

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه آزاد اسلامی
واحد تهران مرکزی
دانشکده مدیریت

پایان نامه جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد در رشته مدیریت دولتی
گرایش مالی

عنوان:

بررسی عوامل مالی رفتاری مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

دکتر فرهاد حنیفی

استاد مشاور:

دکتر حسن الماسی

پژوهشگر:

فهیمة باغدارارم

زمستان ۱۳۹۰



ISLAMIC AZAD UNIVERSITY

Central Tehran Branch

Faculty Of Management-Department of Public Administration

'M.A' Thesis

On Public Administration

Subject:

**A survey of effective behavioral finance factors on investors' making
decision in Tehran stock Exchange.**

Advisor:

Dr.Farhad Hanifi

Reader:

Dr.Hassan Almasi

By:

Fahimeh Baghdar

Winter 2012

تقدیم به :

**پدر و مادر عزیزم
به پاس سالها فداکاری و ایثار**

فهرست مطالب

صفحه	عنوان
۲	فصل اول- کلیات تحقیق
۲	۱-۱- مقدمه
۴	۱-۲- بیان مسأله
۵	۱-۳- سابقه تحقیق
۶	۱-۴- اهداف تحقیق
۶	۱-۵- اهمیت و ضرورت تحقیق
۷	۱-۶- فرضیات تحقیق
۸	۱-۷- مدل مفهومی تحقیق
۹	۱-۸- جامعه آماری و قلمرو تحقیق
۹	۱-۹- روش تحقیق و ابزار جمع آوری اطلاعات
۱۰	۱-۱۰- محدودیت های تحقیق
۱۰	۱-۱۱- تعریف واژه ها و متغیرهای مورد مطالعه
۱۲	فصل دوم- ادبیات نظری تحقیق
۱۲	بخش اول: سیر تحول از مالی نوین تا مالی رفتاری
۱۲	مقدمه
۱۳	۲-۱-۱- مطالعات انجام شده درباره نظریه های نوین مالی
۱۵	۲-۱-۲- نقد نظریه نوین مالی
۱۹	۲-۱-۳- حوزه مالی رفتاری- اقتصاد رفتاری
۲۴	۲-۱-۴- تاریخچه مطالعات رفتاری در اقتصاد مالی
۲۸	۲-۱-۵- حوزه مالی رفتاری
۴۱	۲-۱-۶- عناوین اقتصاد و حوزه مالی رفتاری
۴۴	۲-۱-۶-۱- تصمیمات شهودی
۵۸	۲-۱-۶-۲- چارچوب تصمیم
۶۴	۲-۱-۶-۳- پدیده های غیر معمول
۷۸	۲-۱-۷- انتقاد ها به اقتصاد و حوزه مالی رفتاری
۸۰	بخش دوم- تصمیم گیری
۸۰	۲-۲-۱- مفهوم تصمیم گیری
۸۱	۲-۲-۲- رویکردهای تصمیم گیری
۸۱	۲-۲-۲-۱- رویکرد عقلایی
۸۲	۲-۲-۲-۲- رویکرد عقلایی محدود
۸۲	۲-۲-۲-۳- رویکرد شهودی (اشراقی)
۸۳	۲-۲-۲-۴- رویکرد مطلوب تلویحی
۸۴	۲-۲-۳- خطاها و تعصبات ادراکی متداول در تصمیم گیری
۸۹	بخش سوم: سرمایه گذاری و تصمیمات مربوط به آن
۸۹	۲-۳-۱- ماهیت سرمایه گذاری
۹۰	۲-۳-۲- اهمیت مطالعه سرمایه گذاری
۹۱	۲-۳-۳- دلایل سرمایه گذاری در اوراق بهادار
۹۱	۲-۳-۴- سرمایه گذاران نهادی در بازار سرمایه ایران
۹۳	۲-۳-۵- فرایند سرمایه گذاری
۹۵	۲-۳-۶- انواع سرمایه گذار
۹۶	۲-۳-۷- بازار سرمایه

۱۰۰	۲-۳-۸- سابقه و پیشینه تحقیق
۱۰۳	فصل سوم- روش تحقیق
۱۰۳	۳-۱- مقدمه
۱۰۳	۳-۲- روش تحقیق
۱۰۳	۳-۳- اهداف تحقیق
۱۰۴	۳-۴- فرضیه های تحقیق
۱۰۴	۳-۵- جامعه آماری
۱۰۴	۳-۶- روش نمونه گیری و نمونه آماری
۱۰۵	۳-۷- روش جمع آوری اطلاعات
۱۰۶	۳-۸- تعیین روایی و پایایی پرسشنامه
۱۰۷	۳-۹- روش تجزیه و تحلیل اطلاعات
۱۱۱	فصل چهارم- تحلیل داده ها و یافته های پژوهش
۱۱۱	۴-۱- مقدمه
۱۱۱	۴-۲- آمار توصیفی متغیرهای جمعیت شناختی
۱۱۱	۴-۲-۱- جنسیت پاسخ گویان
۱۱۲	۴-۲-۲- سن پاسخ گویان
۱۱۳	۴-۲-۳- تحصیلات پاسخ گویان
۱۱۴	۴-۲-۴- سابقه حضور در بازار بورس پاسخ گویان
۱۱۶	۴-۳- آزمون فرضیات تحقیق
۱۱۶	۴-۳-۱- فرضیه اصلی
۱۱۷	۴-۳-۲- فرضیه اول
۱۱۹	۴-۳-۳- فرضیه دوم
۱۲۲	۴-۳-۴- فرضیه سوم
۱۲۴	۴-۴- جمع بندی فصل
۱۲۶	فصل پنجم- نتیجه گیری و پیشنهادها
۱۲۶	۵-۱- مقدمه
۱۲۶	۵-۲- تحلیل یافته های تحقیق
۱۲۶	۵-۲-۱- فرضیه اول تحقیق
۱۲۶	۵-۲-۲- فرضیه دوم تحقیق
۱۲۷	۵-۲-۳- فرضیه سوم تحقیق
۱۲۷	۵-۳- نتیجه گیری
۱۲۸	۵-۴- محدودیت های تحقیق
۱۲۸	۵-۵- پیشنهادها
۱۲۸	۵-۵-۱- پیشنهادهای مبتنی بر زمینه های تحقیق
۱۳۰	۵-۵-۲- پیشنهادها برای پژوهش های آتی
۱۳۱	منابع و ماخذ

چکیده

امروزه پارادایم حاکم بر مباحث مالی، پارادایم مالی رفتاری می باشد. ورود مباحث رفتاری و روان شناختی در تجزیه و تحلیل های سرمایه گذاری به روشنی حاکی از آن هستند که تصمیمات سرمایه گذاران تنها تحت تأثیر شاخص های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارند بلکه عوامل دیگری تحت عنوان خطاهای ادراکی و تورش های رفتاری وجود دارد که در زمان خرید و فروش سهام بر نحوه تصمیم گیری سرمایه گذاران تأثیر می گذارد. هدف از پژوهش حاضر، شناسایی و تبیین برخی از عوامل مالی رفتاری مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. به این منظور تعداد ۱۰۰ نفر از سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه، به روش تصادفی انتخاب و داده های مورد نیاز با استفاده از پرسشنامه جمع آوری شده است. عوامل مالی رفتاری که در این پژوهش مورد آزمون قرار گرفت عبارتند از: (اطمینان بیش از حد)، (تشدید تعهد)، (رفتار توده وار).

محقق در این پژوهش با استفاده از روش آزمون تی استیودنت به تجزیه و تحلیل داده ها و یافته های پژوهش پرداخته است. یافته های این تحقیق حاکی از آن است که رفتار توده وار در تصمیمات سرمایه گذاران مؤثر می باشد.

واژگان کلیدی: بازار کار، مالی رفتاری، خطاهای ادراکی، تورش های رفتاری.

فصل اول - کلیات تحقیق

۱-۱- مقدمه

در سال ۱۹۷۰، فاما^۱ مقاله ای را تحت عنوان بازارهای کارای سرمایه، مروری بر نظریه و مطالعات تجربی منتشر نمود. وی در این مقاله دیدگاه قبلی خود را در مورد کارایی بازارهای سرمایه مجدداً تعریف نمود و ادعا نمود که در یک بازار کارا قیمت ها، تمامی آنچه که در مورد یک دارایی سرمایه ای فهمیده می شود را در خود منعکس می کنند. بعداً فرضیه بازار کارای فاما، با سه نوع کارایی اطلاعاتی تحت عنوان شکل ضعیف، نیمه قوی و قوی پیگیری و تعمیم یافت. اگر چه ریشه های دقیق این سه شکل نظریه بطور صریح قابل شناسایی و پیگیری نیست، با این وجود این چنین ادعا می شود که شکل ضعیف نشانگر گشت تصادفی بوده و هیچ کس نمی تواند با استفاده از پیگیری تغییرات تاریخی قیمت ها بازدهی غیر معمولی به دست آورد، و بدین ترتیب تحلیل تکنیکی در بازار سودمند نخواهد بود، از این رو پدیده هایی همانند برگشت قیمتی^۲ و شتاب^۳ وجود ندارند. در شکل نیمه قوی فرض می شود که قیمت ها در هر زمان تمامی اطلاعات منتشره قابل دسترس را در خود منعکس کنند، از این رو تحلیل بنیادی منجر به کسب سود غیر معمول نخواهد شد و در شکل قوی گفته می شود قیمتها در هر زمان تمامی اطلاعات عمومی و خصوصی را منعکس می کنند و کاربرد آن چنین خواهد بود که مبادله بر اساس اطلاعات نهانی سود غیر معمول ایجاد نخواهد کرد.

^۱ Fama

^۲ Price Reversals

^۳ Momentum

هم زمان با فاما، بلک^۱ (۱۹۷۲)، لیتنر^۲ (۱۹۶۵) و شارپ^۳ (۱۹۶۴) مدل قیمت گذاری دارایی های (CAPM)^۴ قابل آزمونی را ارائه نمودند که از نظر آماری مکانیسم قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای را توصیف می کرد.

بازارهای کارا CAPM و EMH^۵ ماهیتاً با یکدیگر سازگارند و به نحوی به یکدیگر مرتبط می شود که CAPM ابزاری را برای تست EMH فراهم می سازد. نتیجه دیدگاه فوق پذیرش دو پارادایم اصلی:

۱. عقلایی بودن عامل های اقتصادی و

۲. کارایی بازار و در نتیجه CAPM

توسط اندیشمندان مالی در طی نیم قرن اخیر بوده است. دانشمندان در برخی از مطالعات به نتایجی دست یافتند که اثرات یا استثنائاتی در بازارهای مالی وجود دارند که CAPM قادر به تبیین آن ها نبوده و یا با EMH ناسازگار هستند. در طی دهه اخیر اندیشمندان مالی سعی در تبیین و یافتن علل موارد خاص فوق، با کمک از سایر علوم، همانند روانشناسی، علوم اجتماعی و فیزیک بوده اند. از مطالعاتی که در این زمینه به سرعت گسترش یافت و تا حدودی توانست پدیده های مذکور را تبیین نماید، ادغام نظریه های اقتصادی با نظریه های رایج روانشناسی بود، که تحت عنوان "مالی رفتاری" مطرح شد.

¹.Black

².Lintner

³.Sharpe

⁴.Capital assets pricing model

⁵.Efficient Markets Hypothesis

۱-۲- بیان مسأله

در مباحث سرمایه گذاری، نوع تصمیم گیری سرمایه گذار و عوامل مثر بر تصمیم گیری آنها بسیار حائز اهمیت است.

تئوری ها و نظریه های مالی در چند دهه اخیر دارای دو رویکرد متفاوت بوده اند رویکرد اول، رویکرد نئوکلاسیک ها در علوم مالی می باشد. فرض اساسی تئوری ها و نظریه های مالی این رویکرد، کارایی بازار و عقلانی رفتار کردن سرمایه گذاران در بازار است، به بیان دیگر دارایی های مالی همیشه بصورت عقلایی قیمت گذاری می شوند.

بسیاری از تئوری های مالی و سرمایه گذاری هم بر مبنای بازار کارا که خود نمودی از عقلانیت است می باشد. لذا عقلانیت و عقلایی بودن اساس و زیربنای مباحث مالی استاندارد و سرمایه گذاری قرار گرفته است. این رویکرد در علوم مالی با مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM) و نظریه بازارهای کارا (EMH) در دهه ۱۹۶۰ و مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای میان مدت و نظریه قیمت گذاری آربیتراژی میلر و مودیلیانی (APT)^۱ در دهه ۱۹۷۰ آغاز شد.

با گذشت زمان و انجام تحقیقات متفاوت، محققان متوجه بسیاری از حرکت ها و نابسامانی ها در بازارهای مالی شدند که با استفاده از تئوری های مربوطه به بازار کارا قابل توجیه نبود و همچنین متوجه شدند که افراد در بازار سرمایه بصورت عقلانی رفتار نمی کنند و بسیاری از عوامل شناختی و رفتاری هستند که در فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران نقش ایفا می کنند. همین امر موجب ظهور و بروز انقلاب رفتاری در مباحث مالی با مقاله (کانمن) و (تورسکی) در سال (۱۹۷۹) گردید.

^۱ Arbitrage Pricing Theory

نظریه ها و تئوری های مالی طبق رویکر مالی رفتاری به این نکته پرداخته اند که تصمیمات سرمایه گذاران تنها تحت تأثیر شاخص های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارند بلکه عوامل دیگری نیز تأثیر بسزایی در رفتار نوع تصمیمات آنها دارند و برخی از این عوامل که ما آنها را به "تورش های رفتاری و خطاهای ادراکی" یاد می کنیم از اتخاذ تصمیم مناسب توسط سرمایه گذاران که شناخت کافی از این عوامل ندارند، جلوگیری می کنند. ما در این تحقیق بر آنیم که با معرفی و تبیین این عوامل، سرمایه گذاران را در گرفتن تصمیم صحیح یاری نمائیم.

۳-۱- سابقه تحقیق

سابقه تحقیقات و مطالعات انجام شده در زمینه مالی رفتاری را می توان در دو بخش ارائه نمود:

بخش اول: سابقه و تحقیقات و مطالعات انجام شده در خارج از کشور

مطالعات رسمی و دانشگاهی در حوزه مالی رفتاری در طی دهه ۱۹۹۰ گسترش یافت. از مطالعاتی که تمرکز خود را در حوزه رفتار فردی سرمایه گذاران قرار دادند می توان به مقاله اسلویچ (۱۹۷۲) درباره برداشت نادرست افراد از مخاطره، مقالات تورسکی و کانمن (۱۹۷۴) و کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) درباره تصمیمات شهودی و چارچوب های تصمیم در سال ۱۹۷۴ و ۱۹۷۹ که نقش بنیادین در این زمینه داشته اند اشاره نمود.

یافته های فوق پایه های شکل گیری نظریه جدیدی را در حوزه تحت عنوان مالی رفتاری پی ریزی نمودند.

بخش دوم: سابقه و تحقیقات و مطالعات انجام شده در داخل کشور

زمینه تحقیق در رابطه با مباحث مالی رفتاری، چند سالی است که در کشور آغاز شده است. از مهم ترین تحقیقات صورت گرفته در این زمینه می توان به مقاله آقای احمد تلنگی در سال (۱۳۸۳)، دانشگاه تهران اشاره کرد که در رابطه با تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری است، پایان نامه آقای مهدی خوشنود با موضوع شناسایی و رتبه بندی گروه های مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران فردی و نهادی در بورس اوراق بهادار تهران، (۱۳۸۳)، دانشگاه تهران و پایان نامه آقای مهدی کرابی با موضوع بررسی عوامل مالی رفتاری اثر گذار بر تصمیم گیری سرمایه گذاران شرکتهای سرمایه گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، (۱۳۸۸)، دانشگاه امام صادق (ع)، اشاره نمود.

۱-۴- اهداف تحقیق

این تحقیق به شناسایی و تبیین عوامل مالی رفتاری مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد و هدف آن یاری رساندن به سرمایه گذاران و کارشناسان مؤسسات سرمایه گذاری در زمینه اتخاذ تصمیمات صحیح سرمایه گذاری از طریق آگاهی دادن به آنها نسبت به دام های مالی رفتاری می باشد.

۱-۵- اهمیت و ضرورت تحقیق

حجم ادبیات موضوع مالی رفتاری طی دهه گذشته در جهان افزایش چشمگیری داشته است ولی در زمینه بررسی عوامل مالی رفتاری اثرگذار بر رفتار سرمایه گذاران در بورس های ایران کار علمی قابل ملاحظه ای صورت نپذیرفته است. تحقیقات دانشگاهها و مراکز تحقیقات مالی کشور درباره عوامل مؤثر بر رفتار سرمایه گذاران و تصمیم گیری های مدیران کشورمان در امور مالی، هنوز راههای بسیار

ابتدایی را می‌پیماید و بیشتر نوشته‌ها جنبه تلخیص و مرور ادبیات مربوطه در سایر کشورها را دارند. لذا اجرای طرح‌های مطالعاتی، پژوهشی در این زمینه ضروری به نظر می‌رسد.

همچنین برای پیشبرد بهتر سیاست‌های اقتصادی کشور و استراتژی خصوصی سازی شرکت‌های دولتی لازم است در جهت کارآمد کردن بازارهای مالی و بورس‌های کشور، موانع پیش روی سرمایه‌گذاران و خطاهای ادراکی مؤثر بر رفتار ایشان شناخته و رفع شود. چرا که در صورت کارا بودن بازار سرمایه، هم قیمت اوراق بهادار به درستی و عادلانه تعیین می‌شود و هم تخصیص سرمایه که مهمترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است بصورت مطلوب و بهینه انجام می‌شود.

ویژگی‌های خاص بازار و عدم شناخت کافی سرمایه‌گذاران نسبت به بازار و تورش‌های رفتاری موجب شده که بازار سرمایه کشور که به منزله قلب پیکره اقتصاد کشور به شمار می‌آید از کارایی و پویایی کافی برخوردار نباشد و سرمایه‌گذاران به علت عدم شناخت کافی از این دام‌ها در اتخاذ تصمیم سرمایه‌گذاری خود دچار اشتباه شدند و همین امر زمینه خروج آنها را از بازار سرمایه فراهم می‌آورد که این می‌تواند پیامدهای نامناسبی برای کشور در پی داشته باشد.

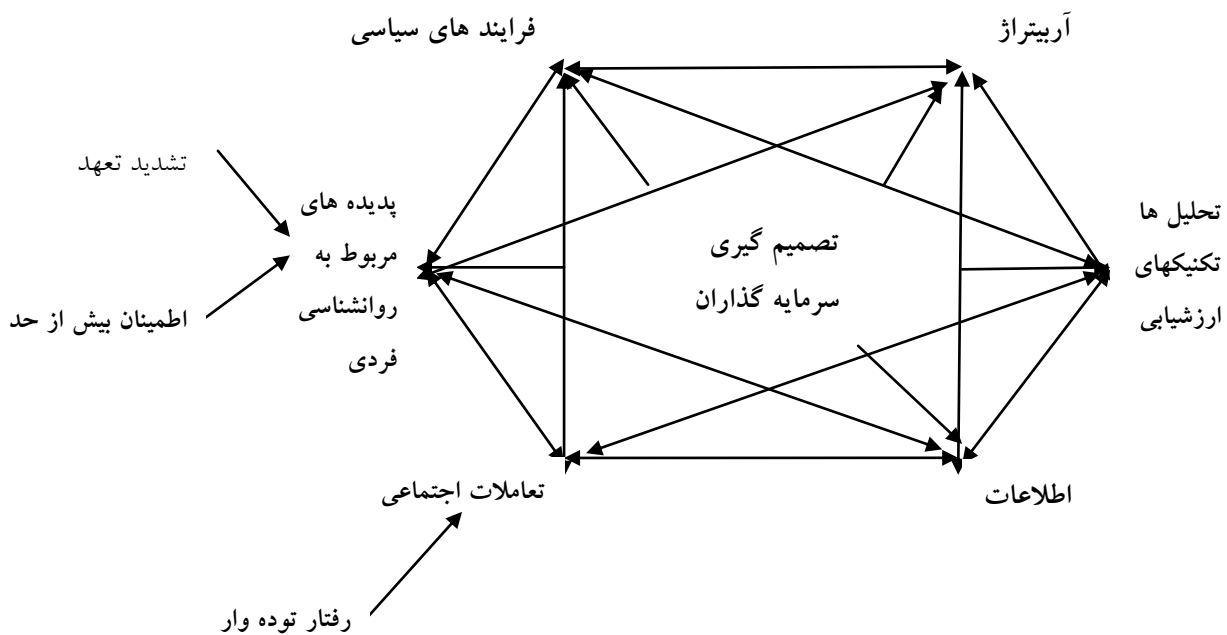
۱-۶- فرضیات تحقیق

۱. اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران در فرایند تصمیم‌گیری آنها مؤثر است.
۲. سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود، تمایل به تشدید تعهد دارند.
۳. رفتار توده وار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مؤثر است.

۱-۷-مدل مفهومی تحقیق

تصمیم‌گیری و انتخاب گزینه‌ها توسط سرمایه‌گذاران، فرایندی است که شش عامل مهم در آن نقش دارند که از این شش عامل، عوامل پدیده‌های مربوط به روانشناسی فردی و تعاملات اجتماعی مد نظر ما در این تحقیق می‌باشد و می‌توان آن‌ها و رابطه آن‌ها را در قالب مدل زیر نشان داد.

نمودار ۱- عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران^۱



در ارتباط با این مدل باید به چند نکته توجه کرد. یکی این که با تعامل بین این عوامل است که سرمایه‌گذار تصمیم‌نهایی را اتخاذ می‌کند، هر چند ممکن است سرمایه‌گذار از تأثیر گذاری برخی از آن‌ها کاملاً بی‌اطلاع باشد. به عنوان مثال، تصور کند تنها عاملی که بر اساس آن تصمیم‌گیری

^۱ .راعی رضا، فلاح پور سعید "مالیه رفتاری، رویکردی متفاوت در حوزه مالی"، ۱۳۸۳، ص ۱۰۳.

کرده است، یک تکنیک ارزشیابی باشد، حال آنکه در استفاده از آن تکنیک دچار یکی از تورش های رفتاری شده باشد. دیگر این که، در شرایط و وضعیتهای مختلف، وزن هر کدام از این عوامل متفاوت است، چنانچه ممکن است در شرایطی، نقش عوامل سیاسی یا یک سری اطلاعات خاص از نتایج مدل های ارزشیابی اثرگذارتر باشد. بنابراین طبق مدل پیشنهادی، برای پیش بینی قیمت ها، رفتار سرمایه گذاران و رفتار بازار باید سعی شود تا عوامل مختلف در نظر گرفته شوند. این مدل، پیچیدگی رفتار بازارهای مالی را نمایان می کند. با توجه به روند کنونی، صاحب نظران مالی در تلاش هستند تا عوامل بیش تری را به صورت کمی وارد مدل های قیمت گذاری دارایی ها کنند.

۸-۱- جامعه آماری و قلمرو تحقیق

جامعه آماری این پژوهش شامل سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

قلمرو تحقیق

بعد موضوعی: این تحقیق در زمینه مالی رفتاری مطرح می گردد.

بعد مکانی: بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

بعد زمانی: مرداد ماه ۱۳۹۰ تا بهمن ماه ۱۳۹۰

۹-۱- روش تحقیق و ابزار جمع آوری اطلاعات

پژوهش حاضر از حیث هدف، کاربردی است. زیرا با استفاده از زمینه و بستر شناختی و معلوماتی که

از طریق تحقیق بنیادی فراهم شده به آزمون برخی عوامل مالی رفتاری مؤثر بر تصمیمات سرمایه

گذاران در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. اما از حیث نحوه گردآوری اطلاعات این پژوهش

توصیفی و از نوع پیمایشی است و از روش میدانی استفاده شده است.

برای جمع آوری داده ها در این تحقیق از پرسشنامه استفاده شده است.

۱-۱۰- محدودیت های تحقیق

۱. عدم دسترسی به تمامی سرمایه گذاران حقیقی در بورس اوراق بهادار تهران.
۲. عدم همکاری وعدم تمایل نسبی پاره ای از سرمایه گذاران انفرادی در بورس اوراق بهادار تهران.
۳. کمبود آگاهی از ضرورت و نتایج مثبت تحقیق و پژوهش در زمینه موضوع های مربوط به سرمایه گذاری و رفتار سرمایه گذاران، و عدم وجود کارشناسان مطلع داخلی در مباحث مالی رفتاری.

۱-۱۱- تعاریف واژه ها و متغیرهای مورد مطالعه

بازار کارا: بازاری است که در آن اطلاعات موجود بلافاصله بر قیمت اوراق بهادار تأثیر می

گذارد. (تهرانی، ۱۳۸۴، ۲۰۵)

مالی رفتاری:

الف) مطالعه نحوه تفسیر و عکس العمل انسان ها به اطلاعات، به منظور اخذ تصمیمات آگاهانه

(Lintner, 1998).

ب) مالی رفتاری، ترکیبی از اقتصاد کلاسیک و مالی، با روانشناسی و علوم تصمیم گیری است که به

دنبال توضیح و تشریح پدیده های غیر عادی مشاهده شده در حوزه مالی است. (Fuller, 2000)

ج) مالی رفتاری، مطالعه چگونگی تأثیر گذاری روانشناسی بر تصمیم گیری های مالی و بازارهای مالی

است. (Shefrin, 1985)

رفتار توده وار: آن دسته رفتارهای سرمایه گذاران در بازار که منجر به نادیده گرفتن پیش بینی ها و عقاید خود در رابطه با قیمت سهام و اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری تنها بر پایه رفتار کل بازار می شود. (بیدگلی، شهریاری، ۲۷، ۱۳۸۶)

تشدید تعهد: زمانی رخ می دهد که روند و جریان تصمیم، یکسری از تصمیمات متوالی را در پی داشته باشد. (قلی پور، ۱۳۸۸، ۱۵۵)

اطمینان بیش از حد: بیش اطمینانی را می توان به صورت ایمانی نا به جا به استدلال شهودی، قضاوت ها، و توانایی های شناختی فرد خلاصه کرد. (قلی پور، ۱۳۸۸، ۱۶۴)

تصمیم گیری: انتخاب یک راه از میان راه های مختلف. (الوانی، ۱۳۸۵، ۱۹۹)

بخش اول: سیر تحول از مالی نوین تا مالی رفتاری

مقدمه

تاریخچه نظریه های مالی در چند دهه اخیر را می توان در دو انقلاب و دگرگونی اصلی خلاصه کرد. ابتدا انقلاب نئوکلاسیک ها در علوم مالی بود. فرض اصلی تئوری ها و نظریه های مالی طبق این رویکرد، کارایی بازار و عقلایی رفتار کردن سرمایه گذاران در بازار است. این رویکرد با قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM)^۱ و نظریه های بازار کارا (EMH)^۲ در دهه ۱۹۶۰ و مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای میان مدت و نظریه های قیمت گذاری آربیتراژی (APT)^۳ در دهه ۱۹۷۰ آغاز شد.

دومین انقلاب و دگرگونی اساسی، انقلاب رفتاری در مباحث مالی بود که در دهه ۱۹۸۰ با طرح پرسش پیرامون منبع نوسان در بازارهای مالی و با کشف ناهنجاریهای بی شمار و نیز تلاش در جهت یکپارچه کردن نظریه انتظار کانمن^۴ و تورسکی^۵ و دیگر نظریه های روانشناسی با نظریه های مالی شروع شد. نظریه های تئوری های مالی طبق این رویکرد به این نکته پرداخته اند که تصمیمات سرمایه گذاری تنها تحت تأثیر شاخص های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد بلکه عوامل دیگری نیز تأثیر بسزایی در رفتار و نوع تصمیمات آنها دارد. (برجی دولت آبادی، ۱۳۸۷، ص ۵)

در این بخش به تبیین و تفسیر نظریه ها و تئوری های طبق این دو رویکرد خواهیم پرداخت.

^۱ .Capital assets pricing model

^۲ .Efficient Markets Hypothesis

^۳ .Arbitrage Pricing Theory

^۴ .Kahneman

^۵ .Tversky

۲-۱-۱- مطالعات انجام شده درباره نظریه های نوین مالی

هر چند که بسیاری از اصول و نظریه های مالی ریشه در سال های بسیار دور و تحت عنوان علوم دیگر مطرح بوده است. با این وجود دهه ۱۹۵۰ را می توان تاریخ زایش مالی نامید. دهه ۱۹۵۰ با شاهکار مارکوویتز در تبیین قاعده میانگین-واریانس سر منشأپیدایش نظریه نوین مالی شد. در این دهه عمده مطالعات مالی تمرکز بر تحلیل های ریاضی و کمی سازی مفاهیم مالی داشت از جمله این مطالعات می توان به مقاله (انتخاب سبد سهام)^۱ توسط مارکوویتز در سال ۱۹۵۲ و مقاله (ترجیح نقد شوندگی به عنوان رفتاری در جهت مخاطره)^۲ توبین در سال ۱۹۵۸ اشاره نمود.

مطالعات دهه ۱۹۶۰ سعی در تصمیم چارچوب تحلیلی ارایه شده توسط مارکوویتز برای کل بازارهای مالی و ارایه مدل های تعاملی جهت تبیین رفتار سرمایه گذاران داشتند. که از آن جمله می توان به کارهای موسین تحت عنوان (تعادل در بازاردارایی های سرمایه ای)^۳ در سال ۱۹۶۶، شارپ با نام (قیمت دارایی های سرمایه ای، نظریه تعادل بازار تحت شرایط مخاطره)^۴ در سال ۱۹۶۴ و لیتنر در سال ۱۹۶۵ با نام (ارزیابی مخاطره دارایی ها و انتخاب سرمایه گذاری مخاطره ای در پرتفوی سهام و بودجه سرمایه ای)^۵ اشاره نمود. در دهه ۱۹۷۰ نظریه های بازارهای کارا به بالاترین درجه نفوذ در مطالعات دانشگاهی رسید. مدل های مالی غالب در دهه ۱۹۷۰ به بررسی رابطه قیمت دارایی ها و متغیرهای کلان اقتصادی پرداختند و با استفاده از نظریه انتظارات عقلایی سعی در گره زدن علوم مالی و کل اقتصاد در یک نظریه جذاب داشتند. که از این جمله می توان به مقالات (مدل قیمت گذاری دارایی

¹ .Portfolio Selection

² .Liquidity Preference As Behavior Toward Risk

³ .Equilibrium in a Capital Asset Market

⁴ .Capital Asset Prices. A Theory of market Equilibrium under Condition of Risk

⁵ .The Valuation of Risk Assets and The selection of Risk Investment in Stock Portfolio and Capital Budgets

های سرمایه ای چند دوره ای) ^۱ مرتن در سال ۱۹۷۳، (قیمت دارایی در اقتصاد بورسی) ^۲ لوکاس در سال ۱۹۷۸، (بتای مصرفی) ^۳ بریدن در سال ۱۹۷۹، اشاره نمود.

مطالعات دهه ۱۹۸۰ به سازگاری نظریه بازارهای کارا برای کل بازار سهام با استفاده از مدل های اقتصاد سنجی با بررسی خواص سری های زمانی قیمت ها، سودهای نقدی و عایدات پرداختند. تمرکز اصلی این دوره از مطالعات بر این بود که آیا سهام نوسان پذیری اضافی نسبت به آنچه که با استفاده از نظریه بازارهای کارا پیش بینی می شود دارد یا نه؟

از جمله این مطالعات می توان به مقالات (مصرف، بازار، دارایی ها و نوسانات کلان اقتصادی) ^۴ توسط شیلر در سال ۱۹۸۲، (آزمون نوسان پذیری سود نقدی و دامنه واریانس به منظور بررسی منطقی بودن قیمت سهام) ^۵ توسط مارش و مرتن در سال ۱۹۸۶، (نسبت سود نقدی به قیمت و انتظارات از سودهای نقدی آتی و عامل های تنزیل) ^۶ توسط کمپل و شیلر در سال ۱۹۸۹، (تجزیه واریانس بازدهی سهام) ^۷ توسط کمپل در سال ۱۹۹۱ اشاره نمود. در انتهای دهه ۱۹۸۰ هنوز نظریه بازارهای کارا برای کل بازار سهام توسط هیچ مطالعه جامعی و بطور مؤثر نوسانات بازار سهام را به متغیرهای بنیادی آن پیوند نداده بود که حوزه تمرکز مطالعات محققین دانشگاهی به سمت سایر نظریه ها سوق پیدا کرد. نگراره زیر حوزه تمرکز مطالعات مالی را در غالب نظریه نوین مالی در طی دهه های مختلف نمایش می دهد.

1. An intertemporal Capital Asset Pricing Model

2. Asset Prices in an Exchange Economy

3. consumption Betas

4. Consumption, Asset Markets and Markroeconomic Fluctuations

5. Dividend Variability and Variance Bond Tests for the Rationality of Stock market prices

6. The Dividend –Price Ration and Expectations of Future Dividends and Discount Factors

7. A variance Decomposition for stock Returns