

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دانشگاه الزهراء (س)

دانشکده علوم اجتماعی و اقتصادی

پایان نامه

جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد

رشته مدیریت بازرگانی _ مدیریت مالی

عنوان

ارائه مدلی برای فراواکنشی و فروواکنشی سهام‌داران در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به

روش پویایی‌های سیستم

استاد راهنما: دکتر حسن قالیباف اصل

اساتید مشاور: دکتر شاپور محمدی

سعید اسلامی بیدگلی

دانشجو:

مونا حاجی علی اصغر آجیل فروش

شهریور ۱۳۸۷

این کتاب کوچک بزرگتر از نامش نیست؛

مشتی ماسه و کف است.

و به رغم آنچه میان دانه‌های ماسه و دانه‌های دلم نهاده‌ام

و به رغم آنچه از عصاره‌ی روحم بر کف آن ریخته‌ام

لیک اکنون و تا ابد،

از ساحل به دریا نزدیکتر خواهم بود

و از شوق محدود تا دیدار نامحدود نزدیکتر خواهم شد.

سپاس و ستایش مخصوص خداوند بزرگ است که هرچه کسب کرده ام، تنها و تنها، از بخشایش او بوده و حتی تلاش‌ها و ممارست‌های خودم، همراهی‌های اساتید و دوستانم، و سایر افراد تاثیرگذار در زندگیم را بخشی از نعمت‌های او می‌دانم، و همیشه از او متشکرم.

برخود لازم می‌دانم مانند همیشه قدردان زحمات پدر عزیزم و مادر مهربانم باشم که اولین اساتید من در دوران زندگی بوده‌اند و یادگرفتن را به من یاد داده‌اند و همواره خود را مدیون هشیاری آن‌ها می‌دانم که علاقه به یادگیری را به عنوان نیرویی ماندگار در من ایجاد کردند. همچنین از خواهر نازنینم که همیشه مشاور و همدل من بود تشکر می‌کنم.

با تشکر از جناب آقای دکتر حسن قالیباف اصل که در همه حال دلسوزانه همراه من بودند و در بسیاری از مراحل زندگی افتخار راهنمایی بی‌دریغشان را به من دادند. از ایشان به عنوان یکی از بهترین اساتیدم در زندگی تشکری ویژه می‌نمایم.

با تشکر از جناب آقای دکتر شاپور محمدی که با نکته‌سنجی‌های دقیق‌شان بر عمق کار بیش از پیش افزودند.

باتشکر از جناب آقای سعید اسلامی بیدگلی که مرا با این حوزه و متخصصان آن آشنا کردند و در لحظه به لحظه این کار همراه من بودند.

با تشکر از جناب آقای مهندس نوید غفارزادگان (دانشجوی دکترای دانشگاه نیویورک) که دورا دور راهنمای من بودند.

باتشکر از جناب آقای مهندس کیوان وکیلی (دانشجوی دکترای دانشگاه کانادا) که در این راه همراه من بودند.

همچنین از جناب آقای دکتر سعید باقرزاده، جناب آقای دکتر بهروز خدارحمی، جناب آقای حامد قدوسی (دانشجوی دکترای دانشگاه اتریش) و جناب آقای مهندس مهدی اسکندری (کارشناس ارشد مهندسی صنایع و تحلیل سیستم‌ها) که در این راه همراه من بودند تشکر می‌نمایم.

برخود لازم می‌دانم که از حمایت‌های بی‌دریغ دوست و خواهر عزیزم خانم سارا قوامی (کارشناس ارشد مدیریت بازاریابی) تشکر نمایم.

مرا تشنگی تحفه دادید

تشنگی فزاینده‌ای به وسعت چشمه زلال زندگی

وبه راستی کدامین هدیه پربهاتر از این تواند بود

که جمله آمال انسان را به چشمه‌ای جوشان تبدیل کند؟

چکیده

یکی از پدیده‌هایی که فرضیه کارایی بازار سرمایه را به چالش می‌کشد فراواکنشی و فروواکنشی سهام‌داران به اخبار و اطلاعات می‌باشد. در این تحقیق با استفاده از اطلاعات مربوط به تعدیل سود شرکت‌ها در طول سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۶ پدیده فراواکنشی و فروواکنشی سهام‌داران نسبت به اطلاعات جدید مورد بررسی قرار گرفته و با استفاده از روش پویایی‌های سیستم مدلی برای توضیح این پدیده‌ها ارائه شده است. ورودی‌های مدل نسبت قیمت به سود، سود هر سهم اولیه سهام، دوره‌ای که سهامداران به قیمت گذشته سهم توجه می‌کنند و زمان مورد نیاز برای تغییر ادراک می‌باشد. پاسخ‌های مدل با واقعیت در شرکت‌هایی که حداقل ۲۰٪ سهام شناور آزاد و بالای ۱۰٪ تعدیل سود داشته باشند انطباق دارد. در این تحقیق در نهایت معادلات دیفرانسیل مدل ارائه شده است.

کلمات کلیدی: فراواکنشی، فروواکنشی، پویایی‌های سیستم و مالی رفتاری

فهرست

صفحه	عنوان
۱	فصل اول: کلیات تحقیق
۲	مقدمه
۳	۱-۲- بیان مسأله تحقیق
۳	۱-۳- اهمیت و ضرورت تحقیق
۴	۱-۴- هدف تحقیق
۴	۱-۵- پرسش های تحقیق
۴	۱-۶- نهاد یا مؤسسه‌ای که می‌توانند از یافته‌های این تحقیق بهره‌گیرند
۵	۱-۷- روش تحقیق
۵	۱-۷-۲- قلمرو مکانی و زمانی تحقیق
۶	۱-۷-۳- روش نمونه‌گیری و حجم تقریبی نمونه
۶	۱-۷-۴- ابزار گردآوری اطلاعات
۶	۱-۷-۵- روش تجزیه و تحلیل داده‌ها
۷	۱-۹- تعریف واژه‌ها و اصطلاحات تخصصی
۷	مالی رفتاری
۸	فراواکنشی
۸	فروواکنشی
۸	پویایی‌های سیستم
۸	خلاصه فصل اول
۹	فصل دوم: ادبیات تحقیق
۱۰	۲-۱- مقدمه
۱۰	۲-۲- کارآیی بازار
۱۳	۲-۳- تحول نظریه‌های مالی
۱۳	۲-۴- استثناهای مالی
۱۹	۲-۵- تحول نظریه‌های مالی
۲۱	۲-۶- مالی رفتاری
۲۹	۲-۷- آشنایی با پدیده‌های فراواکنشی و فروواکنشی
۳۰	۲-۸- بررسی تحقیقات انجام شده در زمینه فراواکنشی و فروواکنشی
۴۹	۲-۹- آثار پدیده‌های فراواکنشی و فروواکنشی

۵۷	۲-۱۰ خلاصه فصل دوم
۵۸	فصل سوم: روش تحقیق
۵۹	۳-۱ مقدمه
۵۹	۳-۲ روش تحقیق
۵۹	۳-۳ نوع تحقیق
۶۰	۳-۴ جامعه آماری
۶۱	۳-۵ نمونه آماری
۶۱	۳-۶ پرسش تحقیق
۶۱	۳-۷ متغیرهای تحقیق
۶۱	۳-۷-۱ قیمت
۶۲	۳-۷-۲ سود هر سهم
۶۲	۳-۷-۳ نسبت قیمت به درآمد
۶۳	۳-۸ مراحل مختلف مدلسازی
۶۴	۳-۹ نظریه سیستم‌ها
۶۴	۳-۱۰ جایگاه شبیه‌سازی در تفکر سیستمی
۶۵	۳-۱۱ ویژگی‌های عمده تفکر سیستمی
۶۶	۳-۱۲ متغیرهای تفکر سیستمی
۶۸	۳-۱۳ اجزای مدل‌های پویایی سیستم
۷۰	۳-۱۴ متغیرهای مدل‌های جریان در پویایی سیستم‌ها به سه گروه عمده تقسیم می‌شوند:
۷۱	۳-۱۵ انواع الگوهای رفتار سیستم
۷۲	۳-۱۶ اعتبار سنجی در پویایی‌های سیستم
۷۵	۳-۱۷ سایر گونه‌های رفتاری
۷۶	۳-۱۸ سیستم‌های پیچیده و تفکر سیستمی
۷۸	۳-۱۹ مزایای استفاده از پویایی‌های سیستم
۸۰	۳-۲۲ نتیجه‌گیری
۸۱	فصل چهارم: ساخت مدل
۸۲	۴-۱ مقدمه
۸۴	۴-۲ فرضیه دینامیکی
۸۴	۴-۳ تشریح رفتار بازار
۹۰	۴-۴ بررسی رفتار سهام‌داران رفتاری
۹۶	۴-۵ انطباق روابط حاصل، با ارباب رفتاری
۹۷	۴-۵ نتایج شبیه‌سازی مدل

۹۸	..... ۴-۶- نمودار جریان
۹۸	..... متغیرهای درون‌زای مدل
۱۱۱	..... ۴-۱۰- شناسایی نقاط اهرمی و سیاست‌ها
۱۱۴	..... ۴-۱۱- شبیه‌سازی برای بازار ایران
۱۱۹	..... خلاصه فصل چهارم
۱۲۱	..... فصل پنجم: تحلیل و نتیجه‌گیری
۱۲۲	..... ۵-۱- مقدمه
۱۲۲	..... ۵-۲- یافته‌های تحقیق
۱۲۳	..... ۵-۳- ویژگیهای مدل
۱۲۳	..... ۵-۳- محدودیت‌های تحقیق
۱۲۴	..... ۵-۴- پیشنهادات
۱۲۵	..... ۵-۵- خلاصه تحقیق
۱۲۷	..... منابع:

فصل اول: کلیات تحقیق

- ✓ مقدمه
- ✓ بیان مساله
- ✓ اهمیت موضوع
- ✓ هدف تحقیق
- ✓ پرسش‌های تحقیق
- ✓ حدود تحقیق
- ✓ محدودیت تحقیق
- ✓ واژه‌ها و اصطلاحات کلیدی

مقدمه

اساس بیشتر نظریه‌های مالی و اقتصادی این است که افراد عقلایی^۱ عمل کرده و در فرآیند تصمیم‌گیری تمام اطلاعات موجود را مورد توجه قرار می‌دهند. با این وجود، محققین مدارک قابل توجهی به دست آورده‌اند که خلاف آن را نشان می‌دهد.

برای توضیح موارد ناکارایی مشاهده شده در بازار سرمایه، «مالی رفتاری»^۲ گسترش یافته است، که به دنبال فهم و توضیح بیشتر اثرات خطاهای احساسی و شناختی بر روی سرمایه‌گذاران و فرآیند تصمیم‌گیری آنان می‌باشد. مالی رفتاری به دنبال فهم و پیش‌بینی بازارهای مالی و تبیین و توضیح موارد غیرعادی بازار با استفاده از مطالعات روانشناسی و سایر علوم اجتماعی می‌باشد. براساس نظرات مالی رفتاری، تورش‌های روانشناختی^۳ باعث می‌شود تا قیمت‌های بازار از ارزش ذاتی فاصله بگیرند. با توجه به این الگوهای رفتاری، در بازارهای مالی آثار ضمنی متعددی ایجاد می‌گردد که یکی از مهمترین آنها فراواکنشی^۴ و فروواکنشی^۵ به رویدادهای^۶ بازار می‌باشد. شناسایی این پدیده‌ها، چه در کوتاه‌مدت و چه بلندمدت، و همچنین بررسی عوامل مؤثر بر آن (همانند قیمت) می‌تواند آثار مطلوبی، چه برای سرمایه‌گذاران و چه سیاست‌گذاران، به همراه داشته باشد.

از این رو این تحقیق به دنبال ساخت یک مدل برای توضیح این پدیده‌ها در بازار سرمایه ایران می‌باشد، که به شناخت متغیرها و الگوی تغییرات می‌پردازد و زمینه را برای تحقیقات بیشتر در این حوزه فراهم می‌کند.

^۱ - Rational

^۲ - Behavioral Finance

^۳ - Psychological Biases

^۴ - Overreaction

^۵ - ترجمه‌های دیگر این واژه عبارتند از بیش واکنشی، واکنش بیش از اندازه و واکنش بیش از حد.

^۶ - Underreaction

^۷ - ترجمه‌های دیگر این واژه عبارتند از کم واکنشی، واکنش کم‌تر از اندازه و واکنش کمتر از حد.

^۸ - Events

۱-۲- بیان مسأله تحقیق

تحقیقات انجام شده در زمینه فراواکنشی و فروواکنشی به بررسی اثر متغیرهایی از قبیل قیمت^۱، ارزش بازار^۲، بازده قبلی^۳، اندازه^۴، شاخص ریسک سیستماتیک^۵، نسبت قیمت به درآمد هر سهم^۶، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری^۷ پرداخته‌اند. از این رو، هدف این تحقیق نگاه کلی به این متغیرها و ارائه الگویی بر مبنای آنها می‌باشد.

این تحقیق، به دنبال طراحی الگویی می‌باشد که علل و سازوکارهای فراواکنشی و فروواکنشی را در بورس اوراق بهادار تهران نشان دهد. به عبارت دیگر هدف، ساخت یک مدل علی و معلولی^۸ است. برای طراحی مدل از روش پویایی‌های سیستم استفاده خواهد شد. ابزار کامپیوتری جهت مدل‌سازی در این تحقیق، ونسیم می‌باشد.

۱-۳- اهمیت و ضرورت تحقیق

فراواکنشی و فروواکنشی از ناهنجاری‌های مشاهده شده در بازار سرمایه محسوب می‌شوند. این پدیده‌ها زمانی رخ می‌دهند که قیمت سهام با توجه به اطلاعات جدید بیش از اندازه منطقی، واکنش نشان می‌دهد. این پدیده معمولاً با برگشت قیمتی^۹ همراه است. برعکس آن هم صادق است، به این معنی که گاهی قیمت سهام در بازار با توجه به اطلاعات جدید، کمتر از اندازه منطقی تغییر می‌کند، که البته با انتشار اخبار، این پدیده نیز با اصلاح قیمتی همراه می‌شود، این پدیده را فروواکنشی می‌نامند. به طور کلی میزان فراواکنشی و فروواکنشی بستگی به این دارد که چطور سرمایه‌گذاران، اطلاعات اولیه را درک کنند، اگر این اطلاعات به راحتی توسط بسیاری از افراد قابل درک باشد، فراواکنشی و فروواکنشی در بازار، بسیار کوچک خواهد بود.

^۱ - Price

^۲ - Market Value

^۳ - Prior Return

^۴ - Size

^۵ - β

^۶ - P/E

^۷ - MV/BV

^۸ - Cause and effect

^۹ - Price Reversal

فراواکنشی و فروواکنشی پدیده‌هایی هستند که کارآیی بازار سرمایه را زیر سؤال می‌برند. توضیح این پدیده‌ها با تلفیقی از دانش مدیریت مالی و روانشناسی امکان پذیر می‌باشد. دورشدن بازار سرمایه از بحث کارآیی به معنی پیچیدگی رفتار سرمایه‌گذاران است. بنابراین، نیاز به الگوهای پیشرفته‌تر برای توضیح این رفتارها است. این مطالعه به دنبال تدوین الگویی برای توضیح رفتار قیمت با پدیده‌های فراواکنشی و فروواکنشی در بورس اوراق بهادار است.

۴-۱- هدف تحقیق

هدف اصلی تحقیق حاضر، مطالعه فراواکنشی یا فروواکنشی در بورس اوراق بهادار تهران است، تا بر این اساس، الگویی برای این دو پدیده رفتاری ارائه، و با استفاده از الگوی مذکور عوامل تأثیرگذار در آنها شناسایی گردد. ارائه چنین مدل برای فراواکنشی و فروواکنشی، تحت روش پویایی‌های سیستم، برای اولین بار در ایران انجام می‌شود.

۵-۱- پرسش‌های تحقیق

۱. آیا رفتار فراواکنشی و فروواکنشی قیمت سهام با استفاده از روش پویایی‌های سیستم قابل تبیین است؟
۲. علل رشد و کاهش قیمت سهام چیست؟
۳. چه مکانیزمی موجب ایجاد این نوسانات در بازار بورس می‌گردد؟
۴. چه مکانیزمی موجب تشدید رشد یا سقوط قیمت‌ها در بازار می‌شود؟

۶-۱- نهاد یا مؤسسه‌ای که می‌توانند از یافته‌های این تحقیق بهره‌گیرند

۱- دانشگاه‌ها و مراکز علمی در خصوص انجام تحقیقاتی در این زمینه و توسعه ادبیات این موضوع

در ایران.

- ۲- نهادهای تصمیم‌گیری استراتژیک در مورد شرکت‌های بورس اوراق بهادار کشور، مانند سازمان بورس اوراق بهادار و شرکت بورس.
- ۳- سرمایه‌گذاران.
- ۴- شرکت‌های سرمایه‌گذاری.

۱-۷- روش تحقیق

۱-۷-۱) نوع تحقیق

دسته بندی‌های مختلفی برای انواع تحقیق‌ها وجود دارد. مارشال^۱ دسته‌بندی زیر را پیشنهاد می‌کند. **اکتشافی:** تحقیق‌های اکتشافی در پی درک پدیده‌های جدید و متغیرهای مهم در حوزه و موضوع می‌باشند. با توجه به این که این تحقیق درصدد یافتن متغیرهای تاثیرگذار و ارتباطات علی و معلولی موجود در ساختار رفتاری سهام‌داران برای یافتن علل افزایش و کاهش قیمت‌ها است می‌تواند یک تحقیق اکتشافی محسوب گردد.

تبیینی: این نوع تحقیقات به توضیح نیروهایی که باعث شکل‌گیری پدیده مورد نظر شده است، می‌پردازد. با عنایت به این که این تحقیق درصدد یافتن و بیان جامع ارتباطات علی و معلولی موجود در ساختار رفتاری سهام‌داران و تحلیل آن‌ها برای سیاست‌گذاری‌های اثربخش است می‌تواند یک تحقیق تبیینی محسوب گردد. **توصیفی:** این نوع از تحقیقات به مستند کردن پدیده مورد نظر می‌پردازند. قسمتی از این تحقیق که در آن به بررسی بازار سهام تهران پرداخته شده و نمودارهای مرجع آن ترسیم می‌گردد. به نوعی تحقیق توصیفی است.

۱-۷-۲) قلمرو مکانی و زمانی تحقیق

جامعه آماری شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در دوره زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۶ اطلاعاتی تعدیل سود هر سهم را منتشر کرده باشند.

^۱ -Marshal

۳-۷-۱) روش نمونه‌گیری و حجم تقریبی نمونه

شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران که در دوره شهریور ۱۳۸۴ تا آخر اسفند ۱۳۸۶ اطلاعیه تعدیل سود هر سهم را منتشر کرده باشند. روش نمونه‌گیری در این تحقیق خوشه‌ای دو مرحله‌ای می‌باشد.

۴-۷-۱) ابزار گردآوری اطلاعات

در این تحقیق متغیرهای موردنیاز با توجه به مطالعه تحقیقات انجام گرفته انتخاب می‌شوند. در بین متغیرهای استخراج شده، متغیرهایی که تأثیرگذار، قابل اندازه‌گیری و مؤثر در ایران باشند انتخاب و مدل‌سازی می‌شوند. اطلاعات مورد نیاز متغیرها از صورت‌های مالی میان‌دوره‌ای و پایان‌دوره‌ای شرکت‌ها و همچنین گزارشات اطلاعاتی نرم افزار «تدبیرپرداز» می‌باشد.

۵-۷-۱) روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

برای تحلیل داده‌ها از روش پویایی‌های سیستم^۱ استفاده می‌شود. ابتدا متغیرهای مؤثر شناسایی می‌شوند و برای آن مدل علی و معلولی ساخته می‌شود. سپس روابط حاکم بین متغیرهای مدل مشخص می‌شود و توسط نرم افزار ونسیم^۲ اجرا می‌شود. پس از آن مدل با واقعیت تطبیق داده شده و تست و اصلاح می‌گردد. در نهایت مدلی برای تحلیل رفتارهای سیستم به دست می‌آید، البته اگر در رفتارهای آینده هم این متغیرها دخیل باشند. این تحقیق به دنبال ارائه مدلی ساده برای فراواکنشی و فرواکنشی در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۸-۱) مشارکت تحقیق در دانش مدیریت

محققین تلاش‌های زیادی را برای توضیح پدیده‌های مربوط به نوسانات بازار سهام می‌کنند. در این تحقیق ضمن نگاه کلان به متغیرهای تأثیرگذار بر رفتار قیمت سهام، مدلی عمومی که نوسانات بورس را توجیه کند ارائه شده است. نکته مثبت این مدل، استفاده از آن به عنوان یک مدل پایه برای تشریح رفتارهای متنوع در

^۱ - System Dynamics approach

^۲ - Vensim

بازار سهام است. یکی از نکات جالب مدل عمومی ارائه شده نگاه جامع به دو پدیده رفتاری و عقلایی در کنار یکدیگر است. امری که تلاش بسیاری از محققین را به خود معطوف کرده است. به طور خلاصه موارد زیر را به عنوان یک نوآوری در دانش مدیریت می توان محسوب کرد:

۱. دانش مدیریت مالی

- ارائه مدلی پایه‌ای که بتواند ترکیبی مناسب از حوزه مالی رفتاری در کنار حوزه کلاسیک رفتار عقلایی بسازد. فعالیتی که محققین زیادی تلاش برای ارائه آن هستند.
- ارائه مدلی برای تشریح رفتار قیمت سهام که محققین می‌توانند آن را به عنوان یک مدل پایه‌ای برای تشریح مسائل خاص تکمیل کرده و استفاده کنند.
- تشریح مساله پیچیده بورس تهران

۲. دانش پویایی‌های سیستم

استفاده از روش شبیه‌سازی پویایی‌های سیستم در مدیریت مالی و بورس، حوزه‌ای که با این رویکرد به‌ندرت به آن پرداخته شده است.

۹-۱- تعریف واژه‌ها و اصطلاحات تخصصی

در این قسمت، جهت آشنایی با مفاهیم تحقیق، لغات و واژه‌های تخصصی به کار رفته در طول تحقیق، تعریف می‌گردد:

مالی رفتاری

مالی رفتاری در پاسخ به محدودیت‌هایی که در نتیجه فرض عقلانیت و کارایی بازار مطرح شده، ایجاد گشته است و در واقع جایگزینی برای مدل‌های مالی مدرن^۱ است. در این رویکرد از علم روانشناسی برای درک رفتارهای سرمایه‌گذار استفاده می‌شود و تأثیر جنبه‌های روانشناسی سرمایه‌گذار بر پارامترهای مالی سنجیده می‌شود و در نهایت کوشش می‌کند که رفتار سرمایه‌گذار را مدل‌سازی کند.

^۱ - Modern Finance

فراواکنشی

زمانی که قیمت سهام با توجه به اطلاعات جدید، بیش از آنچه باید، تغییر کند، فراواکنشی روی داده است. این پدیده معمولاً با برگشت قیمتی همراه است.

فروواکنشی

هنگامی که قیمت سهام با توجه به اطلاعات جدید، کمتر از آنچه باید، تغییر کند، فروواکنشی رخ داده است. این پدیده معمولاً با اصلاح قیمت همراه است.

پویایی‌های سیستم

سیستم‌های پویا به عنوان یکی از مکاتب تفکر سیستمی، یک متدولوژی برای مطالعه و مدیریت سیستم‌های پیچیده و دارای بازخورد^۱ است. این سیستم‌ها می‌توانند در حوزه‌های مختلفی مانند کسب و کار، اقتصاد، محیط زیست، مدیریت انرژی، مسائل شهری و سایر حوزه‌های اجتماعی و انسانی وجود داشته باشند. سنگه^۲ عقیده دارد تفکر سیستمی روش‌های گوناگونی دارد که یکی از انواع آن پویایی‌های سیستم است که در آن از ابزار کامپیوتر و شبیه‌سازی استفاده می‌گردد (سنگه، ۱۳۸۴).

خلاصه فصل اول

در این فصل اهداف تحقیق عنوان شده است. در فصل‌های آتی متغیرهای مؤثر بر فراواکنشی و فروواکنشی شناسایی می‌شوند. با توجه به این متغیرها و در نظر گرفتن روابط علی و معلولی بین آنها، و با استفاده از روش پویایی‌های سیستم، مدلی برای بازار سرمایه ارائه می‌گردد که نشان می‌دهد در زمان وقوع این پدیده‌ها بازار چه فرایندی را طی می‌کند.

^۱ - Feed back

^۲ - Peter Senge

فصل دوم: ادبیات تحقیق

- ✓ کارایی بازار
- ✓ پدیده‌هایی بر رد کارایی بازار
- ✓ بحث مالی رفتاری
- ✓ معرفی فراواکنشی و فروواکنشی و مرور مطالعات مهم مطرح شده در مورد این پدیده‌ها
- ✓ آثار فراواکنشی و فروواکنشی در بازار

۲-۱- مقدمه

باتوجه به حوزه این تحقیق که یکی از موضوعات مالی رفتاری می‌باشد، در این فصل ابتدا به بحث کارایی و استثنای مالی و مواردی که فرضیه کارایی بازار را زیر سؤال می‌برند پرداخته می‌شود، سپس سیر تحولات مدیریت مالی و مطرح شدن موضوع جدیدی، با عنوان مالی رفتاری مروری خواهیم شد. در ادامه فصل، ادبیات مربوط به فراواکنشی و فروواکنشی که محور اصلی کار در این تحقیق است، مطرح می‌شود و در نهایت با توجه به ادبیات موضوع و مشاهده تحقیقات انجام شده در این زمینه، متغیرهای تأثیرگذار شناسایی می‌شوند.

۲-۲- کارایی بازار

مطالعات انجام شده از دهه ۱۹۳۰ نشان می‌دهند که رفتار قیمت‌ها تصادفی بوده و از روند خاصی پیروی نمی‌کنند. نتایج این مطالعات به صورت یک جریان فکری و نظری قوی وارد مباحث اقتصاد و سرمایه‌گذاری گردید و نظریه رفتار تصادفی قیمت‌ها شکل گرفت. نظریه گشت تصادفی^۱، از طریق آزمون‌های تجربی به اثبات رساند که تغییرات متوالی قیمت‌ها در دوره‌های کوتاه مدت، مستقل از یکدیگر است.

پس از دهه ۱۹۶۰ تحقیقات از شکل آماری مطالعه رفتار قیمت‌ها، به مسأله ویژگی‌های اقتصادی بازار سهام، که موجب تغییرات تصادفی می‌شد، سوق پیدا کرد. این مسأله، موجب پیدایش «فرضیه بازار کارا»^۲ شد. (سینائی، ۱۳۷۲) این فرضیه که از سال ۱۹۶۵ مطرح شده است بررسی می‌کند آیا بازار سهام در دریافت و پردازش اطلاعات ورودی به طور معقول عمل می‌کند؟ و آیا اطلاعات بدون درنگ و بدون تمایل و گرایش خاص^۳ (تورش) در قیمت اوراق بهادار منعکس می‌شوند یا نه؟ بنیادگرایان^۴ باور دارند که با تجزیه و تحلیل متغیرهای مالی و اقتصادی کلیدی، می‌توان ارزش واقعی سهم را برآورد نمود.

^۱ - Random walk

^۲ - Efficient Market Hypothesis(EMH)

^۳ - Bias

^۴ - Fundamentalist

بر اساس فرضیه بازار کاراً^۱، هیچ کس نمی‌تواند در بلندمدت به طور سیستماتیک بازدهی بیشتر از سطح بازده متناسب با میزان ریسکی که متحمل شده است، کسب کند. در چنین بازاری، قیمت سهام انعکاسی از اطلاعات مربوط به آنها است و تغییرات قیمت‌ها دارای الگوی خاص و قابل پیش‌بینی نیست. (فدائی نژاد، محمد اسماعیل ۱۳۷۵)

بر اساس این نظریه، قیمت اوراق بهادار در هر لحظه‌ای از زمان، برآوردی از ارزش فعلی جریان‌های نقدی آن اوراق در آینده، و تعدیل شده بر اساس عامل خطر^۲ است. این نظریه می‌گوید که رقابت میان سرمایه‌گذاران برای به دست آوردن سود در سرمایه‌گذاری به آنجا می‌انجامد که قیمت جاری اوراق بهادار، پیش‌بینی بی‌طرفان‌های از ارزش ذاتی آن باشد.

همچنین این نظریه مدعی نیست که همه سرمایه‌گذاران معقول عمل می‌کنند، و یا تک‌تک آنان به جزء جزء اطلاعات دسترسی دارند؛ بلکه صرفاً می‌گوید همه اطلاعات در قیمت سهام بازتاب دارد.

این نظریه مطرح می‌کند که در بازار سه سطح کارایی وجود دارد که شامل کارایی عملیاتی^۳، کارایی تخصیصی^۴ و کارایی اطلاعاتی^۵ می‌باشد. کارایی اطلاعاتی، خود در سه سطح طبقه بندی می‌شود:

الف) شکل ضعیف: انعکاس اطلاعات بر قیمت سهام می‌تواند در سطح نازل و به اصطلاح در شکل ضعیف آن مطرح باشد. در این سطح از کارایی، قیمت‌های اوراق بهادار، فقط اطلاعاتی که در گذشته قیمت‌ها نهفته است و از توالی تاریخی قیمت‌ها حاصل می‌شود را منعکس می‌کنند، که این اطلاعات بلافاصله در قیمت‌های جاری منعکس می‌شوند. در این حالت فرض می‌شود قیمت اوراق بهادار، فقط منعکس کننده اطلاعات تاریخی باشد؛ به این معنی که قیمت سهام روند خاصی نداشته و بازار سهام، حافظه‌ای ندارد؛ یعنی قیمت سهام در بازار کارا به شکل تصادفی تغییر می‌کند. این همان نظریه گردش تصادفی است. (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳)

^۱ - Efficient Market

^۲ - Risk Adjusted

^۳ - Operational Efficiency

^۴ - Allocational Efficiency

^۵ - Informational Efficiency

^۶ - Weak Form