





دانشکده علوم اقتصادی و اداری

پایان نامه دوره کارشناسی ارشد در رشته مدیریت بازرگانی گرایش مالی

موضوع:

بررسی اثر تمایلی بر جریان‌های نقدی و عملکرد شرکت‌های سرمایه
گذاری بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما:

دکتر شهاب‌الدین شمس

استاد مشاور:

دکتر محمود یحیی زاده فر

اساتید داور:

دکتر مهرداد مدهوشی

دکتر اسمعیل ابونوری

دانشجو:

عباس امامی

اسفند ماه ۱۳۸۸

پاسکاری

سپاس پاک خدای با عظمت را که بمواره در سایه عنایتش بوده ام و هر زمان که او را خوانده ام آرام یافته ام خدایی که پای اندیشه تیرکام در راه شناسایی او کنگ است و سر فکرت شرف رو به دریای معرفتش بر سنگ و حرچه نجم به پای پاس او نرسد.

نهایت پاس خود را به استاد عالیقدرم جناب آقای دکتر شهاب الدین شمس که با حوصله و بزرگواری تمام راهنمایی این رساله را بر عهده گرفته و بمواره پشتیبان من در دوران تحصیل و کسب درجات علمی و اخلاقی بوده اند تقدیم می دارم.

از استاد گرامی جناب آقای دکتر محمودیحی زاده فرکه مشاوره این پایان نامه را بر عهده داشته اند نیز کمال تشکر و امتنان را دارم. همچنین از زحمات اساتید ارجمندم در دانشگاه مازندران که در طول دوران تحصیل افتخار تلمذ و نگارگریشان را داشته ام تشکر می نمایم.

اول از استاد یاد آموختیم

پس سویدای سواد آموختیم

از پدر که قالب تن یاقیم

از معلم جان روشن یاقیم

در پایان لازم می دانم که مراتب پاس قلبی خود را از کلیه دوستان به خاطر حمایت و مزاحمت بی دریغشان اعلام دارم و از خداوند متعال موفقیت روز افزون بهنگان را خواهانم.

تقدیم ہے:

آن کہ بہ من آموخت....

اصالت انسان اندیشیدن اوست و اندیشہ او سازندہ رفتار اوست.

آموخت: می روییم و می میریم و آن چہ باقی می ماند زندگی است باخاطراتی از اندیشہ و رفتار ما.
با ایمان خود یادکاری جاودان بر این بی تقابلی خاک بشانیم تا خاطره ای باشد شایستہ یک انسان.

تقدیم ہے:

پدر بزرگوارم

و

مادر عزیزم

کہ دعایشان ہموار کر راہ من است.

چکیده

در این تحقیق وجود اثر تمایلی در شرکتهای سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران و تاثیر آن بر عملکرد و جریانانات نقدی این شرکتها مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است. با توجه به جوان بودن و نامتشکل بودن بازار سرمایه ایران، شواهد اولیه حکایت از آن دارد که شرکتهای سرمایه گذاری در معاملات خود، سهام سود ده (برنده) را سریع به فروش رسانده و سهام زیان ده (بازنده) را برای مدت طولانی حفظ می نمایند. بنابراین با استفاده از مدل ادین به بررسی این رفتار پرداختیم. یافته های تحقیق که با استفاده از آزمون آماری t -استیودنت انجام شده، حاکی از آن است که نسبت مهمی (۱۸٪) از تمامی شرکتهای سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران اثر تمایلی را نشان می دهند.

همچنین دیگر یافته های تحقیق که با روش حداقل مربعات معمولی (OLS) و در صورت وجود خودهمبستگی پسماندها و ناهمسانی واریانس، از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) استفاده شده، نشان می دهد که اثر تمایلی شرکتهای سرمایه گذاری تاثیر منفی معنی داری بر عملکرد (بازدهی تعدیل شده پس از ریسک) این شرکتها دارد. علاوه بر این نتایج تحقیق نشان می دهد که بین اثر تمایلی شرکتهای سرمایه گذاری و جریانانات نقدی رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. با این حال نتایج تحقیق حاکی از آن است که، اثر تمایلی تاثیر منفی معناداری بر جریانانات نقدی شرکتهای دارای عملکرد (بازده اولیه) بالا داشته و رابطه مستقیمی میان عملکرد پایین و جریان نقدی ضعیف ایجاد می نماید. در نهایت نتایج تحقیق مبین آن است که معیار بسط تمایلی تنها با عامل ارزش (ارزش دفتری به ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام) در مدل سه عامله فاما و فرنیچ رابطه مستقیم و معناداری دارد.

کلمات کلیدی:

اثر تمایلی، شرکتهای سرمایه گذاری، عملکرد، جریان نقدی، بورس اوراق بهادار تهران.

فهرست مطالب

عنوان

صفحه

فصل اول: کلیات	۱
۱-۱- مقدمه	۲
۲-۱- تبیین موضوع	۲
۳-۱- اهداف تحقیق	۵
۴-۱- اهمیت و ضرورت تحقیق	۶
۵-۱- قلمرو تحقیق	۶
۶-۱- فرضیات تحقیق	۷
۷-۱- تعاریف عملیاتی واژه ها و متغیرهای تحقیق	۷
فصل دوم: ادبیات موضوع تحقیق	۸
۱-۲- مقدمه	۹
۲-۲- نظریه مالی نوین	۱۰
۱-۲-۲- چارچوب های نظریه نوین مالی	۱۱
۲-۲-۲- نقد نظریه نوین مالی	۱۲
۳-۲- ظهور مالی رفتاری	۱۲
۱-۳-۲- تعریف مالی رفتاری	۱۳
۲-۳-۲- مقایسه عقلانیت و رفتارگرایی	۱۳
۳-۳-۲- مفاهیم کلیدی مالی رفتاری	۱۴

- ۱۴.....۴-۳-۲- موضوعات مالی رفتاری
- ۱۵.....۵-۳-۲- طبقه بندی مالی رفتاری
- ۱۵.....۱-۵-۳-۲- محدودیت در آربیتراژ و نظریه انتظارات:
- ۱۹.....۲-۵-۳-۲- روانشناسی شناختی و روش های آزمون و خطا
- ۲۲.....۶-۳-۲- انتقادات وارده بر مالی رفتاری
- ۲۳.....۴-۲- ادبیات نظری اثر تمایلی
- ۲۳.....۱-۴-۲- اثر تمایلی
- ۲۴.....۲-۴-۲- نظریات عقلایی اثر تمایلی
- ۲۶.....۳-۴-۲- ایده بازگشت به میانگین بازده
- ۲۷.....۴-۴-۲- ارتباط نظریه انتظار با اثر تمایلی
- ۲۸.....۵-۴-۲- زیان گریزی
- ۲۹.....۶-۴-۲- حسابداری ذهنی
- ۳۱.....۷-۴-۲- در جستجوی غرور و اجتناب از پشیمانی
- ۳۲.....۸-۴-۲- خود کنترلی
- ۳۳.....۹-۴-۲- عدم تقارن اطلاعات و اثر تمایلی
- ۳۵.....۱۰-۴-۲- اثر تمایلی و مومنتوم
- ۳۶.....۱۱-۴-۲- نقش اثر تمایلی در بازارهای مالی
- ۳۷.....۵-۲- سابقه عملکرد و رابطه میان عملکرد- جریان نقدی در شرکتهای سرمایه گذاری
- ۳۸.....۱-۵-۲- توضیحاتی درباره رابطه نامتقارن عملکرد- جریان نقدی
- ۳۹.....۲-۵-۲- عمر صندوق و FPR
- ۳۹.....۳-۵-۲- پیشینه تحقیقات درباره عملکرد- جریان نقدی

۴۰	۶-۲- اثر تمایلی و عملکرد شرکتهای سرمایه گذاری
۴۱	۷-۲- اثر تمایلی و جریان نقدی شرکتهای سرمایه گذاری
۴۲	۷-۲-۱- ارتباط اثر تمایلی با اثر مالیاتی
۴۳	۸-۲- پیشینه تحقیقات داخلی و خارجی
۵۰	فصل سوم: متدولوژی تحقیق
۵۱	۳-۱- مقدمه
۵۱	۳-۲- روش تحقیق
۵۳	۳-۳- روش جمع آوری و تجزیه تحلیل اطلاعات
۵۴	۳-۴- جامعه آماری تحقیق
۵۵	۳-۵- نمونه آماری
۵۵	۳-۶- معرفی الگوها و متغیرهای تحقیق
۵۵	۳-۶-۱- نحوه محاسبه اثر تمایلی
۵۹	۳-۶-۲- اثر تمایلی و عملکرد صندوق
۶۰	۳-۶-۲-۱- مدل عملکرد
۶۰	۳-۶-۲-۲- معرفی متغیر وابسته (عملکرد)
۶۰	۳-۶-۲-۳- معرفی مدل سه عامله فاما- فرنچ
۶۱	۳-۶-۲-۴- بازده شرکتهای سرمایه گذاری
۶۲	۳-۶-۲-۵- بازده بدون ریسک
۶۳	۳-۶-۲-۶- بازده بازار
۶۳	۳-۶-۲-۷- اندازه پرتفوی سهام
۶۳	۳-۶-۲-۸- ارزش دفتری به ارزش بازاری پرتفوی سهام

۶۴	۳-۶-۳ معرفی متغیرهای توضیحی مدل عملکرد.....
۶۵	۳-۶-۴ مدل DES.....
۶۶	۳-۶-۵ اثر تمایلی و جریانات نقدی صندوق.....
۶۶	۳-۶-۵-۱ مدل جریانات نقدی بدون کنترل عملکرد.....
۶۷	۳-۶-۵-۲ مدل جریانات نقدی بعد کنترل عملکرد.....
۶۸	۳-۶-۶ الگوی ارتباط اثر تمایلی و جریانات نقدی صندوق.....
۶۸	۳-۶-۷ الگوی تاثیر اثر تمایلی بر رابطه میان عملکرد- جریان نقدی.....
۶۹	۳-۷-۷ روش های آماری و تجزیه و تحلیل داده.....
۷۰	۳-۷-۱ خود همبستگی.....
۷۱	۳-۷-۲ تخمین حداقل مربعات معمولی (OLS) در حالت وجود خود همبستگی.....
۷۱	۳-۷-۳ تخمین OLS بدون در نظر گرفتن خود همبستگی.....
۷۲	۳-۷-۴ آزمون دوربین- واتسون (DW).....
۷۳	۳-۷-۵ نحوه عملکرد جمله AR و MA.....
۷۳	۳-۷-۶ فرایند میانگین متحرک.....
۷۴	۳-۸-۸ ناهمسانی واریانس.....
۷۵	۳-۸-۱ روش حداقل مربعات وزنی (WLS).....
۷۶	۳-۸-۲ آزمون ناهمسانی واریانس وایت.....
۷۷	فصل چهارم: تجزیه و تحلیل یافته ها.....
۷۸	۴-۱-۱ مقدمه.....
۷۸	۴-۲-۲ آمار توصیفی الگوهای تحقیق.....
۸۱	۴-۳-۳ آزمون فرضیات تحقیق.....

۸۱	۴-۴-آزمون فرضیه اول
۸۲	۴-۵-آزمون فرضیه دوم
۸۳	۴-۵-۱- نتایج آزمون فرضیه دوم پس از رفع خود همبستگی و ناهمسانی واریانس
۸۵	۴-۵-۲- نحوه محاسبه متغیر عملکرد (بازدهی تعدیل شده پس از ریسک)
۸۷	۴-۶-آزمون فرضیه سوم
۸۹	۴-۷-آزمون فرضیه چهارم
۹۱	۴-۸-آزمون فرضیه پنجم
۹۲	فصل پنجم: خلاصه، نتیجه گیری و پیشنهادات
۹۳	۵-۱- مقدمه
۹۳	۵-۲- مروری بر مساله و خلاصه تحقیق
۹۴	۵-۳- نتایج کلی آزمون فرضیه های تحقیق
۹۵	۵-۴- مقایسه نتایج حاضر با نتایج تحقیقات قبلی انجام شده
۹۵	۵-۵- محدودیت های تحقیق
۹۶	۵-۶- پیشنهاد برای تحقیقات آتی
۹۸	- منابع و ماخذ
۹۹	- منابع فارسی
۱۰۰	- منابع لاتین
۱۰۳	- پیوست ها

فهرست جدول ها

عنوان

صفحه

-
- جدول (۱-۲): پیشینه تحقیقات انجام شده در حیطه مالی رفتاری در ایران ۴۵
- جدول (۲-۲): پیشینه تحقیقات اثر تمایلی بر سرمایه گذاران فردی ۴۷
- جدول (۳-۲): پیشینه تحقیقات اثر تمایلی بر سرمایه گذاران نهادی ۴۸
- جدول (۱-۴): آمار توصیفی بسط تمایلی ۷۹
- جدول (۲-۴): آمار توصیفی مدل سه عامله فاما- فرنچ ۸۰
- جدول (۳-۴): آمار توصیفی مدل عملکرد ۸۰
- جدول (۴-۴): آمار توصیفی مدل جریان نقدی ۸۰
- جدول (۵-۴): آزمون فرضیه اول ۸۱
- جدول (۶-۴): آزمون فرضیه دوم قبل از خود همبستگی ۸۲
- جدول (۷-۴): آزمون ناهمسانی واریانس وایت ۸۲
- جدول (۸-۴): آزمون فرضیه دوم پس از رفع خود همبستگی و ناهمسانی واریانس ۸۵
- جدول (۹-۴): آزمون مدل سه عامله فاما- فرنچ ۸۶
- جدول (۱۰-۴): آزمون فرضیه سوم ۸۷
- جدول (۱۱-۴): آزمون ناهمسانی واریانس وایت ۸۷
- جدول (۱۲-۴): آزمون فرضیه چهارم ۹۰
- جدول (۱۳-۴): آزمون ناهمسانی واریانس وایت ۹۰
- جدول (۱۴-۴): آزمون فرضیه پنجم ۹

فصل اول

کلیات

فصل اول: کلیات تحقیق

۱-۱- مقدمه:

هر تحقیق علمی شامل مراحل است که باید طی شوند. این مراحل عبارتند از: مشاهده، تفکر، ایجاد فرضیه و آزمون آنها و در نهایت تدوین تئوری و نظریه. در این پایان نامه نیز محقق اقدام به شناخت مسأله و تعریف آن نموده و پس از تدوین فرضیه ها به جمع آوری اطلاعات برای آزمون فرضیه ها پرداخته است. و سپس برای تجزیه و تحلیل و طبقه بندی این اطلاعات از تکنیک های آماری مبتنی بر کامپیوتر استفاده کرده و در نهایت به نتیجه گیری از این داده ها پرداخته که از این طریق فرضیه ها را آزمون نموده تا بتواند به تئوری تحقیق دست یابد.

۱-۲- تبیین مسئله:

داشتن یک نگرش سیستماتیک به بازار سرمایه، کنش ها و واکنش های آن، در دست یابی به شناختی درست از آن ضروری است. در بازارهای پیچیده امروزی، برای آن که بتوانیم تحلیلی درست از بازار ارایه کنیم باید کلیه عوامل اثرگذار بر آن را بشناسیم. یکی از عوامل مهم و موثر در بازارهای مالی، کنش های رفتاری سرمایه گذاران است. این موضوع به حدی مهم و اثرگذار است که در سال های اخیر دانشمندان علوم مالی، مجموعه تعاملات رفتاری سرمایه گذاران را نظریه پردازی کرده و در مقوله نسبتاً گسترش یافته ای به نام مالیه رفتاری^۱ قرار داده اند. پیشینه مالیه رفتاری تقریباً به اوایل دهه هفتاد باز می گردد. این شاخه ترکیبی علوم مالی، که در واقع علوم روانشناسی و بعضاً جامعه شناسی را برای تحلیل بهتر مسایل بازارهای مالی مورد استفاده قرار می دهد و به وجوهات مختلف بازارهای مالی می پردازد و تأکید آن بیشتر به تأثیر شخصیت، فرهنگ و قضاوت های سرمایه گذاران بر تصمیم های سرمایه گذاری می باشد.

یکی از مهم ترین بازیگران بازار سرمایه و بخصوص بازار اوراق بهادار، شرکتهایی هستند که در زمینه سرمایه گذاری در سایر شرکتهای از طریق خرید سهام آنها فعالیت می کنند. این شرکتهای عمدتاً با نام شرکتهای سرمایه گذاری^۲ شناخته می شوند، در سال های اخیر چه از نظر تعداد و چه از نظر ارزش سرمایه رشد زیادی داشته اند و بخش بزرگی از سهام شرکتهای حاضر در

^۱. Behavioral finance

^۲ - این شرکتهای می توانند شرکتهای بیمه، بانک ها، صندوق های سرمایه گذاری، صندوق های بازنشستگی و ... را شامل شوند.

بورس را در اختیار گرفته اند. این نقش پر رنگ در بازار سرمایه موجب شده است که نحوه فعالیت و معامله این شرکتها، تأثیر قابل ملاحظه ای بر قیمت ها، شاخص ها و عملکرد سایر فعالان بازار داشته باشد.

یافته های نظری و تجربی محققین و تحلیل گران بازار سرمایه، نظیر شفرین و استات من^۱ (۱۹۸۵) اُدین^۲ (۱۹۹۸)، شاپیرا و ونزیا^۳ (۲۰۰۰)، گرین بلات و هان^۴ (۲۰۰۵)، فرازینی^۵ (۲۰۰۶) تأیید می نماید که در بازارهای مالی، یک پدیده منحصر به فرد و معما گونه وجود دارد، بدین صورت که به نظر می رسد، سرمایه گذاران (اعم از فردی و نهادی) تمایلی به تشخیص زیان هایشان نداشته و به تشخیص سودشان علاقه مند می باشند. به عبارتی، این سرمایه گذاران سهامی را که در دوره پیش عملکرد خوبی داشته اند را فروخته و در مقابل سهامی را که عملکرد (بازده) ضعیفی داشته را حفظ می نمایند. و به طور خلاصه و مشخص می توان بیان نمود که سرمایه گذاران علاقه مندی بیشتری به فروش سریع سهام برنده (سود ده) و نگهداری با تعلل سهام بازنده (زیان ده) خود دارند. که این رفتار، اولین بار توسط شفرین و استات من (۱۹۸۵)، به عنوان «اثر تمایلی»^۶ نام گذاری شد.

اثر تمایلی، یک شکلی از معاملات غیر عقلایی است که به طور گسترده مورد مطالعه قرار گرفته و در میان سرمایه گذاران سازمانی نیز تأیید شده است و تأثیر نامطلوب و معنی دار این رفتار بر معاملات و عملکرد و همچنین جریانهای نقدی این نوع از سرمایه گذاران به اثبات رسیده است. (شاپیرا و ونزیا (۲۰۰۰)، سی سی^۷ (۲۰۰۵)، ژائو جین یو^۸ (۲۰۰۷)

از دیدگاه صاحب نظران، اثر تمایلی انعکاس دهنده دیدگاه سرمایه گذاران در مورد اجزای پرتفوی و هم چنین شناسایی عملکرد است که تنها بر تصمیمات فروش یا نگهداری اوراق بهادار تأثیر گذار است. طبق شواهد تجربی، سرمایه گذاران سازمانی به دلیل تجربه معاملاتی بیشتر و برخورداری از کارکنان خبره و بهره مندی از ابزارهای تکنولوژیک، باید کمتر در معرض این خطاهای رفتاری نسبت به سرمایه گذاران فردی قرار گیرند. (هیمن، آنارت، ۲۰۰۷، ص ۱۴)^۹

^۱. Shefrin&Statman

^۲. Odean

^۳. Shapira & Venezia

^۴. Grinblatt&Han

^۵. Frazzini

^۶. Disposition Effect

^۷. Cici

^۸. Zhaojin XU

^۹. Heyman&Annart

همچنین تحقیقات چپوالیر و الیسون^۱ (۱۹۹۷)، لینچ و مُستو^۲ (۲۰۰۰) و برک و گرین^۳ (۲۰۰۴) رابطه نامتقارن^۴ و محدب^۵ محدب^۵ میان عملکرد و جریانات نقدی را در صندوق های سرمایه گذاری مشترک تأیید کرده اند. طبق یافته های این تحقیقات، سرمایه گذاران حساسیت بالاتری نسبت به بازده خوب و حساسیت کمتری به بازدهی ضعیف نشان می دهند و بنابراین رابطه عملکرد و جریان نقدی برای یک صندوق با سابقه عملکرد خوب به صورت محدب و نامتقارن و برای صندوقی با سابقه عملکرد ضعیف، مسطح تر خواهد بود.

تاکنون تحقیقات فراوانی در اکثر حوزه های مرتبط با بازار سرمایه در ایران صورت گرفته است، آنچه در این میان کمتر مورد توجه قرار گرفته است، پرداختن به تحقیقات جدی و منسجم در خصوص نحوه فعالیت و معاملات شرکت های سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. در یک بازار کارا، قاعدتاً، اثر تمایلی نباید وجود داشته باشد، چون قیمت پرداخت شده در این بازار، یک هزینه سوخت شده در زمان فروش است. (شاپیرا، ونزیا، ۲۰۰۰، ص ۴)^۶

با توجه به اینکه ایران، کشوری در حال توسعه می باشد و مخصوصاً دارای بازار سرمایه جوان و از لحاظ ساختاری تقریباً نا مشکل است (تغییرات مداوم در ساختار و قوانین و مقررات حاکم بر آن و هم چنین مشکلات و تنگناهای موجود برای فعالیت آزادانه و مستقل سهامداران، شرکتهای و سازمان های ناظر، مواردی هستند که از نشانه های یک بازار نامشکل تلقی می شوند. عنایت، ۱۳۸۰) بنابراین، می توان انتظار داشت که سطح معنی داری از اثر تمایلی در این بازار وجود داشته باشد. و از آنجاییکه تداوم و گسترش فعالیت شرکتهای سرمایه گذاری در داشتن بازدهی برای سرمایه گذاران آنان نهفته است و با توجه به نقش کلیدی این واسطه های مالی در بازار سرمایه و بخصوص اوراق بهادار، بررسی رفتار معاملاتی این سرمایه گذاران سازمانی در بازار بورس ایران در خصوص تمایل آنها به حفظ سهام زیان ده و فروش سریع سهام سود ده در معاملاتشان و به عبارتی رفتاری مبتنی بر اثر تمایلی، نه تنها ضروری است، بلکه امری بایسته نیز می باشد.

^۱. Chevalier&Ellison

^۲. Lynch&Musto

^۳. Berk&Green

^۴. Asymmetry

^۵. Convex

^۶ - اثر تمایلی، از لحاظ منطقی نقض نمی شود، اگر قیمت های گذشته بر عقاید سرمایه گذاران درباره بازده آتی آنان تأثیر داشته باشد. با این حال، شکل ضعیف فرضیه بازار کارا، نشان می دهد که قیمت های تاریخی، اطلاعاتی را درباره بازده آتی ارائه نمی کنند.

حال می توان مسئله اصلی این تحقیق را که به دنبال یافتن پاسخی برای آن در بازار سرمایه (و به طور خاص بازار بورس اوراق بهادار) هستیم را به این نحو بیان نماییم که «آیا حقیقتاً شرکت های سرمایه گذاری، اثر تمایلی را از خود بروز می دهند؟ و در صورت تأیید این حالت، چه تأثیری بر عملکرد و جریانات نقدی این شرکتها خواهد داشت؟

در اکثر کشورهای دنیا، محققان تلاش قابل توجهی برای درک رفتار معاملاتی سرمایه گذاران سازمانی در بازار و به تبع آن تأثیر این عوامل بر قیمت و بازدهی داشته اند، چراکه رفتارهایی که بر تصمیمات سرمایه گذاری مشارکت کنندگان در بازار تأثیر می گذارند، از اهمیت خاصی برخوردارند. با این حال برای اولین بار است که چنین تحقیقی در مورد نحوه فعالیت شرکت های سرمایه گذاری در ایران انجام می گیرد، البته به صورت هدفمند. بنابراین می توان انتظار داشت که نتیجه حاصل از آن راه گشای تحقیقات و مطالعات دیگری در این زمینه باشد.

۱-۳- اهداف تحقیق:

با نگاهی به بازار بورس ایران طی چند سال اخیر، لزوم بررسی رفتار سرمایه گذاران سازمانی^۱ پررنگ تر می شود. از یک سو در چند سال گذشته، شرکت های سرمایه گذاری حاضر در بورس، چه از نظر تعداد و چه از نظر میزان سرمایه رشد بالایی را داشته اند^۲ که این خود نشان دهنده تأثیر فزاینده آنها بر بازار می باشد و از سوی دیگر، بازار بورس ایران طی سال های اخیر، تلاطم های زیادی داشته و نوسانات بالایی را تجربه کرده است. از آنجاییکه فعالیت شرکتهای سرمایه گذاری می تواند آثار پایدار یا ناپایدار کننده را بر سطح بازار داشته باشد، می توان با بررسی فعالیت آنها، بر نقش مثبت یا منفی آن در نوسانات بازار پی برد. آنچه در این تحقیق به عنوان هدف اصلی و علمی مورد نظر قرار گرفته است، بررسی و آزمون اثر تمایلی در بین بازیگران عمده بازار سرمایه که همان شرکت های سرمایه گذاری هستند و هم چنین میزان تأثیر گذاری این حالت بر بازدهی (عملکرد) و جریانات نقدی این شرکتها می باشد.

از طرفی، هدف کاربردی این تحقیق، می تواند مورد استفاده سیاستگذاران و عاملان بازار سرمایه قرار گیرد. برای مثال اگر نتیجه تحقیق پاسخ مثبتی برای سؤالات تحقیق باشد، آنگاه می توان با ارائه اطلاعات جدید و بیشتر به بازار، از ادامه این پدیده و

^۱. Institutional Investment

^۲ - هم اکنون نزدیک به ۵۰ شرکت سرمایه گذاری در بورس تهران فعالیت دارند که تعداد قابل ملاحظه ای از آنها در بین ۱۰۰ شرکت بزرگ بورس از نظر سرمایه قرار دارند.

گسترش آن جلوگیری به عمل آورد. هم چنین می توان ترتیبی اتخاذ نمود که تأثیر این پدیده بر تلاطم و ناپایداری بازار ممکن کاهش یابد. هم چنین از دیگر اهداف کاربردی، می توان کمک به سرمایه گذاران در مورد انتخاب سرمایه گذاری در شرکتهای سرمایه گذاری حاضر در بورس اوراق بهادار تهران باشد.

۱-۴- اهمیت و ضرورت تحقیق:

با توجه به مباحث ارائه شده، شرکتهای سرمایه گذاری در بازار سرمایه کشورمان از نقش و اهمیت روز افزونی برخوردارند و حفظ و گسترش این نقش، مستلزم جلب نظر صاحبان پس اندازهای کوچک به عنوان سهامداران و تأمین کنندگان منابع مالی این شرکتها می باشند و این امر میسر نخواهد شد مگر با اداره مطلوب همراه با بازدهی (سود دهی) مناسب برای این سهامداران فردی^۱. بنابراین سه دلیل عمده را می توان برای اهمیت بیشتر بررسی رفتار معاملاتی این سرمایه گذاران سازمانی مطرح نمود: علت اول، از حجم بالای سرمایه و معاملات این شرکت ها ناشی می شود. علت دوم، که در واقع نتیجه علت اول می باشد، به تأثیر بزرگتری بر می گردد که این سرمایه گذاران بر سطح قیمتها و بازار می گذارند. آخرین دلیلی که می توان بیان نمود، این است که به دلیل پیچیدگی بیشتر این شرکتها و اطلاعات بیشتری که در اختیار دارند، نتایج حاصل از بررسی رفتار آنها، کارکرد بیشتری در راستای شناخت بازار سرمایه خواهد داشت. علاوه بر موارد فوق، عدم پژوهش مشابه در خصوص پدیده اثر تمایلی در بازار بورس ایران، توجیه دیگری برای انجام این تحقیق به شمار می آید.

۱-۵- قلمرو تحقیق:

قلمرو موضوعی:

از لحاظ موضوعی، این تحقیق به بررسی رفتار مبتنی بر اثر تمایلی و تأثیر آن بر عملکرد و جریانهای نقدی شرکت های سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران می پردازد.

قلمرو زمانی: این تحقیق از لحاظ زمانی، از ابتدای سال ۱۳۸۲ تا پایان شهریور ۱۳۸۷ را مورد بررسی و مطالعه قرار می دهد.

قلمرو مکانی: از نظر بعد مکانی، این تحقیق در بورس اوراق بهادار تهران انجام یافته است.

^۱. Individual investment

۱-۶- فرضیه های تحقیق:

هر تحقیق علمی با مسأله ای آغاز می شود و محقق برای حل مسأله و پاسخ گویی به سؤال، فرضیه ای تدوین می نماید. بنابراین فرضیه، ابزار نیرومند و با اهمیت یک پژوهش علمی است که پژوهشگر به کمک آن به جستجوی یک تبیین می پردازد. در این تحقیق فرضیه های زیر تدوین شده است.

(۱) شرکتهای سرمایه گذاری بورس اوراق بهادار تهران دارای اثر تمایلی می باشند.

(۲) بین اثر تمایلی و عملکرد (بازدهی تعدیل شده پس از ریسک) پایین شرکتهای سرمایه گذاری رابطه مستقیمی وجود

دارد.

(۳) بین اثر تمایلی شرکتهای سرمایه گذاری و جریان نقدی این شرکتهای، رابطه معکوسی وجود دارد.

(۴) اثر تمایلی شرکتهای سرمایه گذاری رابطه معناداری میان عملکرد (بازده اولیه) و جریان نقدی ایجاد می نماید.

(۵) رابطه معناداری میان معیار بسط تمایلی و متغیرهای مدل سه عامله فاما و فرنچ وجود دارد.

۱-۷- تعاریف متغیرها، مفاهیم و اصطلاحات تحقیق:

- **اثر تمایلی:** اولین بار این پدیده به صورت «فروش سریع سهام برنده و نگهداری طولانی سهام بازنده»^۱ توسط شفرین و استات من^۲ (۱۹۸۵) به عنوان اثر تمایلی نام گذاری شد.
- **عملکرد:**^۳ معیار عملکرد بر اساس بازدهی تعدیل شده پس از ریسک می باشد^۴ که از طریق مدل سه عامله فاما و فرنچ^۵ بدست می آید.
- **جریان نقدی:**^۶ جریانات نقدی خالص یک صندوق در یک فصل به صورت درصد اختلاف ارزش کل دارایی خالص صندوق در شروع فصل با فصل ما قبل تعریف می شود.

^۱. Selling winners too early and holding losers too long

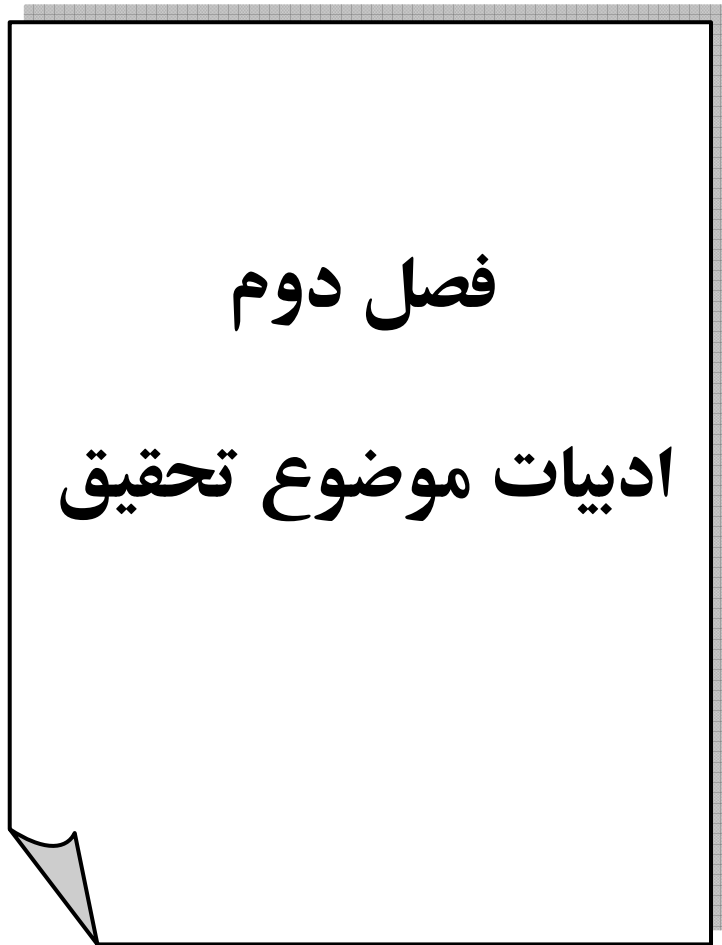
^۲. Shefrin&Stat man

^۳. Performance

^۴. Risk- adjust return

^۵. Fama&French

^۶. Cash flow



فصل دوم

ادبیات موضوع تحقیق

فصل دوم: ادبیات موضوع تحقیق

۲-۱- مقدمه

موضوع مالیه رفتاری در دو دهه اخیر به عنوان مهم ترین بحث مالی بوده است و توجه محققان مالی و اقتصادی به این زمینه در حال افزایش است. در چند سال اخیر تعداد بیش تری از صاحب نظران مالی پذیرفته اند که انتظارات سرمایه گذاران از بازار کاملاً عقلایی نیست. (هیرشلیفر، ۲۰۰۱)^۱

اما پیش از هر چیز برای آشنا شدن با فضای رفتاری در حوزه اقتصاد و مالی لازم است با مبانی اقتصاد متعارف یا رسمی آشنا شد. اصل در نگاه نئوکلاسیکی به اقتصاد، رفتار عقلایی عامل اقتصادی است. این فرض بنیادین منجر به بروز معماهایی در مواجه با پدیده های اقتصادی شده است. اقتصاد رفتاری با ناقص دانستن عقلانیت یا به عبارت بهتر محدود دانستن رفتار عقلایی راه را برای اظهار نظرهای رفتار گرایانه در حل معماهای اقتصادی باز کرد. می توان گفت در سال ۱۹۸۴ که نخستین نشست ارتقای اقتصاد رفتاری (SABE)^۲ برگزار شد، نظریه های مبتنی بر توضیح رفتار در اقتصاد و مالی به شکل جدی طرح و پاسخ گوی بسیاری از کاستی های مکتب نئوکلاسیکی شده اند. امروزه کاربرد تحقیقات روانشناسانی همچون کاهنمن، تورسکی^۳ و وارد ادواردز^۴، موجب تحولی شگرف در حوزه های مالی شده و به درک بهتر نحوه تصمیم گیری عاملان اقتصادی در مورد زمان، پول و منابع خود کمک شایان کرده است. در این فصل به بررسی ادبیات موضوعی مرتبط با تحقیق خواهیم پرداخت. این فصل مشتمل بر چهار بخش است. ابتدا در بخش نخست ادبیات نظری در مورد تئوری مالی نوین و مالی رفتاری، خواهیم پرداخت. در بخش دوم، ادبیات نظری در مورد اثر تمایلی ارایه می شود. در بخش سوم، مبانی نظری در مورد رابطه میان عملکرد- جریان نقدی و تأثیر اثر تمایلی بر این رابطه می پردازیم و سپس در بخش چهارم، مروری بر پیشینه تحقیق خواهیم داشت.

^۱. Hirshleifer

^۲. Society for the Advancement of Behavioral Economics

^۳. Kahnmen&Tversky

^۴. Edwards