاران عقلایی تنها برای نقدینگی^{۱۲}، کاهش یا حذف مالیات^{۱۳} و تنظیم مجدد بدهی^{۱۴} خود، اقدام به معامله اوراق بهادار می کنند [دی ملو^{۱۵} و همکاران، ۲۰۰۳، ص ۷۵]. انحراف از عقلانیت اقتصادی در قالب کسب بازده غیربینه نمایان می شود. همان گونه که گفته شد مشکل این مفاهیم در تفسیر واقعیت های مشاهده شده و پیش بینی پدیده های آتی است.

نادیده گرفتن ویژگی های روانی - اجتماعی سرمایه گذاران و اثرات آن بر فعالیت های سرمایه گذاری مانع از تفسیر بسیاری از واقعیت های موجود و پیش بینی رویدادهای آتی می گردد.

به هر حال شواهد بی شماری در خصوص قیمت گذاری غلط اوراق بهادار و بی نظمی های شایع سبب شد که محققان بر اهمیت شاخص های رفتاری و روانشناختی سرمایه گذاران در قیمت گذاری دارایی ها تأکید نمایند. لذا مدل های رفتاری قیمت گذاری اوراق بهادار تدوین شد که با فرض وجود سرمایه گذاران غیرعقلایی، شرایط تفسیر و پیش بینی بسیاری از پدیده ها را فراهم نمودند. براساس این مدل ها، احتمال این که همه سرمایه گذاران رفتاری کاملاً عقلایی داشته باشند، ممکن نبوده لذا فعالیت سرمایه گذاران غیرمنطقی را می توان در کنار سرمایه گذاران عقلایی لحاظ کرد. بنابراین در این مدل اثر قیمتی ناشی از فعالیت های سرمایه گذاری کارگزاران

¹⁰ - Limit to Arbitrage

۱۱ - دی لانگ و همکاران (۱۹۹۰a) شواهدی ارائه دادند که معامله گران نویزی (Noise Traders)، ریسکی در قیمت دارایی ها ایجاد می کنند که آربیتراژگران منطقی (Rational Arbitrageurs) را از سایرین تفکیک می کند. اشلیفر و ویشنی (Shleifer and Vishny, ۱۹۹۷) نشان دادند که برخلاف اعتقاد عموم، آربیتراژ هزینه بر و ریسکی است. همچنین می توان به مطالعات انجام شده توسط بلک (Black, ۱۹۸۶) و باربریز و تالر (Barberis and Thaler, ۲۰۰۲) در خصوص "محدودیت در آربیتراژ" مراجعه نمود.

¹² - Liquidity

۱۳ - اصطلاح کاهش یا حذف مالیات (Tax Loss Selling) استراتژی است که یک سرمایه گذار برای حذف یا کاهش مالیات سود سرمایه ای (Capital Gain) اقدام به فروش سهام زیان ده خود در پایان سال می کند.

¹⁴ - Portfolio Rebalancing

¹⁵ - D'Mello

غیرعقلایی را نمی توان نادیده گرفت. لذا توانایی سرمایه گذاران عقلایی در سودجستن از فرصت های سودآور ایجاد شده توسط معاملات کارگزاران غیرعقلایی محدود می گردد [چانگ^{۱۶} و لی^{۱۷}، ۲۰۰۶].

۱-۱-۱- معرفی مسأله (تعریف موضوع تحقیق)

مطالعات انجام شده درخصوص بازارهای مالی نشان می دهد که در طی سال های اخیر، جایگاه بورس اوراق بهادار به عنوان یکی از ارکان بازار سرمایه به شدت تقویت شده و نقش آن به عنوان نیروی محرکه توسعه اقتصادی، پررنگ تر گشته؛ به گونه ای که هم اکنون به یکی از شاخص های رشد و توسعه اقتصادی کشورها تبدیل شده است.

برطبق تحقیقات به عمل آمده حدود ۴۱ درصد از مردم کشورهای پیشرفته، سرمایه گذاری مستقیم در سهام دارند، مالکیت مستقیم سهام ۲۰ درصد و به شکل غیرمستقیم ۳۴ درصد کل سرمایه گذاری ها در جهان را در برمی گیرد. گرچه این آمار در ایران زیر ۲۰ درصد است، ولی این روند رو به افزایش است و زمانی که سرمایه گذاری در صندوق های قرض الحسنه را نیز در نظر بگیریم با عدد ۵۴ درصد مواجه می شویم [آقایی و مختاریان، ۱۳۸۳، ص ۴].

با عنایت به موارد فوق کارآ بودن بازار از اهمیت زیادی برخوردار است، چرا که در صورت کارآ بودن بازار سرمایه هم قیمت اوراق بهادار به درستی و عادلانه تعیین می گردد و هم تخصیص سرمایه که مهمترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است به صورت مطلوب و بهینه انجام می شود [جهانخانی و عبده تبریزی، ۱۳۷۲]. کارآیی بازار اوراق بهادار به چگونگی و سرعت واکنش و تعدیل قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید اشاره دارد.^{۱۸} در پارادایم سنتی مالی فرض می شود که سرمایه گذاران منطقی هستند و قیمت اوراق بهادار برابر با ارزش ذاتی آنها بوده که از طریق تنزیل مبالغ جریان های نقدی مورد انتظار به دست می آید، به شرطی که

¹⁶ - Chuang

¹⁷ - Lee

۱۸- به عنوان نمونه می توان به تحقیقات سینایی (۱۳۷۳، ص ۵۱)، اسلامی بیدگلی و صادقی باطنی (۱۳۸۳، ص ۴)، قائمی و وطن پرست (۱۳۸۴، ص ۸۶)، انوری رستمی و ختن لو (۱۳۸۵، ص ۲۶) اشاره نمود.

انتظارات سرمایه گذار بر مبنای اطلاعات به درستی شکل گرفته باشد. تمامی اطلاعات جدید به سرعت در قیمت‌ها منعکس می‌شود و برای هیچ کس فرصت به دست آوردن سودهای غیرعادی براساس این اطلاعات، باقی نمی‌ماند [راعی و فلاح‌پور، ۱۳۸۳، ص ۸۰].

براساس مفروضات بازار کارآ، برای کارایی بازار عملکرد عقلایی کلیه کارگزاران اقتصادی لازم نیست. اگر در بازار سرمایه تعداد معینی از افراد خبره که عقلایی رفتار می‌کنند وجود داشته باشند، می‌توانیم بازار کارایی داشته باشیم که قیمت سهام منطبق یا نزدیک به ارزش ذاتی باشد [خواجوی و قاسمی، ۱۳۸۴، ص ۵۶]. در واقع این کارگزاران منطقی هستند که انحراف از ارزش‌های واقعی را به سرعت شناسایی کرده و آن را رفع می‌نمایند.

شواهد بی‌شماری در خصوص قیمت‌گذاری غلط اوراق بهادار و بی‌نظمی‌های مشاهده شده در بازار، انگیزه‌ای برای نظریه پردازان حوزه اقتصاد و مدیریت مالی شد تا به فرض عملکرد عقلایی بازار به دیده تردید بنگرند. در واقع سرمایه گذاران منطقی به جهت محدودیت در ثروت^{۱۹} یا ریسک‌گریز بودن^{۲۰}، برای بهره جستن از فرصت‌های آربیتراژی توانایی مناسب را نخواهند داشت. لذا برای تفسیر و پیش‌بینی پدیده‌های بازار تنها نمی‌توان بر مدل‌های سنتی قیمت‌گذاری دارایی‌ها اتکا نمود.

طی دهه ۱۹۹۰ عمده مطالعات دانشگاهی از تحلیل‌های اقتصادسنجی سری‌های زمانی قیمت‌ها، سود نقدی و عایدات به بسط مدل‌هایی که ویژگی‌های روانشناختی افراد را به بازارهای مالی ارتباط می‌دادند، سوق پیدا کرد. اندیشمندان حوزه دانش مالی بیان می‌کنند که نظریه‌های رفتاری مالی می‌تواند بی‌نظمی‌ها و استثناهای تجربی^{۲۱} موجود در پارادایم سنتی مالی را تبیین کند. براساس این نظریه‌های جدید، استثناهای بازار نتیجه سوگیری‌های رفتاری هستند. بدین معنی که افراد خطاهای قابل پیش‌بینی و باثباتی در پردازش اطلاعات و ارزیابی اوراق بهادار مرتکب می‌شوند [تلنگی، ۱۳۸۳، ص ۱۰ و ص ۲۱]. فرااطمینان یا اطمینان بیش از حد یکی از سوگیری‌های رفتاری است که در قالب خطای ادراکی طبقه‌بندی می‌شود.

¹⁹ - Barberis et al. (1988) ; Daniel et al. (1998)

²⁰ - Daniel et al. (2001) ; De Long et al. (1990) ; Hirshleifer and Lou (2001) ; Hong and Stein (1999)

²¹ - Empirical Anomalies

تئوری خودفریبی^{۲۲} بر اطمینان بیش از حد دلالت دارد که یک سوگیری رفتاری شناخته شده در متون مرتبط با روانشناسی است. این تئوری علاوه بر موضوع اطمینان بیش از حد به مکانیسم‌هایی می‌پردازد که طی آن اشخاص به دنبال راههایی می‌گردند که پیامد تصمیم‌گیری‌های گذشته خود را توجیه کنند و از این طریق احترام دیگران را جلب نمایند.^{۲۳}

سوگیری خوداسنادی و سوگیری تاییدی^{۲۴} دو عامل مهم در تقویت اطمینان بیش از حد محسوب می‌شوند. منظور از سوگیری خوداسنادی، گرایش افراد به انتساب موفقیت‌ها به توانایی‌های‌شان و انتساب شکست به عوامل خارجی یا بدشانسی می‌باشد. در سوگیری تاییدی، افراد شواهد را در جهت تایید عقاید قبلی‌شان تفسیر می‌نمایند. مطالعات روانشناسی نشان می‌دهد که اکثر مردم اطمینان بالایی در مورد توانایی خودشان دارند و به طور غیرمنطقی نسبت به آینده خوش‌بین هستند. به نظر برخی از محققان،^{۲۵} در محیط‌هایی که به قضاوت بیشتری برای ارزیابی اطلاعات نیاز دارد و در جایی که بازخور بر روی این قضاوت‌ها در کوتاه‌مدت مبهم است، افراد دچار سوگیری رفتاری فرااطمینانی می‌گردند. به طور واضح، بازار اوراق بهادار محیطی است که مستلزم دانش حرفه‌ای برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری بوده و بازخور تصمیمات سرمایه‌گذاری اغلب کند و نویزی است. بنابراین انتظار می‌رود بازار اوراق بهادار مملو از سرمایه‌گذاران با اطمینان بیش از حد باشد. همان‌گونه که گفته شد، اثر معاملاتی این سرمایه‌گذاران موجب انحراف قیمت اوراق بهادار از ارزش ذاتی‌شان گشته که در مجموع می‌تواند تخصیص نامناسب منابع در سطح اقتصاد را در پی داشته باشد. لذا در این تحقیق سعی می‌شود با طرح و آزمون فرضیات مختلف پاسخ مناسبی در خصوص وجود سوگیری رفتاری فرااطمینانی به دست آید. چنین پاسخی می‌تواند به کارگزاران و برنامه‌ریزان اقتصادی در سطح خرد و کلان کمک کند که قوانین،

22 - Self-deception Theory

۲۳- برای مطالعه بیشتر می‌توان به مقالات اودن (۱۹۹۸b) و هیرشلیفر (۲۰۰۱، Hirshleifer) مراجعه نمود.

24 - Confirmatory Biased

۲۵- به عنوان نمونه اینهورن (۱۹۸۰، Einhorn).

دستورالعمل‌ها و آیین‌نامه‌هایی تدوین کنند که زمینه سوء جریانات کاهش یافته و گام‌هایی در مسیر کارایی تخصیص منابع برداشته شود.

۲-۱-۱- اهمیت و ضرورت انجام تحقیق

اکثر علمای اقتصاد تشکیل سرمایه را مهمترین عامل پیشرفت اقتصادی دانسته‌اند. توسعه اقتصادی در جهان مترقی، مدیون بورس و فعالیت‌های بازار سرمایه است. بازار سرمایه در شکل یک بازار مالی، محل تلاقی عرضه و تقاضای منابع مالی میان مدت و بلندمدت می‌باشد. عرضه‌کنندگان سرمایه در این بازار را اغلب پس‌اندازکنندگان فردی، اشخاص حقوقی دارای پس‌انداز یا مازاد پولی، سازمان‌ها و مؤسسات اعتباری و دولت تشکیل می‌دهند. این بازار به عنوان یکی از مراکز تأمین مالی و جوه سرمایه‌ای، پس‌انداز و نقدینگی افراد را به وسیله کارگزاران و واسطه‌های مالی به جانب سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت تولیدی و بازرگانی هدایت می‌کند [رستمی و ختن‌لو، ۱۳۸۵، ص ۲۶].^{۲۶} طبیعت مبادلات مربوط به انتقال و جوه نیاز به اعتماد سرمایه‌گذاران نسبت به صحت عملیات در بازار دارد و در صورتی که بازار از کارایی لازم برخوردار باشد و قیمت‌ها نمایان‌گر ارزش ذاتی باشند، این اعتماد در آنها ایجاد می‌گردد. در چنین بازاری هر دو گروه سرمایه‌گذار و مصرف‌کنندگان و جوه به خواسته‌های خود می‌رسند [فدایی‌نژاد، ۱۳۷۳، ص ۳۸].

بورس اوراق بهادار تهران پس از دوران جنگ ایران و عراق و هم‌زمان با برنامه اول توسعه اقتصادی دولت در سال ۱۳۶۹ فعالیت مجدد خود را آغاز کرد. هم‌زمان شدن فعالیت مجدد بورس با برنامه اول توسعه اقتصادی که خصوصی‌سازی یکی از محورهای آن بود، موجب رونق بورس پس از مدت کوتاهی از فعالیت مجدد شد. با گذشت حدود دو دهه حجم معاملات و تعداد شرکت‌های پذیرفته شده از افزایش چشم‌گیری برخوردار شد و سهامداران حقیقی و حقوقی بسیاری در این بورس درگیر شدند. به تدریج بورس اوراق بهادار جایگاه قابل

۲۶- به علاوه می‌توان به مطالعات انجام شده توسط سینیایی و خان‌بابایی (۱۳۸۵)، جهانخانی و عبده‌تبریزی (۱۳۷۲)، اسلامی بیدگلی و بیگدلو (۱۳۸۵)، نیکبخت و مرادی (۱۳۸۴) و جهانخانی و صفاریان (۱۳۸۲) مراجعه نمود.

توجهی در مجموعه اقتصاد کشور پیدا کرد، به طوری که شاخص سهام که در گذشته اهمیت چندانی نداشت، امروز وضعیت آن و عوامل تغییردهنده آن و نتایج تغییرات آن از حساسیت قابل ملاحظه‌ای برخوردار شده است [سینایی و همکاران، ۱۳۸۴، ص ۶۰].

اگرچه در اکثر بورس‌های دنیا اوراق بهادار متنوعی برای سرمایه‌گذاری عرضه می‌گردد، لیکن در شرایط کنونی در بورس اوراق بهادار تهران سهام عادی، حق تقدم خرید سهام عادی و اوراق مشارکت که اخیراً ارائه گردیده است، مبادله می‌شود [جهانخانی و پورابراهیمی، ۱۳۸۲، ص ۷۴ و ص ۷۵]. عدم وجود تنوع در اوراق بهادار در کنار عدم وجود کارایی یا کارایی ضعیف بازار اوراق بهادار تهران مانع عملکرد مطلوب و مورد نظر در بازار گردیده و عدم بهره‌برداری بهینه و مطلوب از منابع را در سطح اقتصاد موجب می‌شود.^{۲۷} به هر حال، با گسترش بورس منطقه‌ای در شهرستان‌ها و بهبود سیستم‌های اطلاعاتی، به ویژه اطلاعات حسابداری، بورس اوراق بهادار تهران به سمت کارایی در حرکت است. در حال حاضر این حرکت از نظر آماری با اهمیت (معنی‌دار) نیست [نمازی و ناظمی، ۱۳۸۴، ص ۱۵۱].

با عنایت به موارد فوق و این واقعیت که بورس اوراق بهادار تهران از لحاظ عمق و پهنا در مرحله توسعه ابتدایی است لذا کشف قیمت با مشکلاتی همراه بوده و امکان دستکاری قیمت وجود دارد. به طور کلی در یک بازار کارآ، قیمت‌ها علائم مناسب و صحیحی برای تخصیص منابع هستند. براساس مفروضات بازار کارآ، کارگزاران اقتصادی عملکرد عقلایی داشته و اثرات قیمتی ناشی از عملکرد غیرمنطقی برخی از سرمایه‌گذاران، سریعاً توسط آنان شناسایی و رفع می‌شود. در یک بازار کارآ، منفعتی به طور رایگان به دست نمی‌آید^{۲۸} و هیچ کدام از استراتژی‌های سرمایه‌گذاری نمی‌تواند اضافه بازده تعدیل شده به واسطه ریسک ایجاد کند. استثناها و بی‌نظمی‌های مشاهده شده در بازارهای مالی جهان نظیر اثر ژانویه، اثر روزهای هفته، تکان‌ها یا مومنتوم‌های کوتاه‌مدت، برگشت بلندمدت، اثر اندازه و... از نظر بسیاری از محققان به عنوان انحراف از حقایق بنیادی بازار

۲۷- برای مطالعه بیشتر می‌توان به مطالعات فدایی‌نژاد (۱۳۷۳)، نصراللهی (۱۳۷۱)، نمازی (۱۳۸۲)، سینایی (۱۳۷۳)، صادقی (۱۳۷۴)، مرادی (۱۳۷۳)، اکبری (۱۳۷۸)، اسدی (۱۳۷۴)، موسوی (۱۳۷۴) مراجعه نمود [نمازی و ناظمی، ۱۳۸۴].

28 - There is no free lunch