

تأثیر رفتار غیرمنطقی سرمایه گذاران بر روی تغییر قیمت های سهام

امین حمزه ای

فارغ التحصیل کارشناسی ارشد مهندسی مکانیک دانشگاه تحصیلات تکمیلی صنعتی و فناوری
پیشرفته کرمان

نام و نشانی ایمیل نویسنده مسئول:

امین حمزه ای

Amin.hamzei@gmail.com

چکیده

بازاری کارآمد نباید هیچ گونه نابهنجاری نشان دهد. هنگامی که اطلاعات جدید به بازاری که کارآمد است می رسد، باید به طور اتوماتیک به قیمت دارایی های تبدیل شود، که بایستی احتمال بدست آوردن مزیتی بیش از دیگر سرمایه گذاران را از میان بردارد، بنابراین از سود اضافی جلوگیری می کند. اما، مطالعات بازار سرمایه نشان می دهد که در عمل امکان دارد سودهای بالای غیرمعمولی با بهره گیری از ناهنجاری های مشخصی که در بازار موردنظر رخ می دهند، بدست آید. بازده های مثبت نشان داده شده برای استراتژی های سرمایه گذاری برای مثال مبنی بر اثر شتاب، بوسیله نظریه کلاسیک امور مالی، قابل توضیح نبودند. همبستگی ای مابین موقعیت اقتصادی در بورس سهام و نرخ بازده سرمایه گذاری بدست آمد، اما خیلی ضعیف بود که به اثر یک عالم قطعی مجزا نسبت داده شود. به علاوه، بازده ناشی از سرمایه گذاری های مبنی بر اثر شتاب، به لحاظ آماری در اوایل هر سال نسبت به ماه های دیگر، بالاتر بود، که ناشی از اثر فروردین، تحریک وقوع بازده های بالاتر آماری در آغاز سال، نسبت به ماه های بعدی در طول دوره زمانی تجزیه و تحلیل شده بود. تحقیقات انجام شده در این حوزه در کشورهای دیگر این ادعا را تأیید می کند که عوامل غیرمنطقی بسیاری وجود دارند که با همدیگر اثر شتاب در بورس سهام ایجاد می کنند. بنابراین، می توان نتیجه گرفت که تصمیمات غیرمنطقی ممکن است تأثیر زیادی بر روی قیمت گذاری سهام در بازار سرمایه داشته باشند.

واژگان کلیدی: بازار سرمایه - سرمایه گذاری - بازار بورس - رفتارهای مالی - اقدامات غیرمنطقی سرمایه گذاران.

مقدمه

بازار سرمایه به عنوان زیر مجموعه ای از بازارهای مالی تلقی می گردد و منابع مالی بلندمدت مورد نیاز بنگاه های تولیدی از این بخش از سیستم مالی تامین می گردد. نقش اولیه بازارهای مالی به طور اعم و بازارهای سرمایه به طور اخص عبارت است از کمک به تبدیل پس اندازهای افراد و واحدهای تجاری به سرمایه گذاری که توسط واحدهای اقتصادی دیگر صورت می گیرد. بازار سرمایه امکانات لازم برای انتقال وجوه پس انداز مردم را به سایر فرصتهای سرمایه گذاری که برای واحدهای دیگر وجود دارد را فراهم می کند.

بازار بورس مانند هر بازار دیگری دارای اصول و شرایط ویژه ای است که با در نظر گرفتن و عمل به این اصول میتوان به سرمایه گذاری و خرید و فروش سهام اقدام کرده و همچنین به درک واقعی از مسائل موجود در بورس رسید. اصولاً سرمایه گذاران باید بررسیهای وسیعی در موقع خرید یا فروش سهام انجام دهند، زیرا آنها نقدترین دارایی خود را به سهام تبدیل میکنند. اگر آنها بدون توجه به یک سری از عوامل اقدام به سرمایه گذاری نمایند، نتایج مطلوبی عایدشان نخواهد شد. هدف از این مطالعه، بررسی رفتار غیرمنطقی سرمایه گذاران مالی در بازارهای مالی است.

موضوع مالی رفتاری از جمله مباحث جدیدی است که در طول دو دهه گذشته توسط برخی اندیشمندان مالی مطرح گردید و به سرعت مورد توجه اساتید صاحب نظران و دانشجویان این رشته در سراسر دنیا قرار گرفت. در مباحث سرمایه گذاری، نوع تصمیم گیری سرمایه گذاران و عوامل موثر 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 در علوم مالی می باشد. فرض اساسی تئوری ها و نظریه های مالی طبق این رویکرد، کارایی بازار و عقلایی رفتار کردن سرمایه گذاران در بازار است. این رویکرد با مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای^۱ (CAPM) نظریه بازارهای کارا^۲ (EMH) در دهه ۱۹۶۰ و مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای میانمدت و نظریه قیمت گذاری آربیتراژی میلر و مودیلیانی در دهه ۱۹۷۰ آغاز شد. با گذشت زمان و انجام تحقیقات متفاوت، محققان متوجه بسیاری از حرکتها و نابسامانی ها در بازارهای مالی شدند که با استفاده از تئوری های مربوط به بازار کارا قابل توجیه نبود. همین امر موجب ظهور و بروز انقلاب رفتاری در مباحث مالی با مقاله کانمن و تورسکی در سال ۱۹۷۹ گردید (۱). نظریه ها و تئوری های مالی طبق این رویکرد به این نکته پرداخته اند که تصمیمات سرمایه گذاری تنها تحت تاثیر شاخص های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارند بلکه عوامل دیگری نیز تاثیر بسزایی در رفتار و نوع تصمیمات آنها دارند (۲).

۱- مروری بر پیشینه پژوهش

یکی از چهره های برجسته در زمینه مالی رفتاری پروفسور هرش شفرین است. وی با نگارش مقاله بسیار و انتشار کتاب چهارم خود با عنوان "مدیریت مالی رفتاری شرکتها: تصمیماتی که ارزش خلق می کنند" در سال ۲۰۰۷ که در آن به شناسایی موانع کلیدی روانشناسی برای تعیین میزان رفتار حداکثری همراه با گام هایی که مدیران می توانند در جهت کاهش اثرات این موانع بردارند، می پردازد، به توسعه ی دانش مالی رفتاری کمک شایانی نموده است (۳). وی همچنین در کتاب اول خود با عنوان "فرا تر از حرص و نگرانی: درک مالی رفتاری و روانشناسی سرمایه گذاری"، ترکیدن حباب قیمتی اوراق بهادار را پیش بینی کرده است. پروفسور شفرین معتقد است که سرمایه گذاران به جنبه های مثبت رویدادهای گذشته بیش از رویدادهای منفی اهمیت می دهند و این نگرش نهایتاً منجر به ترویج خوش بینی بیش از حد در بازار می شود. تالر و شفرین پیش از اینها نیز در مطالعه ای در سال ۱۹۸۱ به بررسی رفتار خودکنترلی و بروز رفتار پس انداز پرداخته بودند.

محدثعلی آقایی و همکارش در سال ۱۳۸۳ در تحقیقی تحت عنوان "بررسی عوامل موثر بر تصمیم گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه رسید که عوامل سیاسی، روانی، اقتصادی و داخلی به ترتیب بالاترین تاثیر را بر تصمیم گیری سهامداران دارد (۴). حسین زاده بحرینی در سال ۱۳۸۳ در یک مطالعه به بررسی عوامل موثر بر امنیت سرمایه گذاری در ایران پرداخته است، این پژوهش به شکل توصیفی و با استفاده از آمار منتشره از سوی مراکز بین المللی اندازه گیری ریسک سرمایه گذاری انجام شده است (۵).

رب در سال ۲۰۰۸ در مقاله خود با عنوان "پشیمان گریزی و کیفیت فرایند تصمیم گیری: اثرات برجستگی تاسف در دقت فرایند تصمیم گیری" پیش بینی کرد که افزایش پشیمان گریزی به پردازش تصمیم گیری با دقت بیشتری منجر می شود. نتایج این پیش بینی را در شرایط تصمیم گیری های مختلف که از سازه های تشویقی، دستکاری برجستگی تاسف و متغیرهای وابسته استفاده می شود را پشتیبانی می کند (۶).

¹ Capital Asset Pricing Model

² Efficient-market hypothesis

ویلاتورو در سال ۲۰۰۹ با بررسی ارتباط میان بروز رفتار توده وار و میزان حسن شهرت مدیران بیان می کند که هرچه مدیران حسن شهرت بیشتری داشته باشند بیشتر به اطلاعات خصوصی خود تکیه می کنند و برعکس مدیران کمتر شناخته شده بیشتر رفتار همدیگر را تقلید می کنند (۷). لائو و همکارانش در ۲۰۱۱ رفتار توده وار در بازارهای سهام هند و چین را بررسی کردند. یافته ها حاکی از آن بوده است که رفتار توده وار در هر دو بازار وجود دارد و سطح و میزان این رفتار به شرایط بازار بستگی دارد. رفتار توده وار در بازار چین و زمان کسادی بازار و زمانی که حجم معاملات بالاست، بیشتر می باشد. و از سوی دیگر در هند رفتار گله ای در زمان نوسانات شرایط بازار رخ می دهد. رفتار گله ای در زمان نوسانات بزرگ بازار در هر دو بازار، شایع تر است (۸). یائو و همکارانش در ۲۰۱۴ با بررسی رفتار توده وار سرمایه گذار بازار بورس چین به این نتیجه رسیدند که سرمایه گذاران سطوح مختلفی از رفتار توده وار را از خود نشان داده اند. رفتار توده وار در سطوح صنعت رایج تر و برای بزرگترین و کوچکترین سهام ها و همچنین برای سهام رشدی نسبت به سهام ارزشی قوی تر است. رفتار توده وار در بازارهای کساد مشهود تر است (۹).

۲- رفتارهای غیرمنطقی سرمایه گذاران

بورس اوراق بهادار یکی از اجزای بازارهای مالی است که حرکت چرخ های اقتصاد بدون وجود آن تقریباً غیر ممکن می باشد. امروزه تحولات اقتصادهای صنعتی، بازار سرمایه را به ماشینی تبدیل کرده است که نمی توان بدون تغییر اساسی در شیوه زندگی ملی، آن را از اقتصاد حذف کرد. اصلی ترین وظیفه ی یک بورس اوراق بهادار، جذب سرمایه گذاری ها با بالاترین بازده می باشد. بنابراین میتوان گفت که بورس مکانی برای رقابت طالبان سرمایه در جهت سوق دادن منابع مالی دارندگان سرمایه به جانب فعالیت های خود است.

در ابتدا بهتر است بازار و رفتار های منطقی را بهتر بشناسیم. یکی از عوامل تعیین کننده ی عملکرد و کارایی بورس، حجم مبادلات است. به نحوی که سازمان بورس نیز حجم مبادلات سهام هر شرکت را به عنوان یکی از عوامل اصلی در گزینش پناهگاه شرکت برتر بورس می داند. هر چه تعداد سهامی که در دست مردم قرار دارد بیشتر باشد، حجم و سرعت گردش معاملات افزایش یافته و بازار، قیمت منصفانه و معقول تری برای آن پیدا می کند، برعکس هر چه تعداد سهام در دست مردم کم تر باشد، رکود بیشتری بر معاملات سهام حاکم شده و در صورت معامله قیمت ها شکل یک طرفه صعودی یا نزولی به خود می گیرد.

این مطالعات تخصیص داده شده به این موضوع پنج گروه را تفکیک می کنند. بر اساس نظریات مالی کلاسیک- که قیمت های صحیح سهام و موجودی را منعکس نمی سازند.

(۱) نابهنجاری زمانی،

(۲) نابهنجاری های مرتبط با ماهیت خاص شرکت ها،

(۳) نابهنجاری های مرتبط با پاسخ دیر سرمایه گذاران به اطلاعات جدید،

(۴) واکنش افراطی بازار،

(۵) استراتژی شتاب.

در بازار سرمایه انگیزه های زیادی برای سرمایه گذاری وجود دارد. یکسری افراد به منظور در دست گرفتن کنترل شرکت، سرمایه گذاری می کنند. ولی انگیزه اصلی اکثر سرمایه گذاران به کسب بازده و منفعت بر روی سرمایه گذاریشان برمی گردد. لذا یکی از معیارهای مهم تصمیمات سرمایه گذاری بازده سرمایه گذاری است. که رفتارهای غیرمنطقی سرمایه گذاران به طور مستقیم بر روی بازده تأثیر میگذارد.

ناهنجاری های زمانی، که متعلق به گروه اول هستند، گروه اساسی نابهنجاری ها می باشند. آنها با وابستگی مشخص شده اند که در هفته های اول سال ظاهر می شوند. مشخص شده که سودهای بالای غیرمعمول در لحظات زمانی خاصی، قابل حصول هستند. مثلاً تمایل به فروش سهام در ماه های انتهایی سال و ازسرگیری سرمایه گذاری در سال جدید. نظریه دیگر ادعا می کند که رویکرد قیمت گذاری در میان سرمایه گذاران حرفه ای در پایان سال تغییر می کند، که به احتمال زیاد ناشی از توجه بیشتر به پیش بینی های سال بعد است.

دومین نوع نابهنجاری ذکر شده از مشخصات خاص شرکت ها ناشی می شود. نمونه ای از این نوع نابهنجاری، تأثیر شرکت های کوچک است که در سال ۱۹۸۱ نشان داده شده (۱۰)، او اظهار می دارد که سهام شرکت های کوچک نرخ بازده بالاتری نسبت به شرکت های بزرگ بدست آورده اند. بنیانگذاران نظریه بازارهای کارآمد، فاما نیز وقوع چنین نابهنجاری هایی را خاطر نشان ساخته اند. این موضوع به طور ویژه از دیدگاه مغایرت نتایج با مدل CAMP، که به طور گسترده توسط حوزه های علمی پذیرفته شده است، اهمیت دارد (۱۱). نمونه دیگر، نابهنجاری مرتبط با نسبت ارزش دفتری به [ارزش] بازار است (مشهور به نسبت B/P دفتر- به قیمت) یا برعکس آن (نسبت P/B). ارزش دفتری ورودهای

سهامداران بیشتر از سودهای تاریخی شرکت اما کمتر از سود سهام پرداخت شده است، درحالی که قیمت بازار منعکس کننده چشم اندازهای گذشته و آینده شرکت است. هنگامی که قیمت بازار خیلی بیشتر از ارزش دفتری است، یعنی سرمایه گذاران، شرکت موردنظر به عنوان شرکت آینده (شرکت هایی با پتانسیل رشد) در نظر می گیرند. در مقابل، هنگامی که نسبت B/P بالاست، یعنی ارزش دفتری آن بالاست اما قیمت بازار نسبتاً پایین است. چنین شرکت هایی به عنوان «شرکت هایی با پتانسیل ارزشی» شناخته می شوند. شرکت هایی با نسبت B/P بالا، قادرند نسبت های بازده بالاتر از میانگین، در مقایسه با شرکت هایی با نسبت B/P پایین، بدست آورند. این نظم به طور گسترده در بازار آمریکا مورد بررسی قرار گرفته، با توجه به ایجاد بحث های بیشمار، عمدتاً با کمک ضریب بتا، غیرقابل توضیح است (۱۲).

گروه سوم نابهنجاری ها، موارد مرتبط با واکنش دیر هنگام سرمایه گذاران به اطلاعات جدید است. این گروه واکنش های بیشمار و متنوعی را شامل می شود که از جانب سرمایه گذاری در سال های زیادی در سرتاسر جهان مشاهده شده است، از جمله در بورس سهام ایران. نمونه ای از این نوع می تواند پاسخ خیلی کند به تغییر نتایج مالی باشد. مشخص شده که با وجود این واقعیت که سرمایه گذاران با دقت موقعیت مالی شرکت را مشاهده می کنند، اما هنگامی که اطلاعات جدیدی ظاهر می شوند (حتی اگر مهم هم باشند)، تأثیر آن بر قیمت ها ممکن است با تغییر زمانی قابل توجهی همراه باشد. چنین برآورد شده که گذشتن سه ماه کمتر یا بیشتر از انقضای اطلاعات جدید، در قیمت سهام شرکت وارد می شود. دلیل آن به احتمال زیاد نگرش شدیداً محافظه کارانه سرمایه گذاران نسبت به شرکت هاست (۱۳).

هنگامی که در خصوص سطح ظهور سود سهام دقیق می شویم، رشد مشابهی صورت می گیرد. مطالعات مربوط به بازار بورس سهام آمریکایی ها نیز نشان می دهد که دارایی های شرکت هایی که شروع به پرداخت سود سهام کرده اند، سود بالاتر از میانگین در سه سال متوالی ایجاد می کنند. در مقابل، هنگامی که در پرداخت سود سهام وقفه ایجاد می شود، آنها سود کمتری از سه سال بعدی بدست می آورند (۱۴). واکنش افراطی این بازار، نابهنجاری نشان داده شده بوسیله اثر بازنده-برنده است. این بدان معنی است که با استفاده از تنها داده های تاریخی، امکان به دست آوردن سودهای بالاتر از میانگین وجود دارد. این استراتژیک در بسیاری از کشورها در سرتاسر جهان، کشف شده است.

عامل رفتاری دیگری را باید در نظر گرفت. ممکن است نیاز به تعیین کمیت اثرات کمتر تخمین زده شده و واکنش افرادی به اطلاعات سهام بورس (مثبت یا منفی) توسط سرمایه گذاران باشد. در میان چنین عوامل رفتاری، اثر ژانویه وجود دارد، که به عنوان قوی ترین اثر بر روی بازده ناشی از مجموعه سرمایه گذاری ها در طول زمانی که رخ می دهند، نشان داده شده اند (۱۵).

به علاوه، مطالعه دقیق تری توسط وبر و همکارش (۱۶)، محققان را قادر ساخت تا اثر ژانویه با شدت مساوی بر روی نتایج استراتژی های شتاب در بازار آمریکا را مشاهده کنند. تحقیق و بررسی های آنها نشان می دهد که به دلیل واکنش افرادی بالا به بازار در ژانویه، استراتژی های شتاب در طول شکل گیری مجموعه سرمایه گذاری ها، بازده خیلی بالاتری نسبت به بازده میانگین در طول مابقی دوره های زمانی، ایجاد کرده اند. در بازار سرمایه ایران نیز همانطور که اشاره شد می توان اثری مشابه اثر ژانویه به نام اثر فروردین یا به طور کلی تر اثر سال نو معرفی کرد.

۳- نتیجه گیری

شاخص اصلی عملکرد هر بورسی در دنیا بر اساس گردش معاملات و بازده سهام سنجیده می شود. گردش و بازده سهام از مهم ترین مؤلفه های توسعه یافتگی بورس ها تلقی می شود. نوسان بازده سهام در تمامی بورس های دنیا امری نه تنها عادی بلکه روزمره است زیرا بازده سهام و سایر گونه های اوراق بهادار نمایانگر تمامی عوامل تأثیرگذار اعم از بیرونی و دورنی است. بنابراین هرگاه دگرگونی خاصی در عوامل تأثیر گذارنده بوجود آید بازتاب آن بر روی بازده سهام مشاهده می گردد. روشن شدن نحوه ی ارتباط بازده سرمایه گذاری و گردش معاملات سهام، دیدگاه ها را نسبت به بازارهای مالی شفاف می کند.

تجزیه و تحلیل واکنش های افراطی و واکنش های کم از جانب سرمایه گذاران، زمینه ای برای توضیح قانع کننده پدیده های بررسی شده، ارائه می کند. واقعیت این است که سرمایه گذاران فعال و منفعل در بورس سهام وجود دارند که اطلاعات یکپارچه آنها به نسبت متفاوت، به معنی آن است که ارزش سهام در دوره زمانی طولانی تری آشکار مجدداً ارزش گذاری می شوند. بنابراین، به لحاظ نظری، اثر شتاب ناشی از یکپارچه سازی اطلاعات توسط سرمایه گذارانی است که از این تجزیه و تحلیل اساسی بهره می برند.

با گذشت زمان و انجام تحقیقات متفاوت، محققان متوجه بسیاری از حرکات و نابسامانی ها در بازارهای مالی شدند که با استفاده از تئوری های مربوط به بازار کارا قابل توجیه نبود و همچنین متوجه شدند که افراد در بازار سرمایه کاملاً به صورت عقلایی رفتار نمی کنند. بسیاری از عوامل شناختی و رفتاری هستند که در جهت دهی سرمایه گذاران نقش ایفا می کنند. همین امر موجب ظهور و بروز انقلاب رفتاری در مباحث مالی گردید. نتایج حاصل از این پژوهش پس از بررسی تأثیر هریک از عوامل رفتاری بر روی سرمایه گذاری دارایی های مالی نشان می دهد که

تمام عوامل به غیر از عامل "بیش اطمینانی" روی سرمایه گذاری تاثیر گذار هستند و میزان این تاثیر برای هریک متفاوت می باشد؛ همچنین رتبه بندی این عوامل از نظر میزان تاثیر گذاری به شرح زیر می باشد: سود و زیان نسبی، اثر تمایلی، محافظه کاری، رفتار توده وار

منابع و مراجع

- [1] Kahneman, Daniel and Amos Tversky, "Prospect Theory, an Analsis of Decision under Risk", *Econometrica*, Vol.47, No. 2, 1979
- [۲] برجی دولت آبادی، ابراهیم، "رفتار مالی، پارادایم حاکم بر بازارهای مالی"، ماهنامه علمی آموزشی تدبیر، شماره ۱۹۱ ۱۳۸۷.
- [3] Shefrin, H., "Behavioral Corporate Finance: Decision that Create Value", McGraw Hill Press, 2007.
- [۴] آقایی محمدعلی و مختاریان امید، "بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۱، شماره ۳۶، ۱۳۸۳.
- [۵] حسین زاده بحرینی، محمد حسین، "عوامل مؤثر بر امنیت سرمایه گذاران در ایران"، جستارهای اقتصادی ایران، دوره ۱، شماره ۲، ۱۳۸۳.
- [6] Reb, J., "Regret aversion and decision process quality: Effects of regret salience on decision process carefulness", *Organizational Behavior and Human Decision Processes*, Volume 105, Issue 2, Pages 169-182, 2008.
- [7] Villatoro, F., "The delegated Portfolio Management Problem: Reputation and Herding", Elsevier B.V., *Journal of Banking & Finance*, 2009.
- [8] Lao P., Singh H., "Herding behavior in the Chinese and Indian stock markets", *Journal of Asian Economics*, Volume 22, Issue 6, Pages 495-506, 2011.
- [9] Yao J., Ma C., Peng He W., "Investor herding behavior of Chinese stock market", *international Review of Economics & Finance*, Volume 29, Pages 12-29, 2014.
- [10] Banz, R.W, " The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks." *Journal of Financial Economics* 9, no. 1: 3-18, 1981.
- [11] Fama, E.F., French, K.R, " The Cross-Section of Expected Stock Returns." *Journal of Finance* 47, no. 2: 427-465, 1992.
- [12] Capaul, C., Rowley, I., Sharpe, W, " International Value and Growth Stock Returns." *Financial Analysts Journal* 49, no. 1: 27-36, 1993.
- [13] Bernard, V., Thomas, J, " Post-earnings-announcement Drift: Delayed Price Response or Risk Premium." *Journal of Accounting Research* 27: 1-36, 1989.
- [14] Michaely, R., Thaler, R.H., Womack, K.L, " Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction or Drift?" *The Journal of Finance* 50, no. 2: 573-608, 1995.
- [15] Jegadeesh, N., Titman, S, " Profitability of Momentum Strategies: an Evaluation of Alternative Explanations." *The Journal of Finance* 5,6 no. 2: 699-720, 2001.
- [16] Glaser, M., Weber, M, " Momentum and Turnover: Evidence from the German Stock Market." *Schmalenbach Business Review* 55, no. 2: 108-135, 2003.