

بِسْمِ تَعَالَى



دانشگاه علامه طباطبائی

دانشکده حسابداری و مدیریت

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی

عنوان تحقیق:

اثرات عوامل رفتاری موثر بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی در بورس و اوراق بهادار تهران

نگارش:

علی زینلی

استاد راهنما:

جناب آقای دکتر سید مجید شریعت پناهی

استاد مشاور:

جناب آقای دکتر محمد رضا رستمی

استاد داور:

جناب آقای دکتر سید مهدی سید مطهری

زمستان 89

پیشگفتار

موضوع مالی رفتاری در دو دهه ی اخیر به عنوان مهمترین بحث مالی بوده است و توجه محققان مالی و اقتصادی به این زمینه در حال افزایش است. در چند سال اخیر تعداد بیشتری از صاحب نظران مالی پذیرفته اند که انتظارات سرمایه گذاران از بازار کاملاً عقلایی نیست. در الگوی اقتصاد مالی سنتی فرض می شود که تصمیم گیرندگان کاملاً عقلایی عمل می کنند و همیشه به دنبال بیشینه کردن مطلوبیت مورد انتظار هستند. به عبارت دیگر دو پایه ی اصلی در پارادایم سنتی مالی، عقلانیت کامل عوامل و تصمیم گیریهای مبتنی بر بیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار است. در حالی که در مالی رفتاری عنوان می شود که برخی پدیده های مالی را احتمالاً می توان با به کارگیری مدلهایی که در آنها برخی عوامل موجود در اقتصاد کاملاً عقلایی نیستند، درک کرد. در برخی مدلهای مالی رفتاری، عوامل اعتقاداتی دارند که به طور کامل صحیح نیستند. در برخی مدلهای نیز، عوامل اعتقادات درستی دارند ولی انتخابهایی انجام می دهند که با بیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار سازگار نیست. مالی رفتاری پدیده های متغیر را در طیف وسیعی از رفتار سرمایه گذاران از سطح انفرادی تا پیامدهایی در سطح کل بازار، مدل سازی و تفسیر می کند. «مالی رفتاری خرد» سوگیری های سرمایه گذاران را در سطح فردی بررسی می کند به گونه ای که آنها را از «بازیگران عقلایی» مفروض در تئوری اقتصاد کلاسیک، متمایز می سازد. «مالی رفتاری کلان» خلاف قاعده های «فرضیه بازار کارآ» را که مدل های رفتاری قادر به توضیح آن است، شناسایی و توصیف می کند. در مالی رفتاری کلان، این پرسش مطرح است که آیا بازارها کارآ هستند یا در معرض تاثیرات رفتاری قرار دارند؟ در مالی رفتاری خرد، پرسش این است که آیا سرمایه گذاران عقلانی رفتار می کنند یا اشتباهات احساسی و شناختی می تواند بر تصمیمات مالی آنها تاثیرگذار باشد؟ توجه به این موضوع ضروری است که بخش عمده ای از تئوری های مالی و اقتصادی براین مفهوم استوار است که افراد عقلایی رفتار می کنند و در فرآیند تصمیم گیری، همه اطلاعات را در نظر می گیرند. از سوی دیگر محققین به شواهد فراوانی دست یافته اند که نشان دهنده رفتار غیرعقلایی و تکرار خطا در ارزیابی و قضاوت انسان است. مالی کلاسیک بر پایه مجموعه ای

از مفروضات ساده‌کننده بنا شده است. به عنوان مثال مفهوم انسان اقتصادی عاقل در لایه‌های زیرین این نگرش نهفته است و می‌گوید انسان‌ها همواره تصمیمات عقلایی می‌گیرند. مالی کلاسیک بر پایه توصیف قواعدی که حکم می‌کند سرمایه‌گذار چگونه باید رفتار کند، شکل گرفته است. «مالی رفتاری» سعی دارد پدیده‌های روانشناختی انسان در کل بازار و در سطح فردی را شناسایی کرده و از آنها بیاموزد. «مالی رفتاری» همانند «مالی کلاسیک» بر پایه‌هایی از مفروضات اساسی بنا شده است با این تفاوت که مالی کلاسیک مفروضات خود را در بستری ایده‌آل بنا کرده درحالی که «مالی رفتاری» این مفروضات را در بستری واقع‌گرایانه بنا می‌کند. با وجود اهمیت مباحث رفتاری در زمینه‌های سرمایه‌گذاری ولی در کشور ما هنوز تحقیقات جامعی در مورد شناسایی عوامل رفتاری و راه‌حل‌های دوری‌جستن از آنها ارائه نگردیده است. تحقیق حاضر تلاشی است بس ناپیچ در راه شناخت عوامل رفتاری موثر بر تصمیمات سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران که امید است نتایج آن، نقش موثری در غنای هر چه بیشتر ادبیات مالی این مرز و بوم داشته باشد.

بر خود لازم می‌دانم زحمات و مساعدت‌های بی‌دریغ اشخاص ذیل را ارج نهاده و سپاسگزار کوشش‌های آنها در راه گسترش دستاوردهای علمی باشم.

استاد محترم جناب آقای **دکتر سید مجید شریعت پناهی** که در طول انجام این تحقیق راهنمایی‌های ارزنده‌ای را به اینجانب ارائه نمودند.

استاد محترم جناب آقای **دکتر محمد رضا رستمی** که در انجام این تحقیق مشاوره‌های گرانبغی را به اینجانب ارائه نمودند.

استاد محترم جناب آقای **دکتر سید مهدی سید مطهری** که زحمت داوری این پایان‌نامه را قبول زحمت نمودند.

علی زینلی

زمستان 1389

چکیده

در این تحقیق با هدف شناسایی عوامل رفتاری موثر بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران ، پرسشنامه ای 26 سوالی مطرح و در بین نمونه ای از 63 سرمایه گذار نهادی توزیع گردید. آلفای کرونباخ ابزار گردآوری داده ها برابر با 901/. محاسبه شد که بالا بوده و حاکی از پایا بودن پرسشنامه است. نتایج تحقیق که با استفاده از نرم افزار SPSS نسخه 18 بدست آمده حاکی از تایید 6 فرضیه از 8 فرضیه مطرح شده در این تحقیق است. یافته های تحقیق حاکی از این است که عامل رفتاری اطمینان بیش از حد شایع ترین سوگیری رفتاری در بین سرمایه گذاران نهادی فعال در بورس اوراق بهادار تهران است. عامل رفتاری لنگر انداختن نیز بعد از عامل رفتاری فرا اعتمادی رایج ترین تورش رفتاری بین سرمایه گذاران است. فرضیه های مرتبط با دو عامل رفتاری گریز از زیان و گریز از ندامت تایید نشدند که نشان دهنده این است که این تورش های رفتاری در بین سرمایه گذاران نهادی رایج نیست. همچنین نتایج تحقیق نشان داد که 77 درصد رفتار سرمایه گذاران توسط تئوری ابتکار توضیح داده می شود در حالیکه تئوری انتظار فقط 48 درصد رفتار سرمایه گذاران را میتواند توضیح دهد. که این به این معنی است که تئوری ابتکار ، تئوری غالب در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج این تحقیق همچنان نشان میدهد که تجزیه و تحلیل بنیادی پرکاربردترین ابزار تصمیم گیری سرمایه گذاری بین سرمایه گذاران نهادی است.

واژه های کلیدی : مالی رفتاری ، سرمایه گذار نهادی ، تئوری ابتکار ، تئوری انتظار

فصل اول

کلیات تحقیق

مقدمه :

در سال 1970 ، 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 مجددا تعریف نمود که در یک بازار کارا قیمت ها،تمامی آن چه در مورد یک دارایی سرمایه ای فهمیده می شود را در خود منعکس می کنند.بعدا 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 به طور 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 بدست آورد و بدین ترتیب تحلیل تکنیکی در بازار سودمند نخواهد بود ، از این رو پدیده هایی همانند برگشت قیمتی^۲ و شتاب^۳ وجود ندارد. در شکل نیمه قوی فرض می شود که قیمت ها در هر زمان تمامی اطلاعات منتشره قابل دسترس را در خود منعکس می کنند ، از این رو تحلیل بنیادی منجر به کسب سود غیرمعمول نخواهد شد و در شکل قوی گفته می شود ، قیمت ها در هر زمان تمامی اطلاعات عمومی و خصوصی را منعکس می کنند و از این رو بر اساس اطلاعات نهانی سود

¹-Fama

²-price reversals

³-momentum

غیرمعمول ایجاد نخواهد شد. هم زمان با فاما ، بلک^۴ (1972) ، لینتنر^۵ (1965) و شارپ^۶ (1964) مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای (CAPM) قابل آزمونی را ارائه نمودند که از نظر آماری مکانیسم قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای را توصیف می کرد. مدل مذکور نشان می داد که بتا تنها معیار ریسک است که سرمایه گذاران به ازای آن باید صرف ریسکی را دریافت کنند. نتیجه دیدگاه فوق پذیرش دو پارادایم اصلی عقلایی بودن عامل های اقتصادی و کارایی بازار و در نتیجه CAPM توسط اندیشمندان مالی در طی نیم قرن اخیر بوده است. تا کنون هزاران مقاله تحقیقی در جهت پذیرش و یا رد اعتبار هر دو مدل و فرضیه انجام شده است. قسمت عمده ای از مطالعات به این نتیجه رسیدند که EMH قابل رد نیست. با این وجود برخی از مطالعات به نتایجی دست یافتند که اثرات^۷ یا استثناهایی^۸ در بازارهای مالی وجود دارند که CAPM قادر به تبیین آنها نبوده و یا با EMH ناسازگار هستند. بدین معنی که تمامی اطلاعات مرتبط در قیمت ها منعکس نمی شوند و یا اینکه عامل های اقتصادی در اتخاذ تصمیمات دچار اریب های رفتاری می شوند.

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 این رو حوزه های میان رشته ای تحت عناوین اقتصاد مالی ، اقتصادسنجی مالی ، ریاضیات مالی ، نظریه بیمه و نظریه تصمیم گیری به سرعت شکل گرفت. 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"^۹ مطرح شد. از بنیانگذاران این حوزه از دانش مالی روانشناس مشهور دانیل کاهنمن^{۱۰} است که در سال 2001 بخاطر ارائه مدل هایی جهت تبیین رفتار سرمایه گذاران تحت شرایط عدم اطمینان به دریافت جایزه نوبل اقتصادی نائل شد.

⁴-Black

⁵-Lintner

⁶-Sharpe

⁷-effects

⁸-anomalies

¹-behavioral finance

²-Daniel Kahneman

موضوع مالی رفتاری در دو دهه ی اخیر به عنوان مهمترین بحث مالی بوده است و توجه محققان مالی و اقتصادی به این زمینه در حال افزایش است. در چند سال اخیر تعداد بیشتری از صاحب نظران مالی پذیرفته اند که انتظارات سرمایه گذاران از بازار کاملاً عقلایی نیست (هیرشفر، 2001). در الگوی اقتصاد مالی سنتی فرض می شود که تصمیم گیرندگان کاملاً عقلایی عمل می کنند و همیشه به دنبال بیشینه کردن مطلوبیت مورد انتظار هستند. به عبارت دیگر دوپایه ی اصلی در پارادایم سنتی مالی، عقلانیت کامل عوامل و تصمیم گیریهای مبتنی بر بیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار است. در حالی که در مالی رفتاری عنوان می شود که برخی پدیده های مالی را احتمالاً می توان با به کارگیری مدلهایی که در آنها برخی عوامل موجود در اقتصاد کاملاً عقلایی نیستند، درک کرد. در برخی مدلهای مالی رفتاری، عوامل اعتقاداتی دارند که به طور کامل صحیح نیستند. در برخی مدلها نیز، عوامل اعتقادات درستی دارند ولی انتخابهایی انجام می دهند که با بیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار سازگار نیست. مالی رفتاری، رویکرد استاندارد مبتنی بر فرضیه ی بازارهای کارا (EMH) را بی اعتبار می سازد (فورتر و مک گون، 1996). مالی رفتاری پدیده های متغیر را در طیف وسیعی از رفتار سرمایه گذاران از سطح انفرادی تا پیامدهایی در سطح کل بازار، مدل سازی و تفسیر می کند. «مالی رفتاری خرد» سوگیریهای سرمایه گذاران را در سطح فردی بررسی می کند به گونه ای که آنها را از «بازیگران عقلایی» مفروض در تئوری اقتصاد کلاسیک، متمایز می سازد. «مالی رفتاری کلان» خلاف قاعده های «فرضیه بازار کارا» را که مدل های رفتاری قادر به توضیح آن است، شناسایی و توصیف می کند. در مالی رفتاری کلان، این پرسش مطرح است که آیا بازارها کارا هستند یا در معرض تاثیرات رفتاری قرار دارند؟ در مالی رفتاری خرد، پرسش این است که آیا سرمایه گذاران عقلانی رفتار می کنند یا اشتباهات احساسی و شناختی می تواند بر تصمیمات مالی آنها تاثیرگذار باشد؟ توجه به این موضوع ضروری است که بخش عمده ای از تئوری های مالی و اقتصادی بر این مفهوم استوار است که افراد عقلایی رفتار می کنند و در فرآیند تصمیم گیری، همه اطلاعات را در نظر می گیرند. از سوی دیگر محققین به شواهد فراوانی دست یافته اند که نشان دهنده رفتار غیرعقلایی و تکرار خطا در ارزیابی و قضاوت انسان است. «استتمن» مالی کلاسیک را اینگونه توصیف می نماید: «مالی کلاسیک مجموعه ای از دانش بنا شده

بر پایه اصول آربیتراژ، تئوری پرتفوی، تئوری قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و تئوری قیمت‌گذاری اختیار معامله است.» مالی کلاسیک بر پایه مجموعه‌ای از مفروضات ساده‌کننده بنا شده است. به عنوان مثال مفهوم انسان اقتصادی عاقل در لایه‌های زیرین این نگرش نهفته است و می‌گوید انسان‌ها همواره تصمیمات عقلایی می‌گیرند. مالی کلاسیک بر پایه توصیف قواعدی که حکم می‌کند سرمایه‌گذار چگونه باید رفتار کند، شکل گرفته است. «مالی رفتاری» سعی دارد پدیده‌های روانشناختی انسان در کل بازار و در سطح فردی را شناسایی کرده و از آنها بیاموزد. «مالی رفتاری» همانند «مالی کلاسیک» بر پایه‌هایی از مفروضات اساسی بنا شده است با این تفاوت که مالی کلاسیک مفروضات خود را در بستری ایده‌آل بنا کرده درحالی که «مالی رفتاری» این مفروضات را در بستری واقع‌گرایانه بنا می‌کند.

2-1- بیان مسئله تحقیق:

تئوری مدرن پرتفوی که توسط مارکوویتز و بعدها توسط شاگردان وی مانند شارپ و لینتنر توسعه داده شد و فرضیه بازار کارای سرمایه که اولین بار توسط فاما عنوان گردید، از ابتدای دهه 50 به بعد بعنوان ایده‌های قابل قبول و اثرگذار و زیربنا و شالوده تحقیقات دانشمندان و پژوهشگران مالی در آمد. اصول این تئوریه در بازارهای مالی نیز راهنمای عمل مدیران سرمایه‌گذاری و سایر فعالان بازار قرار گرفت. اما پیچیدگی بازارهای مالی و مطالعاتی که در پی تناقض نتایج ناشی از تحقیقات انجام شده در اجرا در بازارهای مالی پیش آمد، دانشمندان مالی را برآن داشت تا نسبت به مفروضات این تئوریه‌ها بررسی و تجدید نظر نمایند. نتایج بدست آمده از تحقیقات اخیر در بازارهای مالی پیشرفته نشان می‌دهد که تفسیر بازار سرمایه در دنیای واقعی با آنچه که فاما و هم فکران او تحت عنوان فرضیه بازار کارای سرمایه مطرح می‌نمایند، متفاوت و پیچیده است. مفروضات حاکم بر بازارهای واقعی با مفروضات ساده تئوری مدرن پرتفوی و فرضیه بازار کارای سرمایه تفاوت اساسی دارد. به عبارتی بازارهای واقعی بسیار پیچیده تر از آن هستند که بتوان آنها را در قالب یک یا دو تئوری و مدل جای داد و برآن اساس در آن بازارها فعالیت نمود. عوامل پیچیده رفتاری، روانی و ارزش‌های اقتصادی مختلف تاثیر

بسیاری بر قیمت سهام و تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران دارند.

ریشه انتقادات به تئوریهای مدرن پرتفوی و فرضیه بازار کارای سرمایه که زیرساختهای دانش جدید مالی را بنا نهاد، به اشخاصی نظیر رابرت بلوم، فیلد، استاوت، تیلر و بلربریز برمی گردد. بلوم فیلد در زمینه عدم حرکت بازارهای مالی به سمت کارایی کامل معتقد است که بازارهای مالی می توانند از لحاظ قیمت گذاری دارایی های مالی ناکارا باشند. چرا که اگرچه با فرض کارایی بازار، اطلاعات به محض تولید به بازار وارد می شود و ورود آن به بازار هم تصادفی خواهد بود، اما تاثیر اطلاعات بر قیمت ها می تواند با کیفیت اطلاعات مذکور در یک راستا نباشد. تفسیر نادرست اطلاعات می تواند در گمراهی بازار و تعیین ارزش موثر باشد. نحوه تحلیل اطلاعات ورودی و میزان و سطح خوشبینی یا بدبینی به اطلاعات مذکور می تواند در تعیین قیمت و تصمیمات سرمایه گذاری تاثیر داشته باشد. معمولاً افراد خوشبین با اطلاعات دریافتی به صورت خوشبینانه برخورد نموده و حاضر به تعیین قیمت بیشتری برای آن اطلاعات هستند و افراد بدبین حاضر به پرداخت قیمت کمتری حتی برای آن اطلاعات با ارزش هستند. از طرفی افراد خوشبین بر روی آینده غیر قابل اطمینان، ریسک بیشتری می کنند و حوادث آتی را به طور نا صحیح پیش بینی می نمایند. معمولاً افراد حوادث آتی را آنگونه که دوست دارند پیش بینی می نمایند. بنابراین تنها ورود اتفاقی و سریع اطلاعات و وجود متخصصین و حرکت تصادفی قیمت ها نمی تواند موجب کارایی بازار شود. کارایی بازار از نظر قیمت گذاری مقوله ای است که دسترسی به آن مشکل تر از بحث کارایی اطلاعاتی است. مطالعات انجام شده نشان می دهد که معامله گران بازار که اطلاعات کمتری در مورد حوادث آتی دارند تهاجمی تر از سایرین به قیمت گذاری سهام می پردازند. این مهم موجب عدم کارایی بازار در قیمت گذاری اوراق بهادار می شود. از طرفی مطالعات نشان می دهد که افرادی که اطلاعات کمتری در مورد حوادث آتی یا دارایی های مالی دارند، اعتماد و تمرکز بیشتری بر روی آن اطلاعات ناقص می کنند و بر اساس آن در تعیین قیمت و تصمیمات سرمایه گذاری شان زیاده روی می نمایند. عامل دیگری که می توان برای عدم کارایی بازار نام برد، عدم کارایی بازار در گزارش دهی می باشد. در واقع ساختار ناکارای اطلاعات،

هزینه های معاملاتی و عدم توانایی بازار در جلوگیری از سودهای آربیتراژی جزو عواملی است که موجب عدم کارایی بازار و تعیین قیمت می شود. تورش های رفتاری سرمایه گذاران در بازار سرمایه، موجب می گردد که قیمت گذاری دارایی های مالی در این بازار بصورت نامناسب انجام شود که این خود سبب عدم تخصیص بهینه منابع مالی موجود در این بازار می گردد که در نهایت سبب کاهش رشد اقتصادی یک کشور در سطح کلان خواهد شد.

3-1- ضرورت و اهمیت تحقیق:

بازار بورس اوراق بهادار تهران یکی از ارکان اصلی بازار سرمایه کشور است و در نتیجه عملکرد مناسب این بازار نقش بسزایی در رشد و شکوفایی بازار سرمایه دارد. کارایی بازار بورس اوراق بهادار سبب می گردد که سهام شرکت های موجود در این بازار به درستی قیمت گذاری شوند و در نتیجه منابع مالی سرمایه گذاران فعال در این بازار، به سمت صنایع و شرکت هایی که توانایی استفاده صحیح از این منابع را در طرح ها و پروژه های خود دارند، سوق پیدا کند. به کارگرفته شدن منابع در بخش هایی که بازدهی بالاتری ایجاد می کنند خود سبب افزایش بازدهی سهام در بورس شده که در نهایت این خود موجب جذب سرمایه گذاران بیشتری به سمت این بازار می گردد که این خود افزایش عمق بازار را به دنبال دارد. نظر به اینکه سرمایه گذاران فعال (حقیقی و نهادی) در بازار بورس نقش بسزایی در عملکرد مناسب آن دارند، شناخت صحیح رفتارهای آنها هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری اشان از اهمیت قابل ملاحظه ای برخوردار است. همانطور که تحقیقات اخیر نشان داده است، افراد آنگونه که نظریه های مالی سنتی عنوان می کنند بصورت کاملاً عقلایی عمل نمی کنند و در تصمیمات سرمایه گذاری خودشان نظیر تصمیمات خرید، فروش، انتخاب سهام برای معامله، حجم معامله سهام، طول دوره نگهداری سهام و ... دچار اشتباهات شناختی و احساسی می شوند. سوگیری های رفتاری سرمایه گذاران به مانند دام های رفتاری است که در مسیر آنها قرار گرفته است و برای نیفتادن در این دام های رفتاری شناخت این سوگیری ها و آشنایی با راهکارهای دوری جستن از آن ضرورتی حیاتی می باشد. در بازار

بورس تهران تا کنون تحقیق نسبتاً جامعی در مورد شناسایی سوگیری های رفتاری غالب سرمایه گذاران در این بازار انجام نشده است در حالی که اهمیت عوامل رفتاری سرمایه گذاران بر هیچ کسی پوشیده نیست.

4-1- اهداف تحقیق:

این تحقیق شامل 1 هدف اصلی و 3 هدف فرعی می باشد. هدف اصلی تحقیق حاضر ، شناسایی سوگیری های (تورش های) رفتاری غالب و برجسته سرمایه گذاران نهادی هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری اشان در بازار بورس اوراق بهادار تهران است. اهداف فرعی تحقیق عبارتند از: تعیین این که رفتار سرمایه گذاران نهادی ، در بورس اوراق بهادار تهران از کدام تئوری مالی رفتاری تبعیت می کند. به عبارت دیگر تئوری رفتاری غالب در بازار بورس اوراق بهادار تهران تئوری انتظار است یا تئوری ابتکار. تعیین این که سرمایه گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران ، به منظور اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری خودشان از چه روش هایی برای تجزیه و تحلیل آن تصمیمات استفاده می کنند. به عبارت دیگر روش های تجزیه و تحلیل غالب آنها کدامیک از روش های زیر می باشد : مدل های مالی ، تجزیه و تحلیل تکنیکال ، تجزیه و تحلیل بنیادی و روش های ذهنی. تعیین اینکه تاثیر رفتار سایر سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران ، بر روی تصمیمات سرمایه گذاری این سرمایه گذاران نهادی چقدر است. تصمیمات سرمایه گذاری شامل موارد زیر می باشد : تصمیمات خرید ، تصمیمات فروش ، انتخاب سهام برای معامله ، حجم سهام برای معامله و طول دوره نگهداری سهام.

4-1- سوالات تحقیق :

آیا عامل رفتاری معرف بودن¹¹ بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی موثر است؟

آیا عامل رفتاری نقطه اتکا¹² بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی موثر است؟

آیا عامل رفتاری سفیسطه قمارباز¹³ بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی موثر است؟

¹¹ - Representativeness

¹² - Anchoring

آیا عامل رفتاری تمایل در دسترس بودن^{۱۴} بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی موثر است؟

آیا عامل رفتاری گریز از زیان^{۱۵} بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی موثر است؟

آیا عامل رفتاری گریز از ندامت^{۱۶} بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی موثر است؟

آیا عامل رفتاری حسابداری ذهنی^{۱۷} بر تصمیمات سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی موثر است؟

1-6- فرضیه های تحقیق:

عامل رفتاری معرف بودن بر تصمیم سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی تاثیر مستقیم دارد.

عامل رفتاری اطمینان بیش از حد بر تصمیم سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی تاثیر مستقیم دارد.

عامل رفتاری نقطه اتکا بر تصمیم سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی تاثیر مستقیم دارد.

عامل رفتاری سفسطه قمارباز بر تصمیم سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی تاثیر مستقیم دارد.

عامل رفتاری تمایل در دسترس بودن بر تصمیم سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی تاثیر مستقیم دارد.

عامل رفتاری گریز از زیان بر تصمیم سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی تاثیر مستقیم دارد.

عامل رفتاری گریز از ندامت بر تصمیم سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی تاثیر مستقیم دارد.

عامل رفتاری حسابداری ذهنی بر تصمیم سرمایه گذاری سرمایه گذاران نهادی تاثیر مستقیم دارد.

1-7- متغیرهای تحقیق:

متغیرهای تحقیق حاضر شامل دو طبقه متغیر است. طبقه اول متغیرهای مستقل است که این متغیرها نیز

خود در سه گروه جای گرفته اند. گروه اول متغیرهای مستقل، دربرگیرنده متغیرهایی است که در مالی رفتاری

¹³ - Gambler's fallacy

¹⁴ - Availability bias

¹⁵ - Loss aversion

¹⁶ - Regret aversion

¹⁷ - Mental accounting

در تئوری انتظارات قرار می گیرند و شامل متغیرهای زیر است: گریز از زیان - گریز از ندامت و پشیمانی و حسابداری ذهنی. گروه دوم متغیرهای مستقل دربرگیرنده متغیرهایی است که در مالی رفتاری در تئوری ابتکار قرار می گیرند و شامل متغیرهای زیر است: معرف بودن - اطمینان بیش از حد - نقطه اتکا - سفسطه قمارباز و تمایل در دسترس بودن. گروه سوم متغیرهای مستقل، تصمیمات سرمایه گذاری سایر سرمایه گذاران می باشد. طبقه دوم متغیرهای وابسته است که این متغیرها شامل متغیرهای زیر است: تصمیمات فروش سهام - تصمیمات خرید سهام - تصمیمات انتخاب سهام برای معامله - تصمیمات طول زمانی نگهداری سهام و تصمیمات حجم معامله سهام.

8-1- جامعه آماری، روش نمونه گیری و حجم نمونه:

جامعه آماری این تحقیق سرمایه گذاران نهادی فعال در بورس اوراق بهادار تهران شامل شرکتهای سرمایه گذاری و کارگزاری و سایر سرمایه گذاران نهادی است. روش نمونه گیری روش نمونه گیری قضاوتی یا نظری است. حجم نمونه در این مطالعه متشکل از 63 سرمایه گذار نهادی می باشد.

9-1- روش گردآوری اطلاعات و داده ها:

پژوهش کتابخانه ای: جهت تدوین مبانی نظری و مفاهیم اساسی موضوع تحقیق، کتب، مقالات فارسی و لاتین، رساله و پایان نامه مورد استفاده قرار گرفته است. کار میدانی: برای گردآوری داده ها از پرسشنامه با مقیاس لیکرت 5 نقطه ای (تاثیری ندارد= 1، تاثیر کم = 2، تاثیر متوسط = 3، تاثیر زیاد= 4، تاثیر خیلی زیاد = 5) و همچنین مقیاس لیکرت 5 نقطه ای (استفاده نمی کنم= 1، کم= 2، متوسط= 3، زیاد= 4، خیلی زیاد= 5) و همچنین از پرسشنامه بسته با مقیاس اسمی دو نقطه ای (بله = 0 و خیر= 1) استفاده شده است. اطلاعات حاصل از پرسشنامه های تکمیل شده و مصاحبه، در جهت تعیین اعتبار فرضیات تحقیق به کار گرفته شده و پایایی ابزار گردآوری اطلاعات با استفاده از آزمون آلفای کرونباخ مورد ارزیابی قرار گرفته است.

10-1- روش های آماری و آزمون فرضیه ها:

داده ها با استفاده از نرم افزار SPSS تجزیه و تحلیل خواهند شد. برای تست سازگاری داخلی مقیاس های چندعاملی از آلفای کرونباخ استفاده شده است. همچنین از تجزیه و تحلیل فاکتور نیز به منظور تست کردن قابل اعتماد بودن عوامل رفتاری مربوطه استفاده شده است. و همچنین از آزمون t استیودنت نیز به منظور تست کردن تفاوت های قابل مشاهده بین مفهوم های عامل استفاده شده است.

11-1- محدودیت ها و تنگناهای تحقیق:

این مطالعه در معرض همه محدودیت های معمول مرتبط با تحقیقات پیمایشی است. (برای مثال ، درک پاسخ دهندگان) و محدودیت دیگری که ما در اینجا با آن روبرو هستیم کوچک بودن نمونه است و محدودیت دیگر این است که بازار بورس تهران یک بازار در حال رشد است که با موضوعات خاصی از ارزشیابی ، معاملات آنی ، اطلاعات ، قوانین معاملاتی و غیره روبرو است. یکی دیگر از محدودیت های این تحقیق ، مشکلات مربوط به تنظیم قرار مصاحبه با پاسخ دهندگان است زیرا پاسخ دهندگان مدیران پورتفوی هستند که شاید وقت کافی را برای مصاحبه و جواب دادن به پرسشنامه نداشته باشند.

1-12 - ساختار تحقیق:

فصل دوم تحقیق شامل دو بخش است. بخش اول مبانی نظری تحقیق است که در این بخش ابتدا پایه های نظری و پایه های تجربی مالی مدرن را بیان می کنیم و سپس چالش های پیرامون پایه های نظری و تجربی مالی مدرن را که در واقع به ترتیب همان پایه های نظری مالی رفتاری و پایه های تجربی مالی رفتاری است را بیان می کنیم. در ادامه این بخش مالی رفتاری و عوامل رفتاری را در قالب دو تئوری اصلی مالی رفتاری یعنی تئوری ابتکار و انتظار تشریح می کنیم. در بخش دوم این فصل نیز تحقیقات مرتبط با موضوع تحقیق را بیان می کنیم.

فصل سوم تحقیق در ارتباط با روش تحقیق است که در این فصل ما شیوه جمع آوری داده ها ، جامعه آماری ، روش نمونه گیری ، شیوه پردازش داده ها و ... را بیان می کنیم. فصل چهارم تحقیق در واقع تجزیه و تحلیل داده ها است. در این فصل ما نتایج تحقیق را آورده ایم و پاسخ فرضیات را داده ایم و در نهایت فصل پنجم نتیجه گیری و پیشنهادات تحقیق است.

1-13 - تعریف واژگان و مفاهیم تخصصی تحقیق:

مالی رفتاری^{۱۸} : مالی رفتاری عبارت است از بررسی فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و عکس العمل آنها نسبت به شرایط مختلف در بازارهای مالی.

سرمایه گذاران نهادی^{۱۹} : عبارت است از سازمان هایی که حجم بالایی از منابع را به سمت خود کشیده و آنها را در اوراق بهادار، دارایی های واقعی و سایر دارایی ها سرمایه گذاری می کنند.

تئوری انتظار^{۲۰} : تئوری انتظار (چشم انداز) یک تئوری تصمیم گیری در شرایط عدم اطمینان می باشد. بر طبق این تئوری تصمیمات سرمایه گذاران بر مبنای قضاوت های آنها گرفته می شوند و قضاوت ها نیز حاصل ارزیابی

¹ - Behavioural Finance

² - Institutional Investors

³ - Prospect Theory

وضعیت دنیای بیرونی سرمایه گذار می باشد.

تئوری ابتکار^۴: تئوری ابتکار یک تئوری در شرایط عدم اطمینان می باشد. بر طبق این تئوری تصمیمات افراد و سرمایه گذاران بر مبنای آزمون و خطا گرفته می شود. در واقع افراد به این منظور از این تئوری استفاده می کنند که بتوانند سریعاً به راه حلی برای تصمیم گیری خود دست پیدا کنند که به بهترین جواب ممکن نزدیک باشد.

⁴ - Heuristic Theory

فصل دوم

مبانی نظری

پیشینه تحقیق

بخش اول : مبانی نظری تحقیق

1-2- مقدمه

نظریه نوین مالی ، بدنه دانشی است مبتنی بر اصول آربیتراژ میلر و مودیلیانی ، اصول پرتفوی مارکوویتز، نظریه قیمت گذاری دارائیهای سرمایه ای شارپ ، لینتنر و بلک و نظریه قیمت گذاری اختیار بلک ، اسکولز و مرتون و از دهه 1970 تا کنون ، نظریه اصلی حوزه مالی و مدیریت سرمایه گذاری بوده است. پارادایم های اصلی این نظریه عبارتند از انسان منطقی و فرضیه بازارهای کارا و بر طبق آن، قیمت اوراق بهادار توسط عوامل عقلایی به طور منطقی تعیین شده و برابر با ارزش ذاتی آنها بوده است و منعکس کننده تمام اطلاعات موجود در بازار است و به کارگیری راهبردهای سرمایه گذاری مشخص برای شناسایی سرمایه گذاری های سودآور با شکست مواجه می شوند. اما مطالعات دانشگاهی طی دو دهه اخیر در مورد قیمت اوراق بهادار، انحرافات سیستماتیک و قابل توجهی از کارایی را آشکار ساخته که از منظر نظریه نوین مالی، موارد استثناء و غیرعادی نامیده می شوند و زمینه ساز ظهور دیدگاه جدیدی تحت عنوان مالی رفتاری در بازارهای مالی شده است.

اصل مطلب نظریه مالی رفتاری این است که سرمایه گذاران در پردازش اطلاعات مرتبط با ارزش اوراق بهادار، مرتکب خطاها و اریب های رفتاری می شوند که سبب انحراف قیمت های بازار از آنچه طبق یک مدل انتظارات منطقی نظیر CAPM پیش بینی شده است می شود(تافلر ، 2005). و به دو زیر موضوع اصلی متناظر با مفاهیم اصلی نظریه نوین مالی، قابل تفکیک است : مالی رفتاری خرد (BFMI) و مالی رفتاری

کلان (BFMA). مالی رفتاری خرد، به این موضوع می پردازد که آیا سرمایه گذاران معقول و منطقی می باشند یا اینکه خطاهای شناختی و احساسی می توانند روی تصمیمات مالی آنها تاثیر بگذارند؟ و مالی رفتاری کلان این سوال را مطرح می سازد که آیا بازارها کارا هستند و یا اینکه در معرض تاثیرات رفتاری سرمایه گذاران قرار دارند؟ ما در این فصل بطور کامل به ارائه ادبیات موضوع مطالب مطروحه پرداخته می شود. ما ابتدا پایه های نظری و تجربی نظریه نوین مالی را بیان می کنیم و سپس چالش های نظری و تجربی در برابر نظریه نوین مالی را که در واقع چالش های نظری نوین مالی رفتاری، پایه های نظری مالی رفتاری و چالش های تجربی نظریه نوین مالی، پایه های تجربی مالی رفتاری را شکل می دهند، بیان می کنیم. در ادامه تعاریف و مفاهیم مالی رفتاری را بیان می کنیم و سپس سوگیرهای رفتاری سرمایه گذاران را که در دو نظریه انتظار و ابتکار طبقه بندی شده اند را توضیح می دهیم و ما در انتهای این فصل تحقیقات داخلی و خارجی و همچنین مقایسه تطبیقی این تحقیقات را بیان می کنیم.

2-2- پایه های نظری و تجربی نظریه نوین مالی

2-2-1- پایه های نظری نظریه نوین مالی

اول اینکه سرمایه گذاران انسان های اقتصادی منطقی فرض شده لذا برای اوراق بهادار، ارزشی معادل ارزش ذاتی آنها قائل می باشند. دوم، چنانچه برخی از سرمایه گذاران غیرمنطقی عمل کنند از آنجایی که داد و ستد هایشان تصادفی است اثر یکدیگر را خنثی نموده و نمی توانند روی قیمت ها تاثیر بگذارند. سوم، سرمایه گذارانی که به طرق مشابه، غیرمنطقی عمل می کنند در بازار با آربیتراژهای منطقی روبرو می شوند که تاثیر عملکرد آنها بر روی قیمت ها را از بین می برند (شلیفر، 2000).

بر طبق اولین پایه نظری نظریه نوین مالی، سرمایه گذاران منطقی عمل نموده برای اوراق بهادار قیمتی معادل ارزش ذاتی آنها در نظر گرفته در عین حال به سرعت در مقابل اطلاعات جدید شامل اخبار خوب و بد شرکت ها و صنایع واکنش نشان داده قیمت های پیشنهادی خود در معاملات را تعدیل می کنند و در واقع مقادیر جدید