



دانشگاه شهید بهشتی

دانشکده مدیریت و حسابداری

بررسی فرضیه واکنش بیش از اندازه در ارتباط با حدود نوسان قیمت در
بورس اوراق بهادار تهران

*Overreaction to Daily price limits: Evidence from the Tehran Stock
Exchange (TSE)*

جهت دریافت دانشنامه کارشناسی ارشد در رشته مدیریت مالی

استاد راهنما

دکتر احمد بدری

استاد مشاور

دکتر محمود شیرازی

دانشجو

محمد اصیل زاده

۱۳۸۸ / ۷ / ۲۲

کتابخانه دانشگاه شهید بهشتی
کتابخانه

دی ۱۳۸۸

۱۴۲۲۹۷

صفحه ۸
تاریخ

تقدیر و تشکر :

حمد و سپاس پروردگار یکتا را که ثمره بی‌همتای آفرینش را هستی بخشید و او را از نعمتهای خویش بهرمنند ساخت.

اکنون که به یاری پروردگار منان این پژوهش پایان یافته است بر خود واجب می‌دانم که از زحمات و ارشادهای استاد بزرگوارم آقای دکتر احمد بدری که با راهنمایی‌ها و نظرات گهربار و ارزنده خود نقش چشمگیری در به ثمر رسیدن این پژوهش داشته‌اند، صمیمانه تقدیر و تشکر نمایم. همچنین از استاد بزرگوار و گرامی آقای دکتر محمود شیرازی به خاطر مساعدت‌ها و پیشنهادهای ارزنده ایشان سپاسگزاری می‌نمایم. بی‌تردید انجام این پژوهش بدون کمک فکری، همکاری و همدلی این اساتید گرانقدر غیر ممکن می‌نمود.

در پایان از تمامی دوستانی که مرا در این مسیر راهنمایی و همراهی کرده‌اند، کمال قدردانی را دارم.

دی ۱۳۸۸

محمد اصیل‌زاده

نام خانوادگی: اصیل زاده	نام: محمد
دانشکده: مدیریت و حسابداری	رشته تحصیلی: مدیریت مالی
استاد راهنما: دکتر احمد بدری	تاریخ فراغت از تحصیل: ۸۸/۱۱/۶
عنوان پایان نامه: بررسی فرضیه واکنش بیش از اندازه در ارتباط با حدود نوسان قیمت در بورس اوراق بهادار تهران	

چکیده تحقیق:

بر اساس فرضیه واکنش بیش از اندازه، به عنوان یکی از خلاف قاعده‌های مطرح در بازارهای مالی، سرمایه‌گذاران تحت تاثیر عوامل رفتاری، تمایل به بروز واکنش بیش از اندازه نسبت به اخبار و اطلاعات منتشره خوب و بد دارند. همین امر سبب می‌شود تا قیمت‌ها در سطحی بالاتر و یا پایین‌تر از قیمت تعادلی قرار گیرد و بعد از مدتی با تجزیه و تحلیل اطلاعات، بازار به اشتباه خود پی برده و قیمت‌ها به سطح تعادلی باز می‌گردد.

هدف این تحقیق بررسی فرضیه واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران با استفاده از دامنه نوسان قیمت سهام، بر اساس نمونه‌ای از سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۲-۱۳۸۷ می‌باشد. بررسی این فرضیه، مبتنی بر رویکرد رویداد پژوهی به گونه‌ای صورت می‌گیرد که در آن رویداد، معادل رسیدن قیمت پایانی سهم به حد نوسان قیمت (بالا یا پایین) در قلمرو زمانی تحقیق تعریف می‌شود. علاوه بر این بررسی رفتار قیمتی سهم به منظور مشاهده حرکت بازگشتی قیمت (معیار بروز واکنش بیش از اندازه)، بر اساس بازده غیر عادی، در روزهای قبل و بعد از روز رسیدن قیمت به حد نوسان (+۱۰ و -۱۰) صورت گرفته است.

نتایج بدست آمده حاکی است که در کوتاه مدت، واکنش بیش از اندازه در بین سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران دیده می‌شود، علاوه بر این با کاهش میزان دامنه نوسان قیمت سهام، شدت واکنش بیش از اندازه نیز کاهش می‌یابد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که اثر اندازه در بروز حرکت بازگشتی قیمت تاثیری ندارد.

فهرست مطالب :

فصل اول: کلیات و طرح تحقیق

- ۲ (۱-۱) تعریف و اهمیت موضوع تحقیق
- ۵ (۲-۱) اهداف تحقیق
- ۶ (۳-۱) فرضیه‌های تحقیق
- ۷ (۴-۱) تعریف واژگان کلیدی تحقیق

فصل دوم: مبانی نظری تحقیق

- ۱۰ (۱-۲) مقدمه
- ۱۱ (۲-۲) نظریه بازار کارای سرمایه
- ۱۳ (۳-۲) آیا بازارها کارا هستند؟
- ۱۴ (۱-۳-۲) شواهد تجربی تأیید کارایی بازار
- ۱۵ (۲-۳-۲) شواهد عدم تأیید کارایی بازار
- ۱۸ (۴-۲) شکوفایی مالی رفتاری
- ۲۲ (۵-۲) واکنش بیش از اندازه
- ۲۳ (۶-۲) مبانی روانشناسی واکنش بیش از اندازه
- ۲۳ (۱-۶-۲) سوگیری اعتماد بیش از اندازه
- ۲۴ (۲-۶-۲) سوگیری خود اسنادی
- ۲۶ (۷-۲) استراتژی معکوس
- ۲۷ (۸-۲) ساختار تحقیقات در آزمون واکنش بیش از اندازه
- ۳۰ (۹-۲) واکنش بیش از اندازه در بلند مدت
- ۴۰ (۱۰-۲) واکنش بیش از اندازه در کوتاه مدت
- ۵۰ (۱۱-۲) تأثیر اندازه شرکت
- ۵۶ (۱۲-۲) متوقف کننده‌های خودکار
- ۵۹ (۱۳-۲) مبانی دامنه نوسان قیمت
- ۶۲ (۱۴-۲) آثار استفاده از دامنه نوسان قیمت
- ۶۵ (۱-۱۴-۲) تسری نوسانات
- ۶۶ (۲-۱۴-۲) تأخیر در فرایند کشف قیمت
- ۶۷ (۳-۱۴-۲) تداخل معاملاتی
- ۶۸ (۱۵-۲) دامنه نوسان قیمت در بورس اوراق بهادار ایران

فصل سوم: روش تحقیق

۷۴	۱-۳) مقدمه
۷۴	۲-۳) بیان مسئله تحقیق
۷۷	۳-۳) فرضیه‌های تحقیق
۷۹	۴-۳) جامعه آماری و انتخاب نمونه
۸۱	۵-۳) دوره مشاهده و دوره آزمون
۸۶	۶-۳) بازده غیر عادی سهام
۹۰	۷-۳) آزمون نرمال بودن داده‌ها
۹۱	۸-۳) آزمون معنی دار بودن داده‌ها
۹۱	۹-۳) جزئیات روش تحقیق مربوط به هر یک فرضیه‌ها
۹۱	۱-۹-۳) فرضیه اول
۹۵	۲-۹-۳) فرضیه دوم
۹۶	۳-۹-۳) فرضیه جانبی

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

۱۰۰	۱-۴) مقدمه
۱۰۰	۲-۴) تجزیه و تحلیل داده‌ها و پارامترهای آمار توصیفی
۱۰۳	۳-۴) آزمون نرمال بودن توزیع داده‌ها
۱۰۶	۴-۴) آزمون فرضیه اول
۱۱۲	۵-۴) آزمون فرضیه دوم
۱۱۸	۶-۴) آزمون فرضیه جانبی

فصل پنجم: نتیجه‌گیری و پیشنهادها

۱۲۵	۱-۵) نتایج و یافته‌های تحقیق
۱۲۵	۱-۱-۵) یافته‌های تحقیق در مورد فرضیه اول
۱۲۶	۲-۱-۵) یافته‌های تحقیق در مورد فرضیه دوم
۱۲۷	۳-۱-۵) یافته‌های تحقیق در مورد فرضیه جانبی
۱۲۸	۲-۵) محدودیت‌های تحقیق
۱۲۹	۳-۵) پیشنهادها و تحقیق

- ۱۳۰
- ۱۳۴ پیوست شماره ۱: سوگیری‌های رفتاری
- ۱۳۵ پیوست شماره ۲: خلاف قاعده‌های بنیادی
- ۱۳۶ پیوست شماره ۳: خلاف قاعده‌های تقویمی
- ۱۳۷ پیوست شماره ۴: خلاف قاعده‌های تکنیکی
- ۱۳۹ پیوست شماره ۵: بروز واکنش بیش از اندازه ناشی از سوگیری اطمینان بیش از اندازه و خوداسنادی
- ۱۴۰ پیوست شماره ۶: مقایسه مقادیر کمی نوسانات کامل قیمت در هر دوره
- ۱۴۱ پیوست شماره ۷: روند میانگین بازده غیر عادی تجمعی برای رویدادهای امروزه، ۲ روزه و ۳ روزه
- ۱۴۲ پیوست شماره ۸: میانگین بازده غیر عادی و میانگین بازده غیر عادی تجمعی دوره دامنه نوسان ۵٪
- ۱۴۳ پیوست شماره ۹: میانگین بازده غیر عادی و میانگین بازده غیر عادی تجمعی دوره دامنه نوسان ۲٪

فهرست جداول :

۳۹	جدول ۱: خلاصه نتایج تحقیقات مرتبط با واکنش بیش از اندازه در بلند مدت
۴۹	جدول ۲: خلاصه نتایج برخی از تحقیقات مرتبط با واکنش بیش از اندازه در کوتاه مدت
۷۲	جدول ۳: تاریخچه تغییرات دامنه نوسان قیمت سهام در بورس تهران
۱۰۱	جدول ۴: آمار مربوط به رسیدن قیمت سهام به حدود دامنه نوسان
۱۰۳	جدول ۵: پارامترهای آماری
۱۰۳	جدول ۶: نمودار بافت‌نگار بازده غیر عادی تجمعی برای کل دوره و هر یک از زیردوره‌ها
۱۰۵	جدول ۷: نتایج آزمون کای-دو و آزمون کولموگروف-اسمیرنوف در سطح خطای ۰/۰۵
۱۰۸	جدول ۸: نتایج مربوط به AAR و ACAR در حد بالا و در حد پایین برای کل دوره
۱۱۹	جدول ۹: نتایج آزمون کای-دو و آزمون کولموگروف-اسمیرنوف در سطح خطای ۰/۰۵
۱۲۰	جدول ۱۰: نتایج مربوط به AAR و ACAR در حد بالا و پایین برای شرکت‌های بزرگ
۱۲۱	جدول ۱۱: نتایج مربوط به AAR و ACAR در حد بالا و پایین برای شرکت‌های کوچک

فهرست نمودارها :

۲۸	نمودار ۱: رفتار قیمتی در هنگام انتشار اطلاعات
۱۱۱	نمودار ۲: روند میانگین بازده غیر عادی تجمعی در حد بالا و پایین برای کل دوره
۱۱۴	نمودار ۳: روند میانگین بازده غیر عادی تجمعی در حد بالا و پایین برای زیر دوره ۵٪
۱۱۶	نمودار ۴: روند میانگین بازده غیر عادی تجمعی در حد بالا و پایین برای زیر دوره ۲٪
۱۲۳	نمودار ۵: روند ACAR در حد بالا و پایین برای شرکتهای بزرگ و کوچک

کلیات و طرح تحقیق

- تعریف و اهمیت موضوع تحقیق
- اهداف تحقیق
- فرضیه‌های تحقیق
- تعریف واژگان کلیدی تحقیق

۱-۱) تعریف و اهمیت موضوع تحقیق:

توانایی بازارهای مالی در انعکاس سریع و درست تمامی اطلاعات موجود در بازار از جمله ویژگی‌های مهم در بازارهای مالی بوده و موضوع بسیاری از تحقیقات دانشگاهی است و اشاره به نظریه‌ای دارد که با عنوان «بازار کارا» شناخته می‌شود.

براساس نظریه بازار کارا (EMH) اطلاعاتی که در بازار منتشر می‌شود، به سرعت بر قیمت اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد، به عبارت دیگر بازار نسبت به اطلاعات جدید حساس بوده و نسبت به آن عکس‌العمل نشان می‌دهد، البته این واکنش باید متناسب با محتوای اطلاعاتی رویداد تاریخی مورد نظر باشد، به گونه‌ای که قیمت‌ها بدرستی تعدیل شده و به قیمت ذاتی خود نزدیک شوند. اگر بازار نسبت به رویدادها به سرعت واکنش نشان ندهد و یا این واکنش بیشتر و یا کمتر از اندازه باشد، کارایی بازار با چالش مواجه خواهد بود. بنابراین کسب بازده غیر عادی در بازارهای کارا به طور مستمر امکان‌پذیر نبوده و سرمایه‌گذاران به تناسب ریسکی که می‌پذیرند، بازده کسب می‌کنند.

اما پذیرش کلی نظریه کارایی بازار، بدلیل بروز رفتارها و پدیده‌هایی مغایر با مفروضات بازار کارا، با چالشهایی مواجه است، که آنها را «خلاف قاعده‌های بازار»^۱ می‌نامیم. این رفتارهای غیرعادی، امکان کسب بازده غیر عادی را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌کنند. یکی از خلاف قاعده‌های معروف در بازارهای مالی، «واکنش بیش از اندازه»^۲ است.

بر اساس فرضیه واکنش بیش از اندازه، سرمایه‌گذاران تمایل به بروز واکنش بیش از حد نسبت به اخبار و اطلاعات منتشره خوب و یا بد دارند؛ به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران هنگامی که می‌خواهند آینده را پیش‌بینی کنند و یا در دیدگاه‌های خود نسبت به آینده تجدید نظر کنند، برای اخبار و اطلاعات نزدیک

¹ Market Anomaly

² Overreaction

به زمان حال اهمیت بیشتری قائل شده و در مقابل به اخبار و اطلاعات گذشته یا توجه نکرده و یا اهمیت کمتری می‌دهند و این مسئله سبب می‌شود تا نوعی خوش‌بینی اضافی نسبت به اخبار خوب و بدبینی افراطی نسبت به اخبار بد بوجود آید، این امر به نوبه خود، سبب می‌شود تا قیمت‌ها در سطحی بالاتر و یا پایین‌تر از قیمت تعادلی قرار گیرد، بعد از مدتی با تجزیه و تحلیل اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران، بازار به اشتباه خود پی برده و قیمت سهم به سطح تعادلی باز می‌گردد، از این رو شاهد حرکت بازگشتی قیمت در بازار هستیم. بنابراین واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بازار، می‌تواند سبب بروز تغییرات و نوسانات غیر منطقی و شدید در قیمت سهام گردد.

یک راه برای کنترل نوسانات شدید قیمت و ریسک ناشی از آن، استفاده از مکانیزم‌های کنترلی و یا «متوقف‌کننده‌های خودکار»^۱ در بازار است که مهمترین آنها «دامنه نوسان قیمت»^۲ سهام است. دامنه نوسان قیمت با محدود کردن تغییرات قیمتی، بویژه در زمانی که انتظار تغییرات شدید قیمتی وجود دارد، سبب می‌شود که قیمت سهام به حدود دامنه نوسان خود (مثبت یا منفی) برسد، که این امر را می‌توان معرف وقوع واکنش بیش از اندازه در بازار دانست، بنابراین دامنه نوسان قیمت با ایجاد وقفه در معاملات این فرصت را برای سرمایه‌گذاران فراهم می‌آورد که به بررسی و تصحیح تصمیمات و استراتژی‌های معاملاتی خود بپردازند و به تعدیل قیمت‌ها کمک می‌کند. بنابراین حرکت بازگشتی قیمت به سمت قیمت تعادلی در روزهای معاملاتی آتی، مؤید وجود واکنش بیش از اندازه است. به عبارت دیگر خوش-بینی زیاد سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار و اطلاعات سبب افزایش بیش از اندازه قیمت و رسیدن قیمت سهام به حد بالایی دامنه نوسان می‌شود و بالعکس، بدبینی افراطی سرمایه‌گذاران باعث رسیدن قیمت سهام به حد پایینی دامنه نوسان خواهد شد و در ادامه حرکت نزولی قیمت برای سهامی که به حد بالا

¹ Circuit Breakers

² Price Limits

رسیده اند و حرکت صعودی قیمت برای سهامی که به حد پایین رسیده‌اند، مؤید واکنش بیش از اندازه در بازار خواهد بود. از این رو وجود دامنه نوسان قیمت، شرایطی مطلوب به منظور بررسی فرضیه واکنش بیش از اندازه در بازار در کوتاه مدت، فراهم می‌آورد.

موضوع واکنش بیش از اندازه در بازارهای توسعه نیافته نیز مطرح است و از آن جایی که ویژگی‌های این بازارها تا حدود زیادی متفاوت از بازارهای سرمایه توسعه یافته است، انتظار می‌رود که موضوع واکنش بیش از اندازه در این بازارها شایع‌تر باشد.

از آن جایی که بورس اوراق بهادار تهران از جمله بازارهای توسعه نیافته محسوب می‌شود، این سوال مطرح است که آیا سرمایه‌گذاران در این بورس دچار واکنش بیش از اندازه می‌شوند یا خیر.

اما با توجه به اینکه بورس اوراق بهادار تهران، دامنه نوسان قیمت را در جهت ثبات بازار تجربه کرده است، می‌توان این سوال را این گونه مطرح کرد که "آیا حرکت بازگشتی در قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران در روزهای بعد از رسیدن قیمت به حد نوسان وجود دارد؟"

به منظور پاسخ به این سوال با محاسبه بازده غیر عادی در روزهای پیرامون رسیدن قیمت به حد نوسان، به بررسی حرکت بازگشتی قیمت خواهیم پرداخت. بنابراین تحقیق حاضر را می‌توان بررسی فرضیه واکنش بیش از اندازه در کوتاه مدت^۱، دانست.

اما باید به این نکته توجه داشت که بعد از بکارگیری دامنه نوسان قیمت برای اولین بار در سال ۱۳۷۸، تا کنون تغییرات زیادی را به همراه داشته است. از این رو در این پژوهش، علاوه بر بررسی فرضیه واکنش بیش از اندازه، با توجه به آثار دامنه نوسان قیمت بروی نوسانات و واکنش بیش از اندازه^۲ به بررسی این

^۱ Short term overreaction

^۲ Cooling off effect

موضوع نیز می‌پردازیم که تغییر در دامنه نوسان قیمت در بروز واکنش بیش از اندازه، چه تأثیری خواهد داشت.

۱-۲) اهداف تحقیق:

با توجه به اینکه مطالعات و تحقیقات اندکی پیرامون واکنش بیش از اندازه و سایر الگوهای قیمتی مغایر با فرضیه بازار کارا در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است، بررسی و مطالعه چنین الگوهایی در بورس اوراق بهادار تهران، اهمیت دارد. همچنین بررسی حقایق مربوط به این زمینه از بازارهای مالی، ما را در درک چگونگی شکل‌گیری الگوهای قیمتی یاری خواهد کرد.

اهداف تحقیق حاضر شامل موارد زیر است:

- فراهم آوردن شواهدی تجربی از یک بازار توسعه نیافته در ارتباط با وجود و یا عدم وجود

واکنش بیش از اندازه در رفتار قیمتی سهام

- بررسی اثر تغییر حد نوسان قیمت در بروز واکنش بیش از اندازه در قیمت سهم

لازم به ذکر است که در تحقیق حاضر علاوه بر بررسی موارد فوق، به بررسی رابطه اندازه شرکت^۱ به عنوان یک متغیر ثانویه در ارتباط با بروز واکنش بیش از اندازه نیز می‌پردازیم.

در نهایت تدوین یک استراتژی معاملاتی مبتنی بر نتایج حاصله و الگوی قیمتی شناسایی شده، به منظور کسب بازده غیر عادی در بورس اوراق بهادار تهران را می‌توان از دستاوردهای تحقیق حاضر دانست.

¹ firm size

۳-۱) فرضیه‌های تحقیق:

به منظور بررسی پدیده واکنش بیش از اندازه در کوتاه مدت در بورس اوراق بهادار تهران، فرضیه زیر آزمون می‌شود:

" بین میانگین بازده غیر عادی تجمعی در روزهای بعد از رسیدن قیمت به حد نوسان و روزهای قبل از آن، اختلاف معناداری وجود دارد."

اما با توجه به تغییرات دامنه نوسان قیمت در قلمرو زمانی تحقیق، جهت پاسخ به این سوال که تغییر دامنه نوسان چه تأثیری در بروز واکنش بیش از اندازه دارد، فرضیه زیر طراحی و آزمون می‌گردد:

" بین میانگین بازده غیر عادی تجمعی در دو دوره زمانی (حد نوسان ۲٪ و ۵٪) اختلاف معناداری وجود دارد."

علاوه بر موارد فوق، با توجه به تحقیقات صورت گرفته پیرامون اثر اندازه و واکنش بیش از اندازه، به منظور پاسخ به این سوال که آیا حرکت بازگشتی در نتیجه اثر اندازه است یا خیر، در این تحقیق به بررسی اثر اندازه در بروز حرکت بازگشتی قیمت (به عنوان معیار^۱ بروز واکنش بیش از اندازه)، بر اساس فرضیه جانبی زیر خواهیم پرداخت:

" استراتژی سرمایه‌گذاری روی سهام شرکت‌های کوچک^۲ سودمندتر (سودآورتر) از استراتژی سرمایه‌گذاری روی سهام شرکت‌های بزرگ^۳ است."

^۱ Proxy

^۲ Small firm

^۳ Large firm

۱-۴) تعریف واژگان کلیدی:

با توجه به عنوان تحقیق، واژگان کلیدی در تحقیق شامل موارد زیر می‌باشند:

- واکنش بیش از اندازه (Overreaction): بر اساس این فرضیه، سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار و اطلاعات واکنش نامتناسبی از خود بروز می‌دهند، به عبارت دیگر نوعی خوش‌بینی اضافی نسبت به اخبار خوب و بد بینی افراطی نسبت به اخبار بد در سرمایه‌گذاران سبب می‌گردد تا قیمت‌ها در سطحی بالاتر و یا پایین‌تر از قیمت تعادلی قرار گیرد و بعد از مدتی با تجزیه و تحلیل اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران، بازار به اشتباه خود پی برده و قیمت سهم به سطح تعادلی باز گردد. (دی-بانت و تالر^۱، ۱۹۸۵)

- دامنه نوسان قیمت (Price Limits): دامنه نوسان قیمت سهام، بیانگر حداکثر و حداقل تغییر قیمتی مجاز سهم، در یک جلسه معاملاتی است، به شکلی که انجام معامله در خارج از دامنه تعیین شده در هر روز غیر ممکن باشد. (اسکندری، ۱۳۸۳)

- اثر اندازه (Size Effect): این فرضیه، که با عنوان small cap effect نیز شناخته می‌شود، بیان می‌دارد که، شرکتهای کوچک نسبت به شرکتهای بزرگ عملکرد بهتری دارند. (زاروین^۲، ۱۹۸۹)

- بازده غیر عادی (Abnormal Return): کسب بازده اضافی توسط سرمایه‌گذاران به تناسب ریسکی که متحمل می‌شوند و یا به عبارت دیگر تفاوت بازده واقعی^۳ و بازده مورد انتظار^۴ سهم.

¹ De bondt , Thaler

² Zarowin

³ Real Return

⁴ Expected Return

مبانی نظری تحقیق

- مقدمه
- نظریه بازارکارای سرمایه
- آیا بازارها کارا هستند؟
- شکوفایی مالی رفتاری
- واکنش بیش از اندازه
- مبانی روانشناسی واکنش بیش از اندازه
- استراتژی معکوس
- ساختار تحقیقات در آزمون واکنش بیش از اندازه
- واکنش بیش از اندازه در بلند مدت
- واکنش بیش از اندازه در کوتاه مدت
- تأثیر اندازه شرکت
- متوقف کننده‌های خودکار
- مبانی دامنه نوسان قیمت
- آثار استفاده از دامنه نوسان قیمت
- دامنه نوسان قیمت در بورس اوراق بهادار ایران
- تاریخچه دامنه نوسان قیمت سهام در بورس اوراق بهادار ایران

۱-۲) مقدمه :

تا اوایل دهه ۱۹۵۰ میلادی در اکثر متون مدیریت مالی، توجه به خط‌مشی مالی شرکت‌ها از اهمیت زیادی برخوردار بود و به تأثیر انگیزه‌های فردی و همچنین به ماهیت تعادل بازارهای مالی اعتنایی نمی‌شد. در دهه ۱۹۵۰ و بعد از آن، تغییرات بنیادی در نظریه‌های مالی شکل گرفت و نظریه‌های جدیدی در این دوره توسط نظریه‌پردازان ارائه گردید. نظریه پرتفوی، نظریه قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، نظریه بازار کارای سرمایه و نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژ، نتیجه تلاش محققان حوزه مالی بوده است. اگر چه برخی از این نظریه‌ها، بر بازارهای مالی تأثیر عمیق داشته‌اند، ولی اغلب این نظریه‌ها از دهه ۱۹۸۰ به بعد مورد چالش قرار گرفته‌اند و پژوهشگران بسیاری اعتبار آنها را مورد تردید قرار داده‌اند. نظریه بازار کارای سرمایه یکی از مهمترین نظریه‌های مالی است، که تحقیقات و مطالعات زیادی پیرامون آن صورت گرفته و شواهد و نتایج زیادی مبنی بر رد و یا تایید آن بدست آمده است. در این بین، فرضیه واکنش بیش از اندازه را می‌توان به عنوان یکی از چالش‌های جدی مطرح شده در زمینه رد فرضیه بازار کارا دانست، که سبب انجام تحقیقات گسترده‌ای در زمینه تایید یا رد این فرضیه در بازارهای مالی شده است. از این رو در این فصل ابتدا به توضیح نظریه بازار کارای سرمایه پرداخته و سپس در مورد واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران، مبانی و ماهیت آن توضیحاتی ارائه می‌شود و در ادامه نیز با مروری بر تحقیقات صورت گرفته پیرامون بررسی فرضیه واکنش بیش از اندازه در بازارهای مالی معتبر دنیا، به بررسی شواهد بدست آمده می‌پردازیم.

۲-۲) نظریه بازار کارای سرمایه:

بررسی رفتار قیمت دارایی‌های فیزیکی و مالی (اوراق بهادار) از آغاز شکل‌گیری بازارها مورد علاقه سرمایه‌گذاران بوده است و تحقیقات نظری-تجربی متعددی در این زمینه انجام شده است.

برای اولین بار برنشتین^۱ (۱۹۸۵) اظهار داشت که نمی‌توان رفتار آینده قیمت را پیش‌بینی کرد. قبل از آن رابرتز^۲ (۱۹۵۹) با استفاده از جدول اعداد تصادفی، تغییرات قیمت‌ها را برای مدت ۵۲ هفته بررسی نمود، وی نتیجه‌گیری کرد که رفتار سری زمانی قیمت‌ها، مشابه اعداد تصادفی است.

نتایج مطالعات دیگر باعث شد تا محققین به سمت فرضیه گشت تصادفی^۳ روی آورند تا اینکه فاما^۴ رساله دکتری خود را در سال ۱۹۶۵ به این موضوع اختصاص داد. وی با استفاده از تغییرات لگاریتم قیمت‌های ۳۰ سهم و با استفاده از ضریب همبستگی به این نتیجه رسید که همبستگی بسیار ضعیفی بین تغییرات متوالی قیمت‌ها وجود داشته و الگوی با اهمیتی در تغییرات متوالی قیمت سهام مشاهده نمی‌شود. لذا با تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته قیمت، نمی‌توان آن را برای آینده پیش‌بینی کرد. (فاما، ۱۹۶۵)

از سال ۱۹۶۵ با مطرح شدن نظریه فاما، مطالعات دیگری توسط پژوهشگران انجام شد، که باعث شکل‌گیری نظریه بازار کارای سرمایه^۵ (EMH) گردید. طبق این نظریه، قیمت سهام منعکس‌کننده ارزش فعلی تمام جریان‌های نقدی آتی است که انتظار می‌رود برای دارنده آن سهم تحقق یابد. بنابراین اطلاعاتی که در بازار منتشر می‌شود، اگر با جریان‌های نقدی سهم مرتبط باشد، طبعاً به سرعت بر قیمت اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد. به عبارت دیگر قیمت اوراق بهادار با انتشار اطلاعات جدید تعدیل می‌شود. به گفته برخی

¹ Bernstein

² Roberts

³ Random walk

⁴ Fama

⁵ Efficient market hypothesis

صاحب‌نظران تعدیل قیمت به گونه‌ای انجام می‌شود که قیمت اوراق بهادار شاخص مناسبی از ارزش واقعی آن اوراق باشد.

طرفداران نظریه بازار کارایی سرمایه معتقدند که اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدیدی که وارد بازار می‌شود حساس بوده و نسبت به آنها عکس‌العمل نشان می‌دهند و این عکس‌العمل در قیمت اوراق بهادار مشهود است. بنابراین قیمت اوراق بهادار منعکس کننده تمام اطلاعات موجود در بازار است. البته سوالی که مطرح است این است که، چه اطلاعاتی در قیمت اوراق بهادار منعکس می‌شود؟

خود فاما (۱۹۷۰) به این سوال پاسخ داد. وی سه سطح برای کارایی بازار به شرح زیر مطرح کرد:

- سطح ضعیف^۱: در این سطح از کارایی، قیمت اوراق بهادار منعکس کننده اطلاعات گذشته است. بنابراین تمامی اطلاعات گزارش‌های مالی منتشر شده، اثر خود را روی قیمت اوراق بهادار گذاشته است.

- سطح نیمه قوی^۲: در این سطح قیمت اوراق بهادار منعکس کننده تمامی اطلاعات منتشر شده توسط شرکت و سایر منابع اطلاعاتی است. در اینجا اطلاعات فقط منحصر به گزارش‌های مالی نمی‌شود، بلکه تمامی اطلاعات را شامل می‌شود که به نحوی با اقتصاد، صنعت و شرکتی که در آن صنعت فعالیت می‌کند، ارتباط دارد.

¹ weak form

² Semi strong

- سطح قوی^۱: در این سطح فرض بر این است که تمامی اطلاعات موجود حتی اطلاعات محرمانه در قیمت اوراق بهادار منعکس می‌شود. منظور از اطلاعات محرمانه، اطلاعاتی است که فقط عده معدودی از آن مطلع هستند.

از نظر محققین هر بازاری کارا نیست و یک بازار کارا باید ویژگی‌های زیر را داشته باشد (جونز، ۱۹۹۸):

۱. شرایط رقابتی حاکم باشد. یعنی تعداد زیادی، عرضه کننده و تقاضا کننده اوراق بهادار، در بازار وجود داشته باشد و هیچ معامله‌گری نتواند بازار را زیر نفوذ گرفته و تأثیر مهمی بر بازار داشته باشد.

۲. اطلاعات باید به طور همزمان و به سرعت در اختیار دست اندرکاران بازار قرار گیرد و هزینه کسب اطلاعات باید حداقل باشد.

۳. هر کس بتواند با نرخ بهره رایج به میزان نامحدود قرض بدهد یا قرض بگیرد.

۴. سرمایه گذاران به سرعت و به طور کامل به اطلاعات جدید واکنش نشان دهند و تعدیل قیمت بر اساس اطلاعات جدید صورت گیرد.

۲-۳) آیا بازارها کارا هستند؟

شاید بتوان گفت که در حوزه مالی، بیشترین تحقیقات در جهت آزمون کارایی بازار انجام شده و هنوز هم در حال انجام است. برخی از تحقیقات صورت گرفته شواهدی جهت کارایی بازار ارائه نموده و نتیجه

¹ strong form