



بررسی تفاوت های رفتاری بین سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی

دکتر مریم خلیلی عراقی^{*}
دکتر فریدون رهنمای رودپشتی^{**}
آرام جودکی^{***}

چکیده

در این تحقیق الگوی معاملاتی سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی مورد مقایسه قرار می گیرد.

تحقیق حاضر بر پایه نمونه ای بزرگ از معاملات آن بخش از سرمایه گذارانی است که در طی ۱۶۶ هفته مورد نظر محقق اقدام به عملیات خرید و فروش سهام کرده اند. قلمرو مکانی آن تالار بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن از تاریخ ۱۳۸۳/۰۱/۰۸ تا ۱۳۸۶/۱۱/۱۷ است.

تحقیق حاضر بر مبنای هدف از نوع کاربردی است و براساس نحوه گردآوری داده ها از نوع علی - مقایسه ای است، زیرا محقق در صدد بررسی مقایسه ای رفتار سرمایه گذاران در دو زمان قبل و بعد از تعطیلات است. نتایج تحقیق در سطح اطمینان مورد نظر حاکی از آن است که تعطیلات بر رفتار سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی تاثیر می گذارد، هرچند که این تاثیر از جهات متضاد بر طرفین وارد می شود.

حجم معاملات خرید و فروش سهام سرمایه گذاران حقیقی بعد از تعطیلات افزایش می یابد. اما در آنسوی دیگر سرمایه گذاران حقوقی فعالیت می کنند که حجم معاملاتی خرید و فروش سهام آنها بعد از تعطیلات کاهش می یابد و درضمن محقق دریافت که حجم معاملات سرمایه گذاران حقوقی در مجموع بیشتر از حجم معاملات سرمایه گذاران حقیقی است. زیرا سهم بیشتری از مبادلات مالی بورس به این نوع از سرمایه گذاران اختصاص دارد.

واژگان کلیدی:

مالی رفتاری، تصمیمات شهودی، چارچوب های تصمیم^۱، ناکارآمدی بازار^۲، حجم معاملات، زمان انجام معاملات، رفتار سرمایه گذاران .

^{*} استادیار، عضو هیات علمی تمام وقت دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران (m.khaliliaraghi@gmail.com)
تهران - بزرگراه اشرافی اصفهانی - به سمت حصارک - دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران
^{**} دانشیار، عضو هیات علمی تمام وقت دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران
تهران - بزرگراه اشرافی اصفهانی - به سمت حصارک - دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران
^{***} دانش آموخته کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران (a.joudaki@gmail.com)
تهران - بزرگراه اشرافی اصفهانی - به سمت حصارک - دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات تهران

نویسنده مسئول یا طرف مکاتبه: دکتر مریم خلیلی عراقی

مقدمه

در مدل‌های تئوریک اقتصادی و مالی، رفتار سرمایه‌گذاران و تأثیر شخصیت‌ها و قضاوت‌هایشان ثابت فرض شده، اما در بسیاری از مواقع رفتار سرمایه‌گذاران و فرهنگ تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار باعث ناآرامی بسیاری در بازارهای سهام شده است (Scher Bina, 2000) اوایل دهه ۷۰ میلادی نظریه بازار کارا به بیشترین کاربرد خود در مطالعات دانشگاهی رسید. بیشتر مدل‌های مالی در آن زمان به بررسی رابطه قیمت دارایی‌ها و متغیرهای کلان اقتصادی پرداختند که با استفاده از نظریه انتظارات عقلایی سعی در مرتبط کردن علوم مالی و اقتصادی در یک نظریه جذاب را داشتند.

اما وجود برخی شواهد تجربی مانند اضافه بازده ناشی از اندازه شرکت و معکوس شدن روند‌ها در بلند مدت که توسط مدل‌های رایج فرضیه بازار کارا قابل تبیین نبودند، زمینه ساز پیدایش نظریه‌ای به نام مالی رفتاری شد. مالی رفتاری شامل بخش گسترده‌ای از جنبه‌های روان‌شناسی و علوم اجتماعی است که با فرضیه بازار کارا تناقض دارد. در حقیقت مالی رفتاری مطالعه چگونگی تفسیر و عمل بر مبنای اطلاعات برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری آگاهانه توسط افراد است. به عبارت دیگر به دنبال تأثیر فرایندهای روان‌شناختی در فرآیند تصمیم‌گیری است. همکاری بین بخش مالی و دیگر جامعه‌های علمی به معرفی مالی رفتاری منجر شد که دستیابی به یک دانش عمیق از بازارهای مالی را امکان‌پذیر کرد.

مالی رفتاری در تشریح چگونگی رفتار برخی گروه‌های سرمایه‌گذار نیز موفقیت‌هایی داشته است. با توجه به گسترش بازار سرمایه و استقبال روزافزون مردم از این بازار، به نظر می‌رسد که این مطالعات در آینده اهمیت بیشتری نیز پیدا خواهد کرد.

مقاله حاضر، ضمن بررسی الگوی معاملاتی سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی، قصد دارد، شواهد لازم جهت درک رفتار سرمایه‌گذاران را ارائه دهد که با شناخت آن، اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری کارآمد عملی می‌گردد.

مبانی نظری و پیشینه مطالعات

رفتار مالی چیست؟ آیا عدم تقارن معاملات در بازار سرمایه ایران ناشی از رفتارهای مختلف سرمایه‌گذاران مالی است؟ مبحث علوم رفتاری در حوزه مالی و سرمایه‌گذاری از مباحث جدیدی است که اخیراً در علوم سرمایه‌گذاری و مالی مطرح می‌شود.

مالی رفتاری را می‌توان پارادایمی دانست که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که دو فرض اصلی و محدودکننده پارادایم سنتی یعنی پیشینه‌سازی مطلوبیت موردانتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد. مالی رفتاری دو پایه اصلی دارد، یکی محدودیت در آربیتراژ که عنوان می‌کند سرمایه‌گذاران عقلایی به راحتی نمی‌توانند از فرصت‌های آربیتراژ استفاده کنند زیرا این کار مستلزم پذیرفتن برخی ریسک‌هاست. دوم روانشناسی است که با استفاده از آن رفتار و قضاوت سرمایه‌گذاران و همچنین خطاهایی که اشخاص در هنگام قضاوت مرتکب می‌شوند بررسی می‌گردد (راعی، فلاح پور، ۱۳۸۳). به عقیده تالر (۱۹۹۳) مدیریت مالی نوین به افراد و بازارهای مالی به صورت خشک و انعطاف‌ناپذیر و یا منطبق صرف ریاضی می‌نگرد با غافل شدن از اینکه عامل و محرک اصلی بازارهای مالی انسان است که دارای خصوصیات و گرایش‌ها و احساسات روانی می‌باشد و نیز محدودیت‌های زیادی را بر سر راه خود در تصمیم‌گیری منطقی و عقلایی مطلق دارد، به تئوری پردازی در بازار سرمایه می‌پردازد و بالطبع نمی‌تواند با این ذهن بسته رفتار بازار سرمایه را به خوبی توضیح داده و تفسیر کند. از این رو به تدریج قوت و استحکام بازار کارا که در دهه‌های ۷۰ تا ۹۰ افزایش می‌یافت با ایجاد شواهد ناسازگار با آن و کشف بی‌نظمی‌ها و استثناهای تجربی رو به سستی و ضعف گذاشت.

ظهور علوم رفتاری در ادبیات مالی معمولاً عوامل و ساختارهای گوناگونی که رفتار سرمایه‌گذاران را شکل می‌دهد، مورد بررسی قرار می‌دهد.

اهمیت این موضوع این است که نشان می‌دهد تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد بلکه مقوله‌هایی از قبیل افق

پیروان مالی رفتاری برخلاف مالی سنتی عقیده بر آن دارند که رفتار سرمایه‌گذاران لزوماً عقلایی نیست بنابراین سعی در توضیح و توصیف اثرات روان‌شناسی در تغییر قیمت سهام را دارند. البته توضیح چنین پدیده‌ای کاری آسان به نظر نمی‌رسد، وقتی که بازار سهام صعودی و یا نزولی است سرمایه‌گذاران فکر می‌کنند که دیگران بهتر از آنها دانسته و یا اطلاعات بیشتری دارند و این سبب می‌شود که به طور ناخودآگاه دنباله‌رو دیگران شوند، به همین طریق سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی به قضاوت براساس اطلاعاتی محدود و منحصر به یک ماخذ می‌دهند.

در مباحث مربوط به ظهور علوم رفتاری در حوزه مالی و سرمایه‌گذاری سه زمینه اصلی معرفی می‌شود که عبارتند از:

آزمون و خطا و استفاده از تجربه و شهود:

اغلب مردم تقریباً براساس قاعده سرانگشتی تصمیم‌گیری می‌کنند و دقیقاً تحلیل عقلایی ندارند.

ایجاد چارچوب:

طریقی که شکل یا تصمیمات ارائه می‌شوند و بر عمل تصمیم‌گیرنده تاثیر می‌گذارند.

عدم کارایی بازار:

در این زمینه سعی به توضیح و تبیین نتایجی از بازار است که مخالف انتظارات عقلایی و کارایی بازار می‌باشد. این مسائل شامل قیمت‌گذاری غلط، تصمیم‌گیری غیرعقلایی و بی‌نظمی‌های مربوط به بازدهی است.

پس می‌توان مطرح کرد پس از آنکه بازارهای مالی دنیا به مدت ۲ دهه با پارادایم بازار کارا خو گرفته بودند و اعتقاد به کارایی بازار و گشت تصادفی و عدم امکان پیش‌بینی قیمت‌ها روز به روز قوت می‌گرفت. پدیده‌ها و پویایی‌هایی در بازارهای مالی دنیا کشف و تایید شد که پارادایم کارایی بازار را مورد چالش قرار داد و جنب و جوش تازه‌ای را به متفکرین مالی القا کرد.

دانش مالی رفتاری معتقد به وجود رد پای تورش‌های روانشناسی در بازار و رفتار سرمایه‌گذاران می‌باشد و سعی دارد با مطالعه همزمان جامعه‌شناسی، روانشناسی، رفتارشناسی، الگوهای تصمیم‌گیری و مدل‌های رفتاری به پیش‌بینی روند و جهت حرکت قیمت‌ها بپردازد.

سرمایه‌گذاری، میزان تحمل مخاطره، اعتماد به نفس و اطمینانی که سرمایه‌گذار به آن گزینه و فرآیند 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. عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی، یک رویکرد جدید نسبت به مطالعات بازارهای مالی است (تیلر، ۱۹۹۹).

این رویکرد به این موضوع می‌پردازد که برخلاف مباحث و تئوری‌های مالی استاندارد، گرایش‌های رفتاری و شناختی می‌توانند بر قیمت‌های دارایی‌های مالی تأثیر گذار باشند.

برخلاف نظریات و رویکردهای شارپ و مارکویتز، مباحث رفتار مالی و سرمایه‌گذاری، مباحث مربوط به افراد و طریقی 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 بازار مالی می‌باشد (السن، ۱۹۹۸).

حجم ادبیات موضوع درباره مالی رفتاری طی دهه گذشته گسترش چشمگیری یافته است. در این حوزه مفاهیم اقتصاد مالی و روانشناسی در جهت ایجاد مدل‌های دقیق‌تری از رفتار انسان در بازارهای مالی ادغام شدند.

به عقیده تالر مالی رفتاری ادعا می‌کند که گاهی اوقات جهت یافتن پاسخی برای معماهای مالی تجربی ضروری است که این احتمال را بپذیریم که برخی از عامل‌ها در اقتصاد گاهی اوقات به طور کامل عقلایی رفتار نمی‌کنند (تالر، ۱۹۹۳).

و به عقیده اولسن مالی رفتاری سعی نمی‌کند نشان دهد که رفتار عقلایی نادرست است بلکه در تلاش است که کاربرد فرآیندهای تصمیم‌گیری روان‌شناختی را در شناخت و پیش‌بینی بازارهای مالی نشان دهد.

پس مالی رفتاری عنوان می‌کند که استثناهای بازار نتیجه اربهای رفتاری هستند، بدین معنی که افراد خطاهای قابل پیش‌بینی و باثباتی در پردازش اطلاعات و ارزیابی اوراق بهادار مرتکب می‌شوند.

اقتصاددانان و تحلیل‌گرانی که به مالی رفتاری اعتقاد دارند، معتقدند که آگاهی از روحیه بازار کمک به فهمیدن زیر و بم بازار کرده و در نهایت در انتخاب سودآور سهام موثر می‌باشد.

سرمایه‌گذاران مطلع شکل می‌گیرد. دو مقاله باربریز، شلیفر و ویشنی^۵ (۱۹۹۸) و دانیل، هیرشلیفر و سابرامانیام^۶ (۱۹۹۸) مدل‌های رفتاری را جهت تبیین عکس‌العمل بیش از حد و کمتر از حد در سطح کلان بازار ارائه کردند.

در زمینه تاثیر برخی دوره‌های زمانی بر رفتار سرمایه‌گذاران اولین بار کراس (۱۹۷۳) میانگین بازدهی را در روزهای جمعه بیش از سایر روزها گزارش کرد و همچنین دریافت که میانگین بازدهی دوشنبه‌ها کمتر و حتی منفی می‌باشد.

فرنج (۱۹۸۰) یافته‌های او را تأیید کرد و بعد از آن گیبونز و هس (۱۹۸۱) و سپس امیرلاک و استارلاک در (۱۹۸۶) نتایج مشابهی را گزارش کردند.

به تدریج دامنه این تحقیقات به خارج از آمریکا و اروپا کشیده شد و جف و سترفیلد در چهار بورس انگلستان، استرالیا، ژاپن و کانادا این موضوع را تأیید کرد. این تحقیقات در دهه نود گسترش بیشتری یافت. به تدریج با پیشرفت تحقیقات در زمینه نوسان‌پذیری، معرفی مدل‌های گارچ^۷ (GARCH) و رویکرد آزمون‌های جدید به بررسی توأم بازدهی و نوسان‌پذیری در روزهای هفته معطوف شد. بالاخره در سال ۲۰۰۳ برومنت و کیمز به بررسی حجم معاملات، علاوه بر بازدهی و نوسان‌پذیری پرداختند.

در سال ۲۰۰۵ در تحقیقی با عنوان:

تفاوت‌های رفتاری بین سرمایه‌گذاران حرفه‌ای و آماتور بعد از تعطیلات هفتگی به شناسایی رفتاری سرمایه‌گذاران پرداختند.

این مقاله بر پایه یک نمونه بزرگ از همه معاملات روزانه سرمایه‌گذاران آماتور و سرمایه‌گذارانی که به شیوه حرفه‌ای مدیریت شده اند استوار است.

نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که تعطیلات آخر هفته بر رفتار آماتورها و حرفه‌ای‌ها تاثیر می‌گذارد، هر چند که این تاثیر از جهات متضاد بر طرفین وارد می‌شود.

آماتورها بعد از تعطیلات خرید و فروش را افزایش می‌دهند و در طول هفته تمایل آنها به فروش بیشتر از خرید است اما فعالیت خرید و فروش حرفه‌ای‌ها بعد از

در این سیر تحول پارادایم‌های مالی، یک سری معماهای مالی از قبیل استثنائات مالی یا معماهای تجربی که نشان از انحراف بازار از قواعد منطقی و عقلایی است در تناقض با بازار کارا هستند و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) نیز نمی‌تواند آنها را توضیح دهد. یکی از این مقوله‌ها (بی‌نظمی‌های دوره‌ای^۱) است که وجود الگوهای مشخصی در زمان‌های مختلف سال، ماه، هفته و روز را مورد تأیید قرار می‌دهد. (بدری، صادقی ۱۳۸۶)

بررسی مطالعات علمی پیشینه، اهمیت موضوع مورد تحقیق مقاله حاضر را آشکار می‌نماید.

در دهه ۱۹۹۰ تمرکز مطالعات دانشگاهی که روی مباحثی از قبیل تحلیل اقتصاد سنجی سری‌های زمانی، قیمت سهام، سودهای تقسیمی و سود هر سهم بود کم‌کم متوجه توسعه مباحث دیگری تحت عنوان مدل‌های روان‌شناختی انسانها در ارتباط با بازارهای مالی شدند که باعث به وجود آمدن حوزه علوم رفتاری در مباحث مالی و سرمایه‌گذاری شد.

دانیل کاهنمن^۲ روان‌شناس مشهور و یکی از بنیان‌گذاران مالی رفتاری، در سال ۲۰۰۱ به خاطر ارائه مدل‌هایی جهت تبیین رفتار سرمایه‌گذاران در شرایط عدم اطمینان به دریافت جایزه نوبل اقتصادی نائل شد. از مطالعاتی که تمرکز خود را در حوزه رفتار فردی سرمایه‌گذاران قرار دادند می‌توان به مطالعه اسلویچ^۳ (۱۹۷۲) درباره برداشت نادرست افراد از ریسک و مقالات تیورسکی^۴ و کاهنمن (۱۹۷۹) درباره تصمیمات شهودی و چارچوب‌های تصمیم در سال‌های ۱۹۷۴ و ۱۹۷۹ که نقش بنیادی در این زمینه داشتند اشاره نمود.

دانیل و همکارانش در مقاله روانشناسی سرمایه‌گذاران و اکنش بیش از حد و کمتر از حد بازار سهام در سال ۱۹۹۸ پدیده سوءگیری خود اسنادی را شناسایی نمودند. آنها در مدل خود سرمایه‌گذاران را به دو دسته مطلع و غیرمطلع تقسیم کردند که سرمایه‌گذاران غیرمطلع در معرض ارباب قضاوتی قرار نمی‌گیرند و قیمت سهام توسط

5. Barberis, Shleifer / Vishny

6. Daniel / Hirshleifer and Subramanyam

7. Generalized Autoregressive Conditional Model

1. Seasonality anomalies

2. Daniel Kahneman

3. Slovic

4. Tversky

می‌کند. و کمک می‌کند به فهمیدن اینکه چرا و چگونه بازارها ناکارا می‌شوند (Mart Sewell, 2007). در مطالعات داخلی محققان زیادی به موضوع مورد نظر پرداخته‌اند، از جمله مهدی‌خشنود در تحقیقی تحت عنوان "شناسایی و رتبه‌بندی گروه‌های موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی و نهادی در بورس اوراق بهادار تهران به راهنمایی رضا تهرانی در دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت، ۱۳۸۳".

به بررسی و شناسایی رفتارها و عکس‌العمل‌های سرمایه‌گذاران در شرایط متفاوت بازاری پرداخت و روند حرکت بازار و شاخص‌ها را پیش‌بینی می‌کند تا سیاست‌گذاران بتوانند تصمیمات صحیح‌تری را اتخاذ نمایند.

نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران خرد و جزء نسبت به سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر رفتارهای غیرمنطقی در تصمیم‌گیری از خود بروز می‌دهند. بنابراین پیشنهاد شده است که شکل‌گیری نهادهای مشاوره‌ای سرمایه‌گذاری در سطح وسیع، طراحی سبد سهام و اوراق متنوع‌تر مالی شدت بیشتری به خود گرفته و همزمان اطلاعات و آموزش‌های سرمایه‌گذاری در سطح عموم بیشتر شود.

همچنین مهدی‌خادمی در تحقیقی دیگر تحت عنوان "بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران به راهنمایی: محمود یحیی‌زاده فردر دانشگاه علوم و فنون مازندران، ۱۳۸۳" به این نتیجه رسید که عوامل سیاسی، روانی، اقتصادی و داخلی به ترتیب بالاترین تاثیر را بر تصمیم‌گیری سهامداران دارد. زیرا عوامل سیاسی به علت غیرقابل‌پیش‌بینی بودن و ناگهانی بودن در کشورهایی که فاقد ساختار سیاسی با ثباتی هستند مهمترین عامل در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و نوسانات قیمت می‌باشد.

علی سعیدی در رساله دکتری، تحقیقی تحت عنوان "تبیین ارائه الگوی عکس‌العمل رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار تهران (عکس‌العمل بیش از حد و کمتر از حد) به راهنمایی: هاشم نیکومرام در دانشگاه آزاد واحد علوم و تحقیقات، ۱۳۸۶-۱۳۸۵". به این نتیجه رسید که سرمایه‌گذاران، بازار را در دو وضعیت تصور کرده و بر همین مبنا بازدهی دوره بعد را تخمین می‌زنند، و

تعطیلات محدود است و برخلاف آمارها افت به وجود آمده در فعالیت‌هایشان (هم در مورد خرید و هم در مورد فروش) تقریباً شبیه هم است یعنی بین حجم تقاضا و حجم فروش آنها رابطه مستقیم وجود دارد. به ویژه بازده روزهایی که بعد از تعطیلات آخر هفته بدست می‌آید کمتر از بازده‌هایی است که در دیگر روزهای هفته محقق می‌شود و تا اندازه‌ای با الگوی رفتاری آزمون شده در تحقیق، سازگار است (Venezia, Shapira, 2005).

کیم و نوفسینگر در سال ۲۰۰۷ در تحقیقی با عنوان مالی رفتاری در آسیا به شناسایی رفتار سرمایه‌گذاران پرداختند.

نتایج این تحقیق نشان می‌دهد آسیا به خاطر سطوح مختلف سرمایه‌داری مکان‌جایی برای مطالعه مالی رفتاری است. سرمایه‌گذاران فردی در آسیا اغلب به عنوان یک قمارباز (بورس باز) انحصاری دیده می‌شوند. آسیایی‌ها بیشتر از فرهنگ‌های غربی از ارباب‌های شناختی رنج می‌برند و تمایل دارند مبتنی بر یک پارادایم جمع‌گرایی اجتماعی باشند. و این جامعه جمع‌گرایی منجر به اعتماد بیش از حد افراد می‌شود که این خود یک ارباب رفتاری است (Kim & Nofsinger, 2007).

ریتر در سال ۲۰۰۳ در تحقیقی با عنوان مالی رفتاری به شناسایی مالی رفتاری پرداخت.

این مقاله توضیحی مختصر در باره مالی رفتاری ارائه می‌دهد و بیان می‌کند مالی رفتاری پارادایمی است که با استفاده از مدل‌هایی که محدودتر از مدل‌های مبتنی بر تئوری مطلوبیت مورد انتظار و فرضیات آربیتراژ است، بازارهای مالی را مورد بررسی قرار می‌دهد. و به طور خاص بیان می‌کند که مالی رفتاری دارای ۲ بخش ساختاری، روانشناسی ادراکی و محدودیت‌هایی برای آربیتراژ می‌باشد که چارچوب‌های کلاسیک برای تشریح بسیاری از الگوهای تجربی ناتوان می‌باشند (Ritter, 2003).

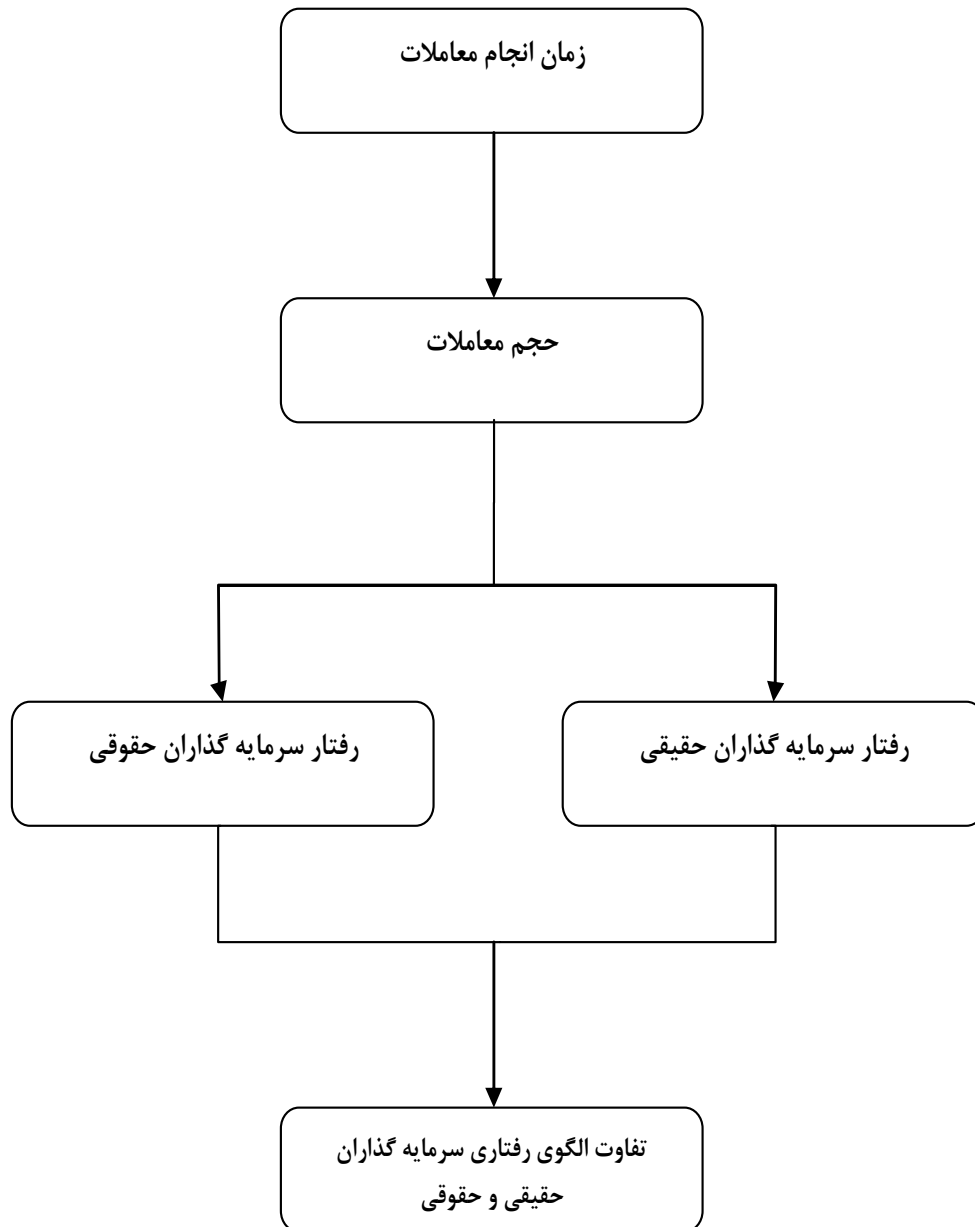
مارتین سول در سال ۲۰۰۷ در تحقیقی با عنوان مالی رفتاری به شناسایی مالی رفتاری پرداخت.

این مقاله در حقیقت معرفی مالی رفتاری است و نشان می‌دهد که مالی رفتاری، تاثیر روان‌شناسی بر روی رفتار مالی افراد و متعاقباً تاثیر آن بر روی بازار را مطالعه

این نتیجه رسیده که بین تغییرات شاخص عکس العمل رفتاری جاری و نرخ بازده کل جاری رابطه معناداری وجود دارد.

براساس بازدهی های برآوردی درخصوص قیمت سهام نیز اظهار نظر می کنند و همچنین در بخش مطالعه تجربی به

مدل تحلیلی تحقیق



تعطیلات از قبل از تعطیلات بیشتر است و نیز میانگین میزان خرید سهام به طور معنا داری کمتر از فروش سهام می باشد اما میانگین حجم معاملات سرمایه گذاران حقوقی بعد از تعطیلات به طور معنا داری کمتر از قبل از تعطیلات است و میانگین میزان خرید سهام به طور معنا داری بیش تر از فروش می باشد اما هنگام بررسی اثر تعاملی رفتار با تعطیلات نتایج حاکی از این است که سرمایه گذاران حقیقی بعد از تعطیلات میزان فعالیت خریدشان افزایش می یابد در عین حال همین رفتار را در خصوص فروش نیز در پیش می گیرند اما سرمایه گذاران حقوقی بعد از تعطیلات میزان فعالیت فروش و خریدشان کاهش می یابد. به طور کلی حجم معاملات سرمایه گذاران حقوقی در مجموع بیشتر از حجم معاملات سرمایه گذاران حقیقی است که این وضعیت هم در خرید و هم در فروش مشاهده می گردد. به تعبیر دیگر سرمایه گذاران حقوقی سهم بیشتری از مبادلات مالی (خرید یا فروش) بورس را به خود اختصاص می دهند و قیمت سهام توسط این سرمایه گذاران تعیین می شود.

جمع بندی و نتیجه گیری

نتایج حاصل از محاسبات حاکی از این است که در طی سالهای مورد بررسی بطور کلی حجم معاملات سرمایه گذاران حقوقی چه قبل و چه بعد از تعطیلات از میزان معاملات سرمایه گذاران حقیقی بالاتر است. این وضعیت هم در خرید و هم در فروش سهام مشاهده می گردد. به تعبیر دیگر می توان مطرح کرد که چون سرمایه گذاران حقوقی سهم بیشتری از مبادلات مالی بورس را به خود اختصاص می دهند پس بالطبع دارای حجم معاملات بالاتری هستند. نتایج حاصل از فصل چهار بمنظور مقایسه حجم معاملات قبل و بعد از تعطیلات سرمایه گذاران حقیقی نشان از این است که در سطح اطمینان ۹۹٪ بین میزان خرید و فروش سهام بدون در نظر گرفتن زمان انجام معامله این نوع از سرمایه گذاران تفاوت معنی داری وجود دارد و بطور کلی میانگین میزان خرید سهام بطور معنی داری کمتر از فروش سهام است و نیز در سطح اطمینان ۹۹٪ بین حجم معاملات قبل و بعد از تعطیلات بدون در نظر گرفتن نوع معامله تفاوت معنی

روش شناسی تحقیق

روش تحقیق حاضر، از نظر هدف کاربردی و از نوع علی - مقایسه ای (پس رویدادی) است. جامعه آماری تحقیق شامل کلیه سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی که در طی سالهای ۱۳۸۳ لغایت ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران فعال بوده اند. خرید و فروش ۱۶۶ هفته معاملاتی در طی دوره مذکور مدنظر محققان قرار گرفته است. اطلاعات موجود در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان ابزار تحقیق حاضر بوده است. از روش های آماری توصیفی و تحلیل واریانس با اندازه گیری مکرر جهت مقایسه رفتار مالی سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی در دو زمان قبل و بعد از تعطیلات و به منظور تعقیب نتایج بدست آمده و بررسی دقیقتر محل تفاوتها از آزمون تعقیبی^۱ شفه^۲ استفاده شده است.

فرضیه های تحقیق

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه های تحقیق به شرح زیر بیان شده است:

فرضیه اصلی:

بین رفتار مالی سرمایه گذاران در قبل و بعد از تعطیلات تفاوت معنی داری وجود دارد.

فرضیات فرعی:

۱. بین حجم معاملات قبل و بعد از تعطیلات سرمایه گذاران حقیقی تفاوت معنی داری وجود دارد.
۲. بین سهام فروخته شده و خریداری شده از سوی سرمایه گذاران حقیقی بعد از تعطیلات تفاوت معنی داری وجود دارد.
۳. بین حجم معاملات قبل و بعد از تعطیلات سرمایه گذاران حقوقی تفاوت معنی داری وجود دارد.
۴. بین سهام فروخته شده و خریداری شده از سوی سرمایه گذاران حقوقی بعد از تعطیلات تفاوت معنی داری وجود دارد.

تحلیل نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها

نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان می دهد که میانگین حجم معاملات سرمایه گذاران حقیقی بعد از

1. Post Hoc Test

2. Scheffe

معاملات این گروه از سرمایه‌گذاران بعد از تعطیلات بطور معنی داری کمتر از قبل از تعطیلات می باشد. اما اثر تعاملی رفتار خرید و فروش با تعطیلات در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار نیست، یعنی به همان اندازه که میزان فروش سرمایه‌گذاران حقوقی بعد از تعطیلات کاهش یافته است، میزان خریدشان نیز کاهش دارد.

شایان ذکر است که در تحقیقی در سال ۲۰۰۵ نیز اثر تعطیلات بر روی رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران فردی و نهادی بررسی گردیده که آنها نیز به نتایجی مشابه نتایج محقق رسیده بودند. اما باید ذکر کرد که اثر تعطیلات در تمام بازارها مشابه نیست، Wang et al در سال ۱۹۹۷ نشان داد که تاثیر تعطیلات در بازار NASDAQ شدیدتر از NYSE در طی سال‌های ۱۹۹۳-۱۹۶۲ است.

داری وجود دارد. یعنی میانگین حجم معاملات این گروه از سرمایه‌گذاران بعد از تعطیلات بیشتر از قبل از تعطیلات است، اما اثر تعاملی رفتار خرید و فروش با تعطیلات در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار نیست. یعنی همان رفتاری که این سرمایه‌گذاران در خرید سهام بعد از تعطیلات دارند همان نوع رفتار را نیز در فروش سهام دارند. یعنی به همان نسبت که میزان فروش سهام بعد از تعطیلات افزایش یافته است، میزان خریدشان نیز افزایش دارد. ولی مقایسه حجم معاملات قبل و بعد از تعطیلات سرمایه‌گذاران حقوقی بیانگر این است که در سطح اطمینان ۹۹٪ بدون در نظر گرفتن زمان انجام معامله بطور کلی میانگین میزان خرید سهام این نوع از سرمایه‌گذاران بطور معنی داری بیشتر از فروش سهام است و نیز در سطح اطمینان ۹۹٪ بدون در نظر گرفتن نوع معامله، میانگین حجم

منابع و مأخذ:

۱. آذر، عادل و مومنی، منصور (۱۳۸۴). «آمار و کاربرد آن در مدیریت»، جلد دوم تحلیل آماری، چاپ هشتم، تهران، انتشارات سمت.
۲. بدری، احمد و صادقی، محسن (۱۳۸۶). «بررسی اثر روزهای مختلف هفته بر بازدهی، نوسان پذیری و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران». سایت بورس اوراق بهادار تهران.
۳. تلنگی، احمد (۱۳۸۳). «تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری»، تحقیقات مالی، شماره ۱۷، صص ۲۵-۳.
۴. خواجوی، شکراله و قاسمی، میثم (۱۳۸۴). «فرضیه بازار کارا و مالی رفتاری»، تحقیقات مالی، شماره ۲۰، صص ۴۹-۶۹.
۵. دلاور، علی (۱۳۸۶). «روش تحقیق در روان شناسی و علوم تربیتی»، چاپ بیست و دوم، تهران، نشر ویرایش.
۶. راعی، رضا و فلاح پور، سعید (۱۳۸۳). «مالی رفتاری رویکردی متفاوت در حوزه مالی»، تحقیقات مالی، شماره ۱۸، صص ۱۰۶-۷۷.
۷. سرمد، زهره (۱۳۸۴). «آمار استنباطی»، تهران، انتشارات سمت.

8. Abraham, Abraham, Ikenberry, David L (1994). "The individual investor and the weekend effects". The Journal of Financial & Quantitative Analysis 29, 263-277.
9. Bayar, A, kan. O.B, (1999), "Day of the week effect; recent evidence from nineteen stock market".
10. Brockman, Paul, Michayluk, David (1998) "Individual versus institutional investors and the weekend effect". Journal of Economics & Finance 22, 71-85
11. Chen. G, kwok.C.Y, Rui.O.M, (2001), "The day of the week effect regulatory in the stock market of china, journal of multinational financial management, Vol.11, p. 139-163.
12. Ritter, J. R., (2003). Behavioral finance pacific-Basin finance journal 11, p.429-437.
13. Shapira, Zur, Venezia, Itzhak (2001). "Patterns of behaviorial of professionally managed and independent investors". Journal of Banking & Finance 25, 1573-1578.