

## بررسی نقش، اهمیت و کاربرد دانش جدید مالی در بورس اوراق بهادار تهران

نویسندگان: دکتر سیدجلال صادقی شریف\*<sup>۱</sup> و دکتر محمدجواد شیخ<sup>۲</sup>

۱. استادیار دانشگاه شهید بهشتی

۲. استادیار دانشگاه شاهد

\*E-mail: jsadeghi46@yahoo.com

### چکیده

دانش مدیریت مالی در سال‌های اخیر رویکردی جدید به واقعیت‌های پیچیده بازارهای مالی خصوصا بازارهای سرمایه داشته است. با توجه به نقاط ضعف تئوری‌های مدرن پرتفوی و فرضیه بازار کارای سرمایه و کاهش روز افزون مقبولیت آنها در جامعه سرمایه‌گذاری، این رویکرد جدید در بین دانشمندان مالی مطرح و مورد بحث و بررسی قرار گرفته است. کاهش مقبولیت تئوری‌های یاد شده بدلیل پیچیدگی و ژرفای دنیای واقعی و تأثیر ارزش‌های اقتصادی متعدد، روان‌شناسی فردی و اجتماعی و... بر بازارهای مالی و عدم توان تئوری‌های سنتی مدرن پرتفوی و فرضیه کارایی بازار سرمایه در پاسخ به سؤالات دانشمندان مالی در خصوص وجود فرصت‌های آربیتراژی و دامنه وسیع تعیین قیمت دارایی‌های مالی، تأثیر اطلاعات بر قیمت سهام و... می‌باشد.

نتایج تحقیق حاضر در بورس اوراق بهادار تهران که از نوع توصیفی - پیمایشی از شاخه تحقیقات میدانی، با استفاده از ابزارهای جمع‌آوری اطلاعات نظیر پرسشنامه به جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز خود می‌پردازد، نشان می‌دهد که تفسیر بازار سرمایه ایران و مفروضات حاکم بر بورس اوراق بهادار تهران با مفروضات ساده تئوری مدرن پرتفوی و فرضیه کارایی بازار تفاوت اساسی دارد و با آنچه فاما تحت عنوان نظریه کارایی بازار مطرح می‌نماید متفاوت و متناقض است. جامعه آماری در نظر گرفته شده در این تحقیق، سطوح مدیریت سرمایه‌گذاری و مالی کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۸۵ است.

**کلید واژه‌ها:** بازارهای مالی، بازار سرمایه، نظریه بازار کارای سرمایه، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه ای، دانش جدید مالی

### مقدمه

تئوری مدرن پرتفوی که توسط مارکوویتز و بعدها توسط شاگردان وی مانند شارپ [۱] و لیتنر [۲] توسعه داده شد و فرضیه بازار کارای سرمایه که اولین بار توسط فاما [۳] عنوان گردید، از ابتدای دهه ۷۰ به بعد به‌عنوان ایده‌های قابل قبول و اثرگذار و زیر بنا و شالوده

تحقیقات دانشمندان و پژوهشگران مالی در آمد. اصول این تئوری‌ها 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 با مفروضات تئوری‌های مذکور، خصوصا در مورد

کامل نخواهند رسید. تحقیق حاضر قصد دارد تا نتایج تحقیقات انجام شده در بازارهای مالی پیشرفته و مکانیزم‌های عدم کارایی بازارهای مالی که مقدمه‌ای بر دانش جدید مالی است را در بورس تهران به ورطه آزمون قرار دهد.

### اهداف تحقیق

هدف از تحقیق حاضر بررسی اعتبار دانش جدید مالی در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان مبنای علمی و کاربردی و یافتن معیارهای مناسبی جهت راهنمایی سرمایه‌گذاران بمنظور حفظ و بهینه‌سازی پرتفوی سرمایه‌گذاری، افزایش ارزش سبد سرمایه‌گذاری‌ها، افزایش بازده پرتفوی دارایی‌های مالی تحت شرایط مختلف اقتصادی متناسب با سطح ریسک و سنجش میزان حساسیت پرتفوی دارایی‌های مالی خود نسبت به ریسک است.

این تحقیق سعی بر یافتن پاسخی مناسب برای وجود این کارکردهای غیرمنطقی در بورس اوراق بهادار تهران همانند سایر بورسهای اوراق بهادار دارد. این مهم از طریق طرح سؤالات پژوهشی جهت نقد اعتبار تئوری‌های مدرن پرتفوی نظیر (Modern Portfolio Theory) (Efficient MPT, CAPM (Capital Asset Pricing Theory) و (Market Hipotesis) EMH به‌عنوان مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران انجام خواهد شد.

### علت بررسی موضوع

علت اصلی بررسی موضوع در بسیاری از موارد به حرکت غیر عقلایی سرمایه‌گذاران در برخورد با منحنی عرضه و تقاضا برمی‌گردد که در بسیاری از موارد با افزایش قیمت سهام، تقاضا برای آن بیشتر و با کاهش قیمت عرضه آن سهام بیشتر می‌شود. در صورتی که طبق اصول مسلم اقتصادی با فرض ثبات سایر متغیرها با افزایش قیمت، عرضه افزایش و با کاهش آن عرضه کاهش خواهد یافت. این مهم در مورد تقاضا نیز به این ترتیب است که با افزایش قیمت، تقاضا کاهش و با

رفتار عقلایی سرمایه‌گذاران، دانشمندان مالی را برآن داشت تا نسبت به مفروضات این تئوری‌ها بررسی و تجدید نظر نمایند. چرا که افراد معمولاً به صورت منطقی رفتار نمی‌کنند و تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها تا حد زیادی بر اساس پیش داوری ذهنی است که مبنای عقلایی ندارد. مدت‌های مدیدی اقتصاددانان در مورد عامل منطقی بحث کرده‌اند، یعنی در مورد فردی که همیشه منطقی تصمیم می‌گیرد. اما امروزه روان‌شناسان به این واقعیت پی برده‌اند که افراد اغلب اینگونه رفتار نمی‌کنند و مباحثی در زمینه روان‌شناسی مطرح شده است که با مفروضات مذکور متفاوت می‌باشد. مطالعات متعدد نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران به اطلاعاتی که زودتر به دستشان رسیده بیشتر توجه می‌کنند. و یا اینکه برای حفظ وضع موجود تعصب خاصی داشته و تلاش زیادی برای ثابت نگه داشتن شرایط می‌نمایند [۴] چرا؟

نتایج به‌دست آمده از تحقیقات اخیر در بازارهای مالی پیشرفته نشان می‌دهد که تفسیر بازار سرمایه در دنیای واقعی با آنچه که فاما و هم فکرا او تحت عنوان فرضیه بازار کارای سرمایه مطرح می‌نمایند، متفاوت و پیچیده است. قیمت‌های سهام نسبت به اطلاعات جدید به‌کندی واکنش نشان می‌دهند. سرمایه‌گذاران تمایل دارند به اطلاعات جدید واکنش بیش از حد نشان دهند. این کار نیز با وقفه انجام می‌شود [۵]. مفروضات حاکم بر بازارهای واقعی با مفروضات ساده تئوری مدرن پرتفوی و فرضیه بازار کارای سرمایه تفاوت اساسی دارد. به عبارتی بازارهای واقعی بسیار پیچیده‌تر 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. ویژگی‌های خاص رفتاری، روانی و ارزش‌های اقتصادی مختلف تأثیر بسیاری بر قیمت سهام دارند. بنابراین بزرگم مطالعات اخیر دانشمندان مالی که در این مقاله به آنها اشاره خواهد شد، به دلیل عدم کارایی بازارها در تعیین ارزش و اثر آن بر قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی، عامل نمایندگی و عوامل پیچیده روانی و رفتاری و ارزش‌های اقتصادی متعدد، بازارهای سرمایه هیچگاه به کارایی

۷. آیا بتا تنها معیار تعیین ریسک در بورس اوراق و بهادار تهران است؟
۸. آیا همه اطلاعات مرتبط در قیمت سهام شرکت‌ها در بازار وجود دارد؟
۹. آیا بازار از همه اطلاعات در اختیار در تعیین ارزش سهام استفاده می‌کند؟
۱۰. آیا ارزشی که بازار برای اطلاعات در نظر می‌گیرد با ارزش واقعی آن برابر است؟
۱۱. آیا تأثیر اطلاعات جدید بر قیمت‌ها دقیقاً برابر با تأثیر اطلاعات بر خلق ارزش است؟
۱۲. آیا بازدهی نگهداری یک دارایی نسبت به مجموعه‌ای از دارایی‌ها متفاوت است؟
۱۳. آیا برای سودآوری بیشتر از ارتباط بین اهرم و سودآوری استفاده می‌شود؟
۱۴. آیا ارتباط سیاست تقسیم سود با منافع سهامداران مهم فرض می‌شود؟
۱۵. آیا مدل‌های رفتاری ابزار مناسبی برای تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار تهران است؟

#### پیشینه تحقیق

عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی، یک رویکرد جدید نسبت به مطالعات بازارهای مالی است. این رویکرد به این موضوع می‌پردازد که برخلاف مباحث و تئوری‌های مالی استاندارد، گرایش‌های رفتاری و شناختی می‌توانند بر قیمت‌های دارایی‌های مالی تأثیرگذار باشند. برخلاف نظریات و رویکردهای شارپ و مارکوتیز، مباحث رفتار مالی و سرمایه‌گذاری، مباحث مربوط به افراد و روش‌هایی است که اطلاعات را جمع‌آوری و استفاده می‌کنند. این جنبه از تصمیمات مالی و سرمایه‌گذاری به دنبال فهم و پیش‌بینی دخالت و تأثیر تصمیمات روان‌شناختی در بازارهای مالی می‌باشد [۳]. توجه به دانش جدید مالی به انتقادات جدی دانشمندان مالی به تئوری‌های مدرن پرتفوی و فرضیه بازار کارایی سرمایه بر می‌گردد. این انتقادات اشاره به عدم کارایی تئوری‌های سنتی پرتفوی بر می‌گردد. عدم کارایی مذکور در زمینه‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای

کاهش آن تقاضا افزایش خواهد یافت. در واقع هر فردی برای حداکثر ساختن سود کل یا مطلوبیت کل تصمیمات عقلایی می‌گیرد [۵].

واقعا چه دلیلی برای این برخوردهای غیرمنطقی با تغییرات قیمت و... وجود دارد؟ آیا تئوری‌های مدرن پرتفوی و کارایی بازار سرمایه کارایی عملیاتی خود را از دست داده‌اند و یا نگرش‌های دیگری بر بازار و سرمایه‌گذاران حاکم است که با این مفروضات ساده قابل درک و بیان نیست؟ پاسخ این موضوع این است که تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها تحت تأثیر شاخصهای اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد. بلکه مقوله‌هایی از قبیل افق سرمایه‌گذاری، میزان تحمل مخاطره، اعتماد به نفس و اطمینانی که سرمایه‌گذار به آن گزینه و فرایند سرمایه‌گذاری در بازار دارد و مواردی از این قبیل نیز تأثیر بسزایی در رفتار سرمایه‌گذاران و نوع تصمیمات آنها دارد و سبک رفتار سرمایه‌گذاری آنها را شکل می‌دهد [۶].

#### سؤالات پژوهشی تحقیق

۱. آیا تئوری‌های مدرن پرتفوی نظیر MPT، CAPM و EMH توان تبیین رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران را دارد؟
۲. آیا تئوری‌های مدرن پرتفوی نظیر MPT، CAPM و EMH توان راهنمایی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران را دارد؟
۳. آیا تئوری‌های مدرن پرتفوی نظیر MPT، CAPM و EMH مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران است؟
۴. آیا رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران منطقی و عقلایی است؟
۵. آیا تنها راه کاهش ریسک سرمایه‌گذاری تشکیل پرتفوی و تنوع‌سازی است؟
۶. آیا سرمایه‌گذاران در انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران از معیار ریسک و بازده استفاده می‌کنند؟

و تعیین ارزش و.. است که در ذیل به هر یک از آنها اشاره می‌گردد.

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 [۷]، استاوت [۸]، تیلر [۶] برمی‌گردد. هر یک از ایشان در مورد عدم کارایی تئوری‌های سنتی به نواقصی اشاره می‌نمایند که در ذیل به توضیح آنها پرداخته خواهد شد. بلوم فیلد در زمینه عدم حرکت بازارهای مالی به سمت کارایی کامل معتقد است که بازارهای مالی می‌توانند از لحاظ قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی ناکارا باشند. چرا که اگرچه با فرض کارایی بازار، اطلاعات به محض تولید به بازار وارد می‌شود و ورود آن به بازار هم تصادفی خواهد بود، اما تأثیر اطلاعات بر قیمت‌ها می‌تواند با کیفیت اطلاعات مذکور در یک راستا نباشد. تفسیر نادرست اطلاعات می‌تواند در گمراهی بازار و تعیین ارزش مؤثر باشد. نحوه تحلیل اطلاعات ورودی و میزان و سطح خوشبینی یا بدبینی به اطلاعات مذکور می‌تواند در تعیین قیمت تأثیر 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 می‌کنند و حوادث آتی را به طور نا صحیح پیش بینی می‌نمایند. معمولاً افراد حوادث آتی را آنگونه که دوست دارند پیش بینی می‌نمایند. بنابراین تنها ورود اتفاقی و سریع اطلاعات و وجود متخصصین و حرکت تصادفی قیمت‌ها نمی‌تواند موجب کارایی بازار شود. کارایی بازار از نظر قیمت‌گذاری مقوله‌ای است که دسترسی به آن مشکل‌تر از بحث کارایی اطلاعاتی است. مطالعات انجام شده نشان می‌دهد که معامله‌گران بازار که اطلاعات کمتری در مورد حوادث آتی دارند تهاجمی‌تر از سایرین به قیمت‌گذاری سهام می‌پردازند. این مهم موجب عدم کارایی بازار در قیمت‌گذاری

اوراق بهادار می‌شود. از طرفی مطالعات نشان می‌دهد که افرادی که اطلاعات کمتری در مورد حوادث آتی یا دارایی‌های مالی دارند، اعتماد و تمرکز بیشتری بر روی آن اطلاعات ناقص می‌کنند و بر اساس آن در تعیین قیمت زیاده روی می‌نمایند. عامل دیگری که می‌تواند برای عدم کارایی بازار نام برد، عدم کارایی بازار در گزارش‌دهی می‌باشد. در واقع ساختار ناکارای اطلاعات، هزینه‌های معاملاتی و عدم توانایی بازار در جلوگیری از سودهای آربیتراژی جزو عواملی است که موجب عدم کارایی بازار و تعیین قیمت می‌شود.

از طرفی عدم توجه یا ضعف در تفسیر اطلاعات ورودی به بازار و عدم توان تفسیر یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی نیز به عدم کارایی بازار در تعیین ارزش کمک می‌نماید. تمامی این عوامل باعث می‌شود که اطلاعات از طرف افرادی که اطلاعات کمتری در اختیار دارند به سمت اشخاصی که از اطلاعات بیشتری برخوردار هستند، انتقال یابد. بنابراین بحث عدم کارایی بازارهای مالی در عمل ظاهر می‌شود و اگر افراد در بازارهای مالی از لحاظ اطلاعاتی به امنیت کامل برسند اما مجدداً در دام عدم کارایی در انجام معاملات گرفتار خواهند شد.

در واقع پیچیدگی‌های بازارهای واقعی موجب شده است که دانشمندان مالی پشتوانه قوی قبلی را برای فرضیات تئورهای مدرن پرتفوی قائل نباشند. لین استات [۸] معتقد است این ایده که قیمت دارایی‌های مالی در بازارهای کارا منعکس‌کننده تخمین‌های درست از ارزش آنها است، همواره با چشم‌انداز تاریکی که قیمت‌ها را از واقعیت‌های اقتصادی جدا می‌سازد، همراه است. حباب قیمت‌ها در بازارهای مالی گواه این مطلب است. تئوری‌های بازار کارا در بسیاری از جنبه‌های اساسی از درک واقعیت‌های بازارهای مالی عاجز است. چراکه این تئوری‌ها نیز مانند سایر تئوری‌های اقتصاد واقعیت‌های پیچیده اقتصادی را ساده‌سازی می‌نمایند تا بتواند نتایج دلخواه خود را از آنها استخراج نمایند.

بخشی فروشنده سهام هستند و بخشی خریداران. آنچه که یکی از مبانی دانش جدید مالی را تشکیل می‌دهد، عدم توافق افراد در مورد ریسک و بازده است. هنگامی که افراد انتظارات همگن و موافق نداشته باشند تعادل مورد نظر CAPM شکل نخواهد گرفت. در نتیجه بازار به کارایی نخواهد رسید. چراکه از نظر EMH شرط کارایی بازار تعادل قیمت‌ها می‌باشد. وقتی بازار کارا خواهد بود که قیمت تمام شده سهام با ارزش ذاتی آن که متناسب با ریسک و بازده ذاتی آن است برابر باشد.

میلر در مدل خود و بنام (Efficient Asset Pricing Model) HEAPM معتقد است در قیمت‌های خیلی بالا تنها بخش کمی از سهام توسط افراد خوشبین خریداری خواهد شد و اگر شرکتی بخواهد سهام بیشتری را به قیمت‌های بالا بفروشد باید قیمت را کاهش دهد. اگر چه این کاهش قیمت با ارزش ذاتی آن سهم همخوانی نداشته باشد [۹]. در واقع از نظر میلر منحنی تقاضای سهام دارای شیب منفی است و با افزایش قیمت سهام میزان تقاضا برای آن سهام کاهش پیدا می‌کند. این امر در حالی است که طبق مدل CAPM و فرضیه بازار کارا منحنی مذکور به صورت کاملاً تخت خواهد بود. لذا افزایش قیمت به بالای خط تقاضای بازار کارا موجب می‌شود که افراد آن سهم را خریداری نکنند و کاهش قیمت به پایین خط موجب می‌شود که از فروش آن سهم خودداری کنند. تقاضا نیز افزایش خواهد یافت. در صورتی که در بازار واقعی این امر وجود ندارد. پیش‌بینی CAPM در مورد خط تخت منحنی تقاضا نتیجه انتظارات همگن سرمایه‌گذاران است. در حالی که در دنیای واقعی شیب خط تقاضا منفی می‌باشد.

یافته‌های دانشمندان مالی نشان می‌دهد که HEAPM میلر بهتر از CAPM در پیش‌بینی رفتار واقعی بازار کمک می‌کند. این مهم با یکی از اصول دانش جدید مالی که وقتی سرمایه‌گذاران با یکدیگر توافق ندارند، قیمت سهام می‌تواند به دلایل گوناگونی که هیچ ارتباطی با عوامل مؤثر در ارزش سهام ندارد تغییر نماید، همخوانی دارد. در واقع هر چه عدم اطمینان در بازار

بنابراین دانش مالی جدید به ما می‌آموزد که قبل از تایید و یا رد یک فرضیه مانند فرضیه بازارهای کارا رابطه بین قیمت و عوامل اقتصادی را بررسی نماییم و این مهم را در نظر بگیریم که هر چقدر رابطه بین قیمت سهام و ارزش‌های اقتصادی غیر مستقیم یا پیچیده باشد ادراک آن از توان ما خارج نیست.

بر طبق نظریه کارایی بازار، قیمت‌ها منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود و قابل دسترس هستند. حال آیا قیمت به همه این اطلاعات در دسترس عکس‌العمل نشان می‌دهد؟ یا به برخی بیش از سایرین توجه می‌کند؟ آیا قیمت به اطلاعات جدید پاسخ درستی می‌دهد و واقعا جهت حرکت قیمت با اطلاعات جدید همخوان است. ملاحظه می‌شود که تنها پاسخ سریع به اطلاعات ورودی مهم نیست. بلکه تحلیل اساسی نیز لازم است. تحلیل بنیادی و تضمین درست قیمت نیاز به بررسی و وقت دارد. بنابراین سرعت تأثیر اطلاعات به اندازه دقت در تأثیر اهمیت ندارد. ما برای تعیین تأثیر اطلاعات بر قیمت از مدل‌های سنتی تعیین ارزش دارایی‌های مالی که رایج‌ترین آن مدل CAPM است استفاده می‌کنیم. حال اگر مدل CAPM با تئوری بازار کارا (EMH) ادغام شود، بازار از لحاظ اطلاعاتی و تعیین ارزش کارا خواهد شد؟ پاسخ این سؤال آریتراز و سودهای آریترازی است. چراکه چشم‌های تیز بین همیشه به دنبال فرصت‌هایی هستند که افراد خوشبین به دلیل استفاده از مدل‌های سنتی از دست می‌دهند. بنابراین تا زمانی که امکان استفاده از سودهای آریترازی وجود دارد بازار کارا نخواهد بود و تا زمانی که مباحثی چون نمایندگی و... وجود دارد، فرصت‌های این چنینی وجود خواهد داشت.

در واقع مدل CAPM و EMH مفروضاتی را در نظر می‌گیرند که بعضاً در دنیای واقعی مصداق ندارند. بنابراین سرمایه‌گذاران (بازار) بر روی آن مفروضات توافق نداشته و اگر هم توافقی بر روی آن داشته باشند در مورد ارزش ذاتی که با این روش‌ها به دست می‌آید توافق نخواهند داشت. لذا مشاهده می‌شود که همواره

بخاطر سپرد که دیگر نمی توان هیچ قضیه اقتصادی را به طور مطلق بیان نمود [۱۰].

در نهایت دانشمندان مالی در خصوص دانش جدید مالی به این نتیجه رسیده اند که:

۱. اولین واکنش قیمت به اطلاعات جدید ناقص است و بازار اثرات کامل اطلاعات را بسیار آرامتر از آنچه انتظار می رود جذب می نماید.

۲. انجام معاملات یک فرآیند بدون هزینه نیست و کسب اطلاعات، پردازش و بررسی صحت و سقم آن هزینه بر است.

۳. افراد حرفه ای همانند سایر افراد میزان درآمد معینی دارند، بنابراین نمی توانند درصد بالایی از سهام یک شرکت را خریداری نمایند. لذا طرز فکر و تلقی سایر سهامدارانی که احتمالاً اطلاعات کمتری از وضعیت واقعی شرکت ها دارند، می تواند اثرات منفی بر قیمت سهام داشته باشد.

۴. افراد حرفه ای نیز همانند سایر بازار افرادی ریسک گریز هستند و در هنگام اخذ موضع خرید و یا فروش نسبت به میزان ریسک آن وضعیت اطمینان کامل نخواهند داشت.

۵. افراد حرفه ای تنها زمانی می توانند از دسترسی به اطلاعات جدید نفع ببرند که بقیه سهامداران هم در آینده نزدیک به آن اطلاعات دسترسی پیدا کنند. در غیر این صورت به دنبال ایشان حرکت نخواهند کرد.

۶. یک منبع مهم ریسک این است که افراد بی اطلاع ممکن است برای همیشه بی اطلاع بمانند و یا اینکه پس از دسترسی به اطلاعات، آن را به صورت معکوس تفسیر نمایند و یا هرگز با آن موافقت نمایند.

جمع بندی مفروضات فوق به این معنی است که شاید برای تأثیر اطلاعات بر قیمت، به هفته ها و یا حتی ماه ها زمان نیاز باشد و این امر با فرضیات بازار کارا همخوانی ندارد [۸].

۷. صندوق های سرمایه گذاری مشترک نسبت به سایرین از قدرت بالایی در غلبه بر بازار برخوردار هستند.

بیشتر شود، عدم توافق در مورد حوادث آتی بیشتر می شود و هر چه عدم توافق در مورد حوادث مالی آتی بیشتر شود، بسیاری از متغیرهای اساسی مؤثر در قیمت سهام به فراموشی سپرده می شوند. در این رابطه شواهد زیادی وجود دارد. برای مثال اینکه برخی از افراد پرتفوی تشکیل نمی دهند. و یا اینکه بسیاری از سهام با بتای بالا با بازده بالا همراه نیستند. در واقع برخلاف شارب که معتقد است هر چه ریسک بیشتر باشد، بازده مورد انتظار بیشتر است [۱]، میلر معتقد است هر چه ریسک بیشتر باشد، عدم اطمینان بیشتر می شود. ملاحظه می شود که انتظارات حتی در سطح اندیشمندان مالی نیز همگن نمی باشد [۹]. پس باید سؤال کرد که آیا بازار سرمایه می تواند با این وجود در تعیین ارزش، کارا باشد.

دانش جدید مالی معتقد است که اطلاعات می تواند به سرعت به بازار وارد و بر قیمت سهام تأثیر بگذارد. اما معلوم نیست که این اطلاعات قیمت را به سمت ارزش ذاتی آن سوق بدهد. لذا بازار می تواند از لحاظ اطلاع رسانی کارا باشد، اما از لحاظ تعیین ارزش خیر.

در واقع، اینکه اطلاعات می تواند ظرف مدت یک دقیقه و یا یک ساعت به اطلاع بازار برسد، تنها در حد یک فرضیه باقی مانده است و در عمل هیچگاه این اتفاق نخواهد افتاد [۱۰]. در واقع سؤال طرفداران دانش جدید مالی این است که: اگر چه اطلاعات سریعاً به بازار می رسد، اما سرمایه گذاران باید برای به دست آوردن آن اطلاعات هزینه پرداخت نمایند [۸]. حال اگر اطلاعات ورودی به بازار فنی بوده، از پیچیدگی خاصی که از فهم بازار دور است، برخوردار باشد، چه اتفاقی خواهد افتاد؟ آیا با این شرط باز هم قیمت ها در یک لحظه تحت تأثیر قرار خواهد گرفت و به قیمت های جدید خواهد رسید؟ مطالعات نشان می دهد که پاسخ این سؤال منفی است و تأثیر اطلاعات بر قیمت سهام بسیار کندتر و آهسته تر از آن چیزی است که فرضیه بازار کارا مطرح می نماید. پس باید این جمله جنسن را

پخش تا یک تحقیق جامع و کاملاً علمی در این رابطه انجام گردد. طبق نتایج این تحقیق مشخص شد که سبک غالب رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار، یک سبک محافظه کارانه است. همچنین مشخص شد که تفاوت معناداری بین سبک‌های رفتاری سرمایه‌گذاران زن و مرد در بازار سهام تهران و همچنین گروه‌های سنی مختلف، وجود ندارد [۱۲].

### روش تحقیق

متدولوژی بکارگرفته شده در این تحقیق جهت آزمون سؤالات پژوهشی تحقیق بر پایه استدلال قیاسی - استقرایی قرار دارد که از تحلیل مطالب نظری و تجربی ناشی شده و بر آن اساس روش تحقیق به‌عنوان یک فرایند نظام مند با استفاده از ابزارهای معتبر به کار گرفته شده است. لذا بلحاظ روش، این تحقیق از نوع توصیفی-پیمایشی از شاخه تحقیقات میدانی است که با استفاده از ابزارهای جمع‌آوری اطلاعات نظیر پرسشنامه به جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز می‌پردازد

آزمون سؤالات تحقیق از طریق طراحی و خصوصیات پرسشنامه انجام شد. طراحی پرسشنامه تحقیق با توجه به مفاهیم، اهداف و فرضیات تحقیق انجام شده است. پرسشنامه طراحی شده در مجموع دارای ۱۵ سؤال می‌باشد که هر یک از آنها با توجه به سؤالات پژوهشی تحقیق طرح شده اند.

روش انجام تحقیق در این پروژه به صورت میدانی - مقطعی می‌باشد. در این روش محققان با توجه به حوزه مطالعاتی انتخابی جهت رسیدگی به اهداف از پیش تعیین شده از یک زاویه واقعی به موضوع نگاه می‌کند. لذا با توجه به روش فوق‌الذکر جهت جمع‌آوری اطلاعات از دو منبع مطلوب استفاده می‌شود.

۱. اطلاعات اولیه

۲. اطلاعات ثانویه

برای جمع‌آوری اطلاعات اولیه از پرسشنامه به‌عنوان مهم‌ترین ابزار استفاده می‌شود.

در مورد جمع‌آوری اطلاعات ثانویه تمرکز محققان بر دستیابی به اطلاعاتی است که قبلاً توسط سایر

معمولاً این صندوق‌ها در بازارهای سرمایه سهامدار غالب هستند و با حرکات خود می‌توانند بازار را تحت تأثیر قرار دهند. این امر بسیار طبیعی است، چراکه ایشان دارای منابع مالی بسیار قوی، پرسنل کارشناسی قدرتمند، دسترسی به اطلاعات و جایگاه قوی در بازار هستند. بنابراین در بسیاری موارد ملاحظه می‌شود که بازار را آن گونه که می‌خواهند هدایت می‌کنند. پس این فرض که در بازار کارا امکان غلبه پیوسته و مستمر بر روند بازار وجود ندارد، ارزش خود را از دست می‌دهد و افرادی که چنین ادعایی می‌نمایند هم به خود و هم به مشتریان خود دروغ می‌گویند. چراکه در دنیای واقعی بازارسازان اصلی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک و سهامداران حقوقی بزرگ هستند و هر نوعی که بخواهند بازار را هدایت خواهند نمود [۴].

### مطالعات انجام شده پیرامون موضوع تحقیق در داخل کشور

مطالعات زیادی در مورد موضوع تحقیق حاضر در کشور انجام نشده است. مطالعه مهمی که در ارتباط با موضوع تحقیق در سالهای اخیر در کشور انجام شده، توسط تلنگی است که به مرور مفاهیم و مطالعات انجام شده در حوزه نظریه نوین مالی و مالی رفتاری می‌پردازد. وی در این مقاله پس از مرور مفاهیم و مطالعات انجام شده در هر دو حوزه از تاریخ شکل‌گیری آنها و بررسی نقاط ضعف و قوت هر دو به این نتیجه‌گیری می‌رسد که نقش مالی رفتاری در تبیین رفتار بازار و عامل‌های اقتصادی غیرقابل انکار است [۱۱]. تحقیق بعد مربوط به صدقی خوراسگانی است. هدف از انجام این تحقیق تعیین سبک‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران در یک دوره مشخص در بازار سهام تهران بوده است. روش کار به این شکل بود که ابتدا با استفاده از تکنیک آماری تعداد افراد لازم جهت بررسی‌ها تعیین شده و پرسشنامه‌ای جهت تعیین سبک‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام تهران

محققین جمع‌آوری شده است. بنابراین از منابع و ماخذ کتب، جزوات، مقالات و مطالعات و از اینترنت کمک گرفته شد.

برای آزمون روایی تحقیق تست آلفا کرونباخ انجام و پس از انتخاب یک نمونه اولیه و تکرار آزمون در بین آنها با تأخیر چند روزه، نتایج به دست آمده با یکدیگر مقایسه گردید. تفاوت پاسخ‌ها حداکثر ۳٪ بوده است که در تعیین حجم نمونه به آن توجه شده است.

### جامعه آماری نمونه مورد بررسی

جامعه آماری در نظر گرفته شده در این تحقیق، سطوح مدیریت سرمایه‌گذاری و مالی کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۸۵ است. با این حساب جامعه آماری برابر با ۹۰۰ نفر از مدیران مالی و سرمایه‌گذاری ۴۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در نظر گرفته شد.

تعداد افراد منتخب نمونه آماری از جامعه کارشناسان جمعاً ۲۵۰ نفر بوده‌اند که این تعداد از طریق استفاده از فرمول تعیین حجم نمونه تحت شرایط و مفروضات ذیل تعیین شده است:

۱. توزیع جامعه نرمال و واریانس جامعه نامعلوم است.
۲. سطح اطمینان ۹۵٪ و میزان خطای آلفا برابر ۰/۰۵ است.

نسبت افراد جامعه که با فرضیات تحقیق موافق هستند برابر با  $p = 0/50$

نسبت افراد جامعه که با فرضیات تحقیق مخالف هستند برابر با  $q = 0/50$

حداکثر خطای مجاز نمونه‌گیری  $d = 2\%$  است که این میزان خطا از طریق انجام عملیات پیش آزمون اولیه تعیین شده است.

تعداد پرسشنامه‌های قابل توزیع با هدف پوشش ۹۵٪ اطمینان ۲۵۰ عدد می‌باشد که این تعداد با استفاده از فرمول کوکران جهت تعیین حجم نمونه تعیین گردید نزدیک به ۹۵ درصد از پرسشنامه‌های توزیع شده در این تحقیق (تعداد ۲۳۴ پرسشنامه) عودت داده شد که تقریباً به تمامی سؤالات آن پاسخ داده شده بود.

### تجزیه و تحلیل اطلاعات

در تجزیه و تحلیل و تست سؤالات تحقیق در آمار استنباطی از دو روش آزمون  $\chi^2$  دو و آزمون T جهت آزمون استقلال ویا میزان همبستگی متغیرهای مستقل و وابسته و قابلیت تعمیم نتایج حاصل از تحقیق به کل جامعه آماری استفاده شده است. روش آزمون  $\chi^2$  دو زمانی به کار می‌رود که حجم نمونه بیش از ۳۰ باشد.

### نتیجه‌گیری

نتایج به دست آمده از آزمون سؤالات تحقیق حاضر به شرح ذیل می‌باشد:

سؤال ۱. آیا تئوری‌های مدرن پرتفوی نظیر MPT، CAPM و EMH توان تبیین رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران را دارد؟

نتایج حاصل از انجام آزمون  $\chi^2$  دو برای سؤال مورد نظر و مقایسه عدد محاسبه شده با عدد جدول استاندارد آزمون  $\chi^2$  دو نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ تئوری‌های مدرن پرتفوی نظیر MPT، CAPM و EMH توان تبیین رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران را ندارد.

نتایج حاصل از آزمون t و قدر مطلق عدد محاسبه شده (۶/۶۵۲) نیز موید این موضوع است.

سؤال ۲. آیا تئوری‌های مدرن پرتفوی نظیر CAPM و EMH توان راهنمایی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران را دارد؟

نتایج حاصل از آزمون سؤال مورد نظر نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ تئوری‌های مدرن پرتفوی نظیر MPT، CAPM و EMH توان راهنمایی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران را ندارند.

نتایج حاصل از آزمون  $\chi^2$  دو برای سؤال مورد نظر عدد ۵۲ با درجه آزادی ۴ می‌باشد. مقایسه عدد محاسبه شده با عدد جدول استاندارد آزمون  $\chi^2$  دو نیز این مهم را تأیید می‌نماید.



نتایج حاصل از آزمون سؤال مورد نظر نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران از معیارهای دیگری نیز در کنار ریسک و بازده استفاده می‌کنند.

نتایج حاصل از آزمون آزمون خی دو برای سؤال مورد نظر ۶۴/۳۶۶ با درجه آزادی ۴ می‌باشد مقایسه عدد محاسبه شده با عدد جدول استاندارد آزمون خی دو نیز این مهم را تأیید می‌نماید.

نتایج حاصل از آزمون t قدر مطلق عدد محاسبه شده (۵/۶۶۲) نشان دهنده صحت نتایج به دست آمده است.

سؤال ۷. آیا بتا تنها معیار تعیین ریسک در بورس اوراق بهادار تهران است؟

نتایج حاصل از انجام آزمون سؤال مورد نظر نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ اکثر بازار با وجود پذیرش بتا به عنوان معیار نمایش و تعیین ریسک، در بورس اوراق بهادار تهران استفاده نمی‌کنند.

سؤال ۸. آیا همه اطلاعات مرتبط در قیمت سهام شرکت‌ها در بازار وجود دارد؟

نتایج حاصل از انجام آزمون دو جمله‌ای برای سؤال مورد نظر نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ حداکثر ۸۰٪ از اطلاعات مرتبط در قیمت سهام شرکت‌ها در بازار وجود دارد.

نتایج حاصل از آزمون آزمون خی دو برای سؤال مورد نظر عدد ۳۷/۷۸۶ با درجه آزادی ۴ و نتایج حاصل از آزمون t برابر با صفر است. لذا با ۹۵٪ اطمینان همه اطلاعات مرتبط در قیمت سهام شرکت‌ها در بازار وجود ندارد.

سؤال ۹. آیا بازار از همه اطلاعات در اختیار در تعیین ارزش سهام استفاده می‌کند؟

نتایج حاصل از انجام آزمون آزمون خی دو و T نشان می‌دهد که تنها ۲۰٪ از بازار از همه اطلاعات در اختیار در تعیین ارزش سهام استفاده می‌کنند.

سؤال ۱۰. آیا ارزشی که بازار برای اطلاعات در نظر می‌گیرد با ارزش واقعی آن برابر است؟

نتایج حاصل از آزمون t و توجه به قدر مطلق عدد محاسبه شده (۵/۷۵۰) نشان دهنده صحت نتایج به دست آمده است.

سؤال ۳. آیا تئوری‌های مدرن پرتفوی نظیر CAPM, MPT و EMH مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران است؟

با مقایسه نتایج حاصل از انجام آزمون سؤال مورد نظر (۵۴/۵۳۲) و عدد محاسبه شده با عدد جدول استاندارد آزمون خی دو می‌توان ادعا نمود که با ۹۵٪ اطمینان تئوری‌های مدرن پرتفوی نظیر CAPM, MPT و EMH مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نمی‌باشد.

نتایج حاصل از آزمون t نیز این مهم را تأیید می‌نماید.

سؤال ۴. آیا رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران منطقی و عقلایی است؟

نتایج حاصل از انجام آزمون دو جمله‌ای و آزمون خی دو برای سؤال مورد نظر نشان‌دهنده رفتار عقلایی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران است.

سؤال ۵. آیا تنها راه کاهش ریسک سرمایه‌گذاری تشکیل پرتفوی و تنوع‌سازی است؟

نتایج حاصل از انجام آزمون نشان می‌دهد که تنها ۶۰٪ آراء موافق با کاهش ریسک سرمایه‌گذاری از طریق تشکیل پرتفوی و تنوع‌سازی و مابقی به تک سهم اعتقاد بیشتری دارند.

با مقایسه نتایج حاصل از انجام آزمون سؤال مورد نظر (۳۶/۸۴۵) و عدد محاسبه شده با عدد جدول استاندارد آزمون خی دو می‌توان ادعا نمود که با ۹۵٪ اطمینان راه‌های دیگری نیز برای کاهش ریسک سرمایه‌گذاری علاوه بر تشکیل پرتفوی نیز وجود دارد. پاسخ‌دهندگان به این سؤال به سایر راه‌های کاهش ریسک اشاره مشخصی نداشتند.

سؤال ۶. آیا سرمایه‌گذاران در انتخاب سهام در بورس اوراق بهادار تهران از معیار ریسک و بازده استفاده می‌کنند؟

با عدد جدول استاندارد آزمون  $\chi^2$  دو نشان می‌دهد که با ۹۵٪ اطمینان میان سیاست تقسیم سود با منافع سهامداران ارتباط مثبت وجود دارد.

سؤال ۱۵. آیا مدل‌های رفتاری ابزار مناسبی برای تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار تهران است؟

نتایج حاصل از انجام آزمون سؤال مورد نظر نشان می‌دهد که مدل‌های رفتاری ابزار مناسبی برای تصمیم‌گیری در بورس اوراق بهادار تهران است و تقریباً ۸۵٪ جامعه برای اخذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری از روان‌شناسی بازار استفاده می‌کنند.

نتایج تحقیق حاضر در مجموع نشان می‌دهد که:

۱. بنای ساده و سطحی تئوری‌های مدرن پرتفوی و فرضیه بازار کارای سرمایه توان نمایش عمق روابط اقتصادی، روان‌شناسی و... حاکم بر بازارهای مالی خصوصاً بورس رو به رشد اوراق بهادار تهران را ندارند. بنابراین نباید با استفاده از ابزارهای سنتی مذکور انتظار تحقق کارایی بازار را داشت.

۲. تئوری‌های سنتی دستاویز مناسبی برای نمایش واقعیت‌های پیچیده بازارهای مالی در هزاره سوم نیستند و در نگاه به دنیای مالی باید از رویکردهای جدیدتری که بتواند اهمیت علوم رفتاری و روان‌شناسی در حوزه مالی را نمایش دهد، استفاده نمود.

۳. تفسیر بازار سرمایه ایران با آنچه فاما تحت عنوان نظریه کارایی بازار مطرح می‌نماید متفاوت و متناقض است و مفروضات حاکم بر بورس اوراق بهادار تهران با مفروضات ساده تئوری مدرن پرتفوی و فرضیه کارایی بازار تفاوت اساسی دارد.

۴. بازارهای واقعی بسیار پیچیده‌تر از آن هستند که بتوان آنها را در قالب یک یا دو تئوری یا مدل جای داد و بر اساس آن اقدام نمود. علوم رفتاری و روان‌شناسی در حوزه مالی (عوامل پیچیده روانی و ارزش‌های اقتصادی مختلف) تأثیر بسیاری بر قیمت سهام دارند.

نتایج حاصل از انجام آزمون مورد نظر نشان می‌دهد که بیش از ۵۰٪ بازار به اطلاعات مورد علاقه خود توجه بیشتری می‌نماید و به آن به صورت خوشبینانه تری نگاه می‌نماید.

سؤال ۱۱. آیا تأثیر اطلاعات جدید بر قیمت‌ها دقیقاً برابر با تأثیر اطلاعات بر خلق ارزش است؟

پاسخ ۹۰٪ از جامعه مورد بررسی به سؤال فوق نمی‌داند. در واقع میزان تأثیر اطلاعات جدید بر قیمت قابل اندازه‌گیری دقیق فرض نمی‌شود.

سؤال ۱۲. آیا بازدهی نگهداری یک دارایی نسبت به مجموعه‌ای از دارایی‌ها متفاوت است؟

نتایج حاصل از انجام آزمون سؤال مورد نظر نشان می‌دهد که در سطح اطمینان ۹۵٪ در شرایط جدید بازار، به تک سهم بیش از نگهداری مجموعه‌ای از دارایی‌ها توجه می‌شود و بازدهی نگهداری یک دارایی نسبت به مجموعه‌ای از دارایی‌ها بیشتر است.

نتایج حاصل از آزمون آزمون  $\chi^2$  دو و نیز نشان می‌دهد که با ۹۵٪ اطمینان رابطه معنی داری بین بازده نگهداری یک دارایی نسبت به مجموعه‌ای از دارایی‌ها وجود ندارد. بزعم پاسخ‌دهندگان بازدهی نگهداری یک دارایی نسبت به مجموعه‌ای از دارایی‌ها بیشتر است.

سؤال ۱۳. آیا برای سودآوری بیشتر از ارتباط بین اهرم و سودآوری استفاده می‌شود؟

نتایج حاصل از انجام آزمون سؤال مورد نظر نشان می‌دهد که حداقل ۷۰٪ جامعه مورد بررسی به این عامل توجه نمی‌کنند. نتایج حاصل از آزمون آزمون  $\chi^2$  دو نیز این مهم را تأیید می‌نماید.

سؤال ۱۴. آیا ارتباط سیاست تقسیم سود با منافع سهامداران مهم فرض می‌شود؟

نتایج حاصل از انجام آزمون سؤال مورد نظر نشان می‌دهد که حداقل ۸۰٪ جامعه مورد بررسی معتقدند ارتباط سیاست تقسیم سود با منافع سهامداران مهم است.

نتایج حاصل از آزمون آزمون  $\chi^2$  دو برای سؤال مورد نظر عدد ۳۹/۱۳۱ است. مقایسه عدد محاسبه شده

جدول ۱. خلاصه نتایج تحقیق

درصد پاسخ‌های مرتبط	ts	k <sup>2</sup>	
٪۲۵	۶/۶۵۲	۴۱/۳۲	۱
٪۲۰	۵/۷۵۰	۵۲	۲
٪۳۰	۶/۶۳۳	(۵۴/۵۳۲)	۳
٪۷۵	۴/۴۳	۳۹/۳۷	۴
٪۶۰	۵/۵۵۶	(۳۶/۸۴۵)	۵
٪۲۲	(۵/۴۶۲)	(۶۴/۳۶۶)	۶
٪۷۵	۴/۳۷۵	۳۹/۵۵	۷
٪۸۰	۵/۲۳۸	(۳۷/۷۸۶)	۸
٪۲۰	۶/۱۴۵	۵۶/۷۸	۹
٪۵۰	۵/۴۶۲	۵۴/۳۴	۱۰
٪۹۰	۵/۳۷۵	۴۹/۸۷	۱۱
٪۸۶	۴/۶۳۹	۳۱/۱۲	۱۲
٪۷۰	۴/۷۶۸	۳۵/۳۶	۱۳
٪۸۰	۴/۱۵۹	۳۹/۱۳۱	۱۴
٪۸۵	۴/۸۱۳	۳۳/۱۴	۱۵

### پیشنهاد برای تحقیقات آتی

۱. روان‌شناسی رفتار احساسی در بورس اوراق بهادار تهران  
یکی از رفتارهای سؤال برانگیز در بورس اوراق بهادار تهران خرید احساسی و یا فروش بدون دلیل و از روی احساسات است. رفتار احساسی در بورس تهران منشاء بسیاری از خرید و فروش‌های سهام بدون تجزیه و تحلیل علمی (بنیادی و یا تکنیکال) و صرفاً بدلیل علاقه و یا عدم علاقه به یک سهم یا سهامدار عمده و یا هیجان زدگی در بازار، تبعیت از بازار و... می‌باشد. روان‌شناسی رفتار احساسی می‌تواند به بررسی عوامل رفتاری مؤثر در اینگونه اقدامات در بورس اوراق بهادار تهران بپردازد.

۲. بررسی تأثیر عوامل رفتاری بر تعیین ارزش سهام در بورس اوراق بهادار تهران  
اصولاً افراد خوشبین آینده را زیباتر از واقعیت می‌پندارند و برای وقایع آتی بیش از اندازه ارزش قائل می‌شوند. لذا با انتشار اطلاعات مثبت در مورد شرکت‌ها و آینده آن‌ها ارزش بیش از واقع و بسیار خوشبینانه بر آن سهام در نظر می‌گیرند و موجب می‌شوند که با افزایش بی رویه قیمت، قیمت‌ها از ارزش ذاتی سهام فاصله بگیرد. رفتار افراد بدبین نیز دقیقاً عکس رفتار افراد خوشبین است. ایشان آینده را بدتر از واقعیت تصور می‌کنند و برای وقایع آتی ارزشی کمتر از انتظار در نظر می‌گیرند و موجب می‌شوند که قیمت سهام کمتر از واقعیت رقم بخورد. این امر نیز خود موجب فاصله قیمت سهام و ارزش ذاتی آن می‌گردد. بررسی تاثیر عوامل رفتاری بر قیمت سهام می‌تواند به شناسایی عوامل غیر اقتصادی مؤثر بر رفتار فعالان در بورس اوراق بهادار تهران بپردازد.

۳. بررسی کیفیت اطلاعات و میزان تأثیر آن بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران  
تأثیر اطلاعات بر قیمت‌ها می‌تواند با کیفیت اطلاعات مذکور در یک راستا نباشد. تفسیر غیر منطقی اطلاعات

### پیشنهادهات

با توجه به نتایج تحقیق حاضر به سرمایه‌گذاران و علاقمندان به فعالیت در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود تا علاوه بر تئوری‌های مدرن پرتفوی، به رویکرد جدید در دانش مالی (به‌عنوان مبنای بسیاری از مطالعات مدیریت سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه در قرن بیست و یکم) توجه نموده، تأثیر علوم رفتاری و روان‌شناسی در حوزه مالی (عوامل پیچیده روانی و ارزش‌های اقتصادی مختلف) بر قیمت سهام و سایر دارایی‌های مالی را در نظر بگیرند. به فرض عدم کارایی بازارهای مالی از لحاظ قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی توجه نمایند. چرا که تأثیر اطلاعات بر قیمت‌ها می‌تواند با کیفیت اطلاعات مذکور در یک راستا نباشد. از تفسیر غیر منطقی اطلاعات که می‌تواند در گمراهی بازار در تعیین ارزش مؤثر باشد بپرهیزند. اطلاعات را آن گونه که هست تحلیلی نمایند و از خوشبینی بی اندازه نسبت به آینده اجتناب نمایند.

4. Stout L.A. (1997) How efficient Market undervalue stocks: CAPM and ECMH under condition of uncertainty and disagreement *Cardozo law review* 68:2, 407-437.

۵. اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ شمس. شهاب الدین؛ چیت‌سازان. هستی، (۱۳۸۶) نظریه‌های مالی نوین، انتشارات دانشگاه تهران.

6. Thaler, Richard H. The End of Behavioral Finance. *Financial Analysts Journal*, 1999, Vol. 55, No. 6: 12-17.

7. Bloomfield Robert, How and Why Markets are Inefficient and Why it Matters. Cornell University, August, 2001.

8. Stout L.A. (1990) Are takeover premiums really premium market price. Fair value and corporate law. *Yale law journal* 99:6, 1235-1296.

9. Miller.E.R. (1997) Risk, uncertainty and divergence of opinion. *Journal of finance* 32:4 115-1168.

10. Jensen M.C (1978) Some anomalous evidence regarding market efficiency *Journal of finance Economics* 6:2/3 95.101.

۱۱. تلنگی، احمد (۱۳۸۳). تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری، تهران، ماهنامه تحقیقات مالی ماره، شماره ۱۷.

۱۲. صدقی خوراسگانی حسین (۱۳۸۴)، شناسایی، بررسی و توصیف سبک‌های غالب رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه امام صادق.

می‌تواند در گمراهی بازار در تعیین ارزش مؤثر باشد. ارائه دو پهلوی اطلاعات می‌تواند منجر به تحلیل‌های غیرمنطقی مجزا و متفاوت در مورد سهام شرکت‌ها گردد. بررسی کیفیت اطلاعات و میزان تأثیر آن بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند در کنترل هرچه بیشتر نحوه گزارش‌دهی شرکت‌ها توسط نهاد ناظر در بورس اوراق بهادار تهران مؤثر باشد.

### منابع

1. Sharp W.F. (1964) Capital asset prices: a theory of market equilibrium under condition of risk. *Journal of finance* 19:3 425-442.

2. Lintner.J. (1965) The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets, *Review of Economics and statistic*.

3. Fama E.F. (1970) Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of finance*, 25:2, 283-417.