

## بررسی تاثیر رفتارهای مالی بر بازارهای سرمایه نوظهور

اورنگ ملکوتی<sup>۱</sup>، شهرام هاشم نیا<sup>۲</sup>

<sup>۱</sup> دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت اجرایی دانشگاه پیام نور مرکز کرج

<sup>۲</sup> استادیار گروه مدیریت دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

---

### چکیده

از سال ۱۹۸۰ با طرح ادبیات مالی رفتاری، فرض منطقی بودن سرمایه گذاران و اعتقاد به کارا بودن بازارهای سهام مورد انتقاد قرار گرفته است. ادبیات مالی رفتاری اظهار می دارد که سرمایه گذاران تحت تاثیر جهت گیری های رفتاری بوده و در تصمیمات مالی آن ها در زمان خرید و فروش سهام و همچنین بر نحوه ی تصمیم گیری آن ها تاثیر می گذارد. هدف اصلی این پژوهش بررسی تاثیر رفتارهای مالی بر بازارهای سرمایه نوظهور می باشد. این مقاله از نوع "علمی ترویجی" بوده و برای جمع آوری اطلاعات از روش های کتابخانه ای مانند مراجعه به کتاب ها، نشریات و مجلات، اینترنت، سایت های مختلف و ... مراجعه گردیده است. پس از تجزیه و تحلیل و بررسی یافته های حاصل از تحقیق نتایج نشان داد که رفتارهای مالی بر بازارهای سرمایه نوظهور تاثیر مثبت دارد؛ بنابراین مدیران مالی باید در مسیر ارتقا دانش مالی کارکنان در سازمان ها و همچنین بازارهای سرمایه تلاش نمایند.

---

**واژه های کلیدی:** رفتارهای مالی، بازارهای نوظهور، بازار سرمایه.

---

**مقدمه:**

تجربه بسیاری از کشورهای صنعتی نشان می دهد که بازارهای سرمایه ی این کشورها همپای رشد و توسعه اقتصادی آنها تکامل و گسترش یافته و در نتیجه، این امر به نوبه خود بر روند رشد بلند مدت آنها نیز اثرات مثبتی داشته است. در این کشورها بازارهای سرمایه، در فرآیند تکامل و توسعه اقتصادی از ویژگی های معینی برخوردار بوده اند. (موسوی و نعمت پور، ۱۳۹۱)

هدف از توسعه بازارهای مالی که در دهه های اخیر، غالب کشورهای در حال توسعه آن را دنبال کرده اند تحرک بخشیدن به بازارهای مالی و بهبود کارایی استفاده از منابع مالی بوده است (موسوی و نعمت پور، ۱۳۹۱)

زندگی امروزی مردم با مجموعه ای متنوع از چالشها، فرصتها و تصمیمات اقتصادی مواجه است. مدیریت مالی و یکی از اجزای بسیار مهم آن یعنی "اعتبار" جزء مهم ترین اجزای توسعه تلقی می شود.

مصرف کنندگان منابع مالی به سه گروه اصلی طبقه بندی می شوند:

مصرف کنندگان خرد، بنگاههای اقتصادی کوچک، متوسط و بنگاههای اقتصادی بزرگ.

بخش مصرفی یا همان خانوارها برای تامین مالی نیازهای شخصی خود نظیر ازدواج، خرید خودرو و مسکن، کارتهای اعتباری، بیمه عمر و بازنشستگی به منابع مالی و تسهیلات بانکی نیازمند هستند.

رفتار مالی و تامین مالی شخصی از جنبه های مهم رفتار اجتماعی هستند که تاثیرات قابل ملاحظه ای هم بر زندگی شخصی افراد و هم اجتماع می گذارند. آگاهی مردم در این زمینه به آنان کمک می نماید تا منابع مالی خویش را بهتر مدیریت نمایند. توسعه ی دانش افراد و خانوارها در این زمینه قدرت اقتصادی اجتماعی خانواده را افزایش می دهد.

در کشور ما دانش مالی افراد و خانواده ها ضعیف بوده و مطالعات نشان می دهد که حتی فارغ التحصیلان یا دانشجویان رشته های مرتبط مانند مدیریت مالی و حسابداری نیز لزوما شناخت کاملی از دانش مدیریت مالی شخصی ندارند.

تبیین علمی میزان درک و شناخت مدیران از موقعیت مالی شرکتشان و عموم مردم از موقعیت مالی شخصی شان علاوه بر اینکه یک ادبیات علمی مناسبی را برای این مساله فراهم می نماید، موجب می شود اهمیت و ضرورت آموزش های مدیریت مالی به ویژه در درون خانواده و مدارس مورد تاکید قرار گیرد (جلیلی و همکاران، ۱۳۹۱).

فضای پیچیده بازارهای مالی و اقتصادی و ارتباط تنگاتنگ این بازارها با یکدیگر و همچنین نیاز حیاتی به پیش بینی سناریوهای مالی و اقتصادی آتی، پژوهشگران حوزه مالی را بر آن داشته است تا با کشف و تحلیل این ارتباطات میان بازاری، بتوانند گامی موثر و رو به جلو در جهت تحقق اهداف نظام مالی و اقتصادی بردارند (نیکومرام و همکاران، ۱۳۹۳).

ایجاد و توسعه روز افزون بنگاه های اقتصادی نیازمند تامین منابع مالی قابل ملاحظه ای است که اغلب از عهده موسسان خارج است.

بازار سرمایه برای شرکت ها این امکان را فراهم میسازد که منابع مالی مورد نیاز خود را از طریق عرضه سهام و انتشار بدهی تامین نمایند، مدیران با استفاده از منابع به دست آمده برای بقا و رشد سازمان خود تلاش می کنند.

در یک بازار کارا، رشد و سودآوری شرکت و در نهایت افزایش ثروت سهامداران زمانی محقق خواهد شد که بازدهی حاصل از بکارگیری منابع مالی ناشی از انتشار سهام، بیش از هزینه های فرصت ناشی از پروژه های سرمایه ای مورد اجرا باشد.

از آنجا که روش های تامین مالی به همراه سرمایه گذاری و سیاست های تقسیم سود، بر ارزش و در نهایت بر ثروت سهامداران موثر است، شناسایی الگوها و مدل هایی که تصمیم گیری شرکت ها و مدیران از آن تبعیت می کنند، از اهمیت به سزایی برخوردار است (خانی و همکاران، ۱۳۹۲).

از دیدگاه نظری، تصمیم گیری مدیران پیرامون ترکیب تامین مالی، تحت تاثیر عوامل گوناگون همچون عوامل سیاسی، اقتصادی و مقررات قانونی قرار دارد،

لذا تعیین استراتژی ترکیب تامین مالی علاوه بر آنکه متاثر از برخی متغیرهای کلان اقتصادی همچون تورم، نرخ بهره، سیاست های اعطای تسهیلات در نظام بانکی و مالیات است، تحت تاثیر عواملی چون هزینه تامین مالی، ریسک مالی و تجاری

شرکت ها، ترکیب دارایی ها همراه با محدودیت های قراردادی در جذب منابع از طریق ایجاد بدهی و بازنگری در قوانین بورس اوراق بهادار نیز میباشد. از آنجا که یکی از وظایف اصلی مدیران، حداکثر کردن ثروت سهامداران است، تاثیر روش ها و تعیین ترکیب تامین مالی و نحوه مصرف عواید حاصل از این روشها بر بازده آتی سهام، برای آنان از اهمیت بسزایی برخوردار است (زنجیردار، ۱۳۸۸). در این پژوهش قصد داریم تا تاثیر رفتارهای مالی را در بازارهای سرمایه ی در حال ظهور مورد بررسی قرار دهیم، لذا به بیان مفاهیم و ادبیات مربوط در زمینه می پردازیم.

## مبانی نظری پژوهش

### رفتار مالی:

رویکرد و نگرش افراد به سمت پول را رفتار مالی گویند.

پول چگونه خرج شود؟

چگونه پس انداز شود؟

چگونه سرمایه گذاری شود؟

به عبارت دیگر نقشی که پول در زندگی و سبک آن ایفا می کند اصطلاحاً "رفتار مالی" نامیده می شود.

مطالعه پیشینه تحقیق نشان می دهد که معمولاً سه تم یا گروه بندی اصلی به شرح زیر در ارتباط با تحقیقات در باب رفتار مالی قابل شناسایی می باشد:

➤ آموزش توسط والدین بر رفتار مالی تاثیر می گذارد.

➤ کمبود آگاهی، دانش و مدیریت مالی

➤ آرزوی افزایش ثروت یا ثروت اندوزی

مارشال و راسمن (۱۹۹۹) پنج جنبه از رویه های تحلیلی را تعریف نموده اند:

❖ سازماندهی داده ها،

❖ طبقه بندی داده ها، تم یا موضوعات اصلی موجود در داده ها و ایجاد الگو

❖ تفکیک یا جداسازی داد ها در مقابل فرضیه های موجود

❖ یافتن توضیحات موجود در داده ها

❖ و نوشتن گزارش (جلیلی و همکاران، ۱۳۹۱).

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 ی 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 (CAPM)<sup>۱</sup> و نظریه بازارهای کارا (EMH)<sup>۲</sup> در دهه ی ۱۹۶۰ و مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای میان مدت و نظریه قیمت گذاری آربیتراژی میلر و مودیلیانی (APT)<sup>۳</sup> در دهه ی ۱۹۷۰ آغاز شد.

<sup>۱</sup> Capital Assets Pricing Model

<sup>۲</sup> Efficient Markets Hypothesis

<sup>۳</sup> Arbitrage Pricing Theory

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»<sup>۱</sup> و «تورسکی»<sup>۲</sup> در سال ۱۹۷۹ گردید.

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 (برجی دولت آبادی، ۱۳۸۷: ۵).

یکی از چهره های برجسته در زمینه ی مالی رفتاری پروفسور هرش شفرین<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) از دانشگاه «سانتا کلارا» است. وی با نگارش مقاله بسیار و انتشار کتاب چهارم خود با عنوان «مدیریت مالی رفتاری شرکت ها: تصمیماتی که ارزش خلق می کنند» در سال ۲۰۰۷ که در آن به شناسایی موانع کلیدی روانشناختی 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.

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.

دو محقق دانشگاهی دیگر، به نامهای آندری شلیفر از دانشگاه هاروارد و میر استتمن از دانشگاه «سانتا کلارا» نیز در توسعه مالی رفتاری موثر بوده اند.

پروفسور شلیفر<sup>۴</sup> (۲۰۰۰) در سال ۲۰۰۰ کتابی با عنوان «بازارهای ناکارا: مقدمه ای بر رفتار مالی» برآمده از مجموعه تدریس های خود طی بهار ۱۹۹۶ در دانشگاه آکسفورد، منتشر کرد و پروفسور استتمن<sup>۵</sup> (۱۹۹۹) نیز در مجله ی کارشناسان مالی جلد نوامبر دسامبر سال ۱۹۹۹ مقاله ای با عنوان «مالی رفتاری: چالش های گذشته و وعده های آینده» تالیف نموده که یک تحقیق کلاسیک موثر در مالی رفتاری بشمار می آید.

پروفسور استتمن در مطالعه ای مشترک با همکاری پروفسور شفرین در سال ۱۹۸۴ به بررسی معماهای سود تقسیمی پرداخته بود (شریف<sup>۶</sup> و همکاران، ۱۹۸۴).

این دو همچنین در مطالعه ای دیگر در سال ۱۹۸۵ دریافتند که "سرمایه گذاران سهام شرکتهای بازنده را بیش از حد ننگه داشته و سهام شرکتهای برنده را خیلی زود می فروشند."

آنها این پدیده را "اثر تمایلاتی" نام نهادند، رفتاری که بعنوان «ترس از پشیمانی» شناخته می شود. ورنر دی بونت نیز از جمله اندیشمندان حوزه مالی رفتاری است که در دانشگاه «دیپل» شیکاگو به تدریس در مالی رفتاری می پردازد.

وی پس از مقاله ای که در سال ۱۹۸۵ با همکاری پروفسور تالر در زمینه بیش واکنشی سهامداران به اخبار خوب و بد ارائه کرد (دی بونت<sup>۷</sup>، ۱۹۸۵) به تحقیق در این زمینه در قالب دیگر مقالات پرداخت.

<sup>۱</sup> Kahneman

<sup>۲</sup> Tversky

<sup>۳</sup> shefrin

<sup>۴</sup> Shleifer

<sup>۵</sup> Statman

<sup>۶</sup> Shefrin,

<sup>۷</sup> De Bondt

این دو اندیشمند در مقاله ای با عنوان «آیا بازار سهام بیش واکنش نشان می دهد؟» بحث کردند که بیش واکنش سرمایه گذاران به اخبار خوب و بد سبب می گردد تا بازندگان قبلی کمتر از حد واقعی قیمت گذاری شوند و برندگان قبلی نیز بیش از حد واقعی قیمت گذاری کردند

بدین ترتیب افراد وزن بسیار زیادی را به تجربه جدید می دهند (رهنمای رودپشتی و زندیه، ۱۳۹۱: ۲۳-۲۱).

رب<sup>۱</sup> (۲۰۰۸) در مقاله خود با عنوان «پشیمان گریزی<sup>۲</sup> 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، پشتیبانی می کند.

ویلاتورو<sup>۳</sup> (۲۰۰۹) با بررسی ارتباط میان بروز رفتار توده وار<sup>۴</sup> 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.

دیویور و شنون<sup>۵</sup> (۲۰۱۰) در مقاله خود با عنوان «اثر تمایلی<sup>۶</sup> و کاهش احتیاط و هوشیاری: شواهدی از تایلند در رابطه با تصمیم گیری سرمایه گذار شخصی» دریافتند که توضیحات موجود در مورد تمایل سرمایه گذار بازار سهام در رابطه با «تکیه طولانی مدت و بیش از حد به سهام های در حال ضرر» چندان رضایت بخش نبوده چرا که آنها از هرگونه نقش پردازش اطلاعات کناره گیری می کنند.

به جای آن پیشنهاد کردند که اثر تمایلی یک نمونه خاص از کاهش احتیاط و هوشیاری است. سرمایه گذاران زمانی که تصمیماتی راجع به بازارهای رو به ضرر می گیرند توجه کمتری به اطلاعات و تجزیه تحلیل های جدید نشان می دهند و در واقع برای فروش آنها چندان عجله نمی کنند؛ و نتایج این فرضیه ها این است که (احتیاط و هوشیاری) در پی ضررها، کاهش می یابد.

لائو و سینگ<sup>۷</sup> (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 کساد 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.

مارتینز و همکارانش<sup>۸</sup> (۲۰۱۱) در مقاله ای با عنوان «پشیمانی<sup>۹</sup> ناامیدی<sup>۱۰</sup> و اثر مالکیت<sup>۱۱</sup>» به این نتیجه رسیدند که اثر مالکیت یافتن این است که حداقل قیمت فروش یک کالای خاص بیش از حدکثر قیمت خرید است.

احساسات روی اثر مالکیت تاثیر گذار است.

احساسات منفی ناامیدی و پشیمانی تاثیر مشخصی روی ارزیابی کالا دارد.

همچنین دریافتند که القاء پشیمانی اثر مالکیت کلاسیک را حذف می کند درحالی که ناامیدی اثرات معکوس دارد.

<sup>1</sup> Reb

<sup>2</sup> Regret aversion

<sup>3</sup> Villatoro

<sup>4</sup> Herding behavior

<sup>5</sup> DeWeaver, Shannon

<sup>6</sup> Disposition effect

<sup>7</sup> Lao & Singh

<sup>8</sup> Martinez et al

<sup>9</sup> regret

<sup>10</sup> disappointment

<sup>11</sup> Endowment effect

این یافته‌ها ضرورت رویکرد احساسات خاص برای درک آن اثرات روی تصمیم‌گیری را نشان می‌دهد.

### بازارهای سرمایه:

هدف از توسعه بازارهای مالی که غالب کشورهای در حال توسعه در دهه‌های اخیر آن را دنبال کرده‌اند، تحرک بخشیدن به بازارهای مالی و بهبود کارایی استفاده از منابع مالی بوده است (موسوی و نعمت پور، ۱۳۹۱). تجربه بسیاری از کشورهای صنعتی نشان می‌دهد که بازارهای سرمایه این کشورها همپای رشد و توسعه اقتصادی آنها تکامل و گسترش یافته است که این امر به نوبه خود بر روند رشد بلندمدت آنها اثرات مثبتی داشته است. در این کشورها بازارهای سرمایه در فرآیند تکامل و توسعه اقتصادی از ویژگی‌های معینی برخوردار بوده‌اند. آزادسازی و تعمیق بازارهای مالی مقوله‌ای است که اکثر کشورها اقدام به آن کرده‌اند ولی چیزی که فرق می‌کند شدت و طول دوره آزادسازی می‌باشد.

"تئوریهای کلاسیکی" نشان می‌دهند که آزادسازی مالی باعث تخصیص بهینه پس‌اندازها، افزایش تنوع ریسک سرمایه‌گذاری، رشد سریعتر و کاهش سیکل‌های تجاری می‌شود. فرآیند آزادسازی در کشورهای مختلف به سطوح اقتصادی و توسعه بنیانهای مالی، ساختار نهادها، سیستم حقوقی، مدیریت و... در آن کشورها بستگی دارد و رهنمود مشخصی برای دنبال کردن مرحله خاصی از آزادسازی وجود ندارد. اکثر نظریاتی که در مورد آزادسازی بازارهای مالی وجود دارد بیانگر این می‌باشد که این سیاست در بلندمدت موجب افزایش کارایی سرمایه و کاهش نوسانات بازار سهام می‌گردد ولی در کوتاه مدت منجر به افزایش نوسانات در این بازارها می‌شود.

از جمله این مطالعات می‌توان به مک‌کینون و شاول<sup>۱</sup> (۱۹۷۳)، ادواردز<sup>۲</sup> (۲۰۰۱)، کینگ و لوین<sup>۳</sup> (۱۹۹۴)، استرلی<sup>۴</sup> (۱۹۹۸)، (۱۹۹۸)، استرلی، لوین و پریچت<sup>۵</sup> (۱۹۹۸)، کیم و سینگال<sup>۶</sup> (۱۹۹۶)، تیسر و وارنر<sup>۷</sup> (۱۹۹۸)، استولز<sup>۸</sup> (۱۹۹۹)، بکارت و هاروی<sup>۹</sup> (۲۰۰۰)، کامینسکی<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۲)، شمیلا<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۲)، هیرو و آیتو<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۵)، اینوبی و همکاران<sup>۱۳</sup> (۲۰۰۹) اشاره کرد.

### بازارهای نوظهور

بانکهای مرکزی انگیزه‌های متعددی در توسعه بازار اوراق قرضه دارند. در سطح بنیادی، بازارهای اوراق قرضه، دولت را در تامین کسری بودجه به صورت غیر تورمی کمک می‌کنند و بنابراین اثر بخشی سیاستهای پولی را افزایش می‌دهند. علاوه بر این، اغلب بانکهای مرکزی از بازارهای اوراق قرضه دولت برای هدایت سیاستهای پولی استفاده کرده و در ابعاد مختلف مدیریت بدهیهای دولتی به عنوان نماینده دولت عمل می‌کنند. بر سیستمهای تهاتر و تسویه نظارت می‌کنند و مسئول ثبات سیستم مالی هستند و اغلب نیز به طور مستقیم بر بانکها نظارت می‌کنند.

<sup>1</sup> McKinnon

<sup>2</sup> Edwards

<sup>3</sup> King & Levine

<sup>4</sup> Easterly

<sup>5</sup> Easterly, Levine & Pritchett

<sup>6</sup> Kim & Singal

<sup>7</sup> Tesar & Warner

<sup>8</sup> Tesar & Warner

<sup>9</sup> Bekaert & Harvey

<sup>10</sup> Kaminsky

<sup>11</sup> Shamila

<sup>12</sup> Hiro and Ito

<sup>13</sup> Enowbi Batuo, Michael and Kupukile, Mlambo

تنوع زیاد بدین معناست که مسائل سیاستگذاری ایجاد شده بسیار مختلف هستند. بسیاری از این مسائل را گروههای کوچکی از بانکهای مرکزی در بانک تسویه ی حسابهای بین المللی در نشست دو روزه در دسامبر سال ۲۰۰۱ مد نظر قرار دادند. در طول سالهای گذشته، "بازارهای نوظهور اوراق قرضه" افزایش چشمگیری داشته است. با در نظر گرفتن بازارهای نوظهور به صورت گروهی، اوراق قرضه منتشر شده در سال ۱۹۹۴ تنها ۲۴ درصد بود (جدول ۱). در طول این دوره، سهم بدهیهای کوتاه مدت در منطقه آمریکای لاتین کاهش چشمگیری داشت.

جدول ۱: رشد اخیر در بازارهای اوراق بهادار Mihaljek, Scatigna and Villa

منتشر شده <sup>۱</sup>	بدهی کوتاه مدت به صورت درصدی از کل بدهی		اوراق بهادار داخلی		اوراق بهادار بین المللی	
	۱۹۹۴	۲۰۰۰	۱۹۹۵	۲۰۰۰	۱۹۹۵	۲۰۰۰
آسیا	۲۶	۳۹	۱۹	۲۲	۵	۶
آمریکای لاتین	۲۲	۳۷	۵۳	۳۷	۱۲	۷
اروپای مرکزی	۲۴	۲۴	۱۵	۱۵	...	...
جمع کل	۲۴	۳۶	۲۹	۲۵	۹	۶

#### بازار سرمایه:

به طور کلی، بازار هر کشور از دو بخش حقیقی و مالی تشکیل می شود که اولی در برگیرنده ی جریان کالا و خدمات و نیروی انسانی و دیگری شامل جریانهای مرتبط با وجوه، اعتبارات و سرمایه است. در بخش مالی شاهد بازارهای مالی هستیم که به دو بخش بازار پولی و بازار سرمایه تقسیم می گردد. در بازار سرمایه، اوراق بهادار با سررسید بیشتر از یک سال به فروش می رسد. با در نظر گرفتن این واقعیت که پس انداز و سرمایه گذاری برای رشد اقتصادی حیاتی هستند، بازار سرمایه پلی است که پس انداز اشخاص را به شرکت ها و بنگاه های اقتصادی که برای سرمایه گذاری بدان نیازمندند، انتقال می دهد. بنابراین، بازار سرمایه سرمایه گذاران را با سرمایه پذیران ارتباط می دهد. از طرف دیگر ساز و کارهای تعبیه شده در این بازار از طریق رشد حجم پس انداز و سرمایه گذاری، رشد اقتصادی را تسریع می کند. استفاده از بازار سرمایه برای تامین مالی مخارج دولت نیز از جمله قدیمی ترین و متداولترین شکل مبادلات مالی است. اتکای دولت ها به بازار سرمایه در اغلب اقتصادهای مدرن نه تنها از این جهت مهم است که دولت ها غالباً اوراق بدهی منتشر می کنند تا بخش عمده ی هزینه های خود را تامین مالی نمایند، بلکه استقراض دولت غالباً حجم عظیمی از کل وجوه عرضه شده در بازار توسط وام دهندگان را جذب می کند (ندوشن و شوازی، ۱۳۹۳).

#### نهادهای بازار سرمایه در ایران عبارتند از:

الف) نهادهای خودتنظیم گر:

بورس های اوراق بهادار، بورس کالا، موسسات سپرده گذاری و نگهداری اوراق بهادار؛

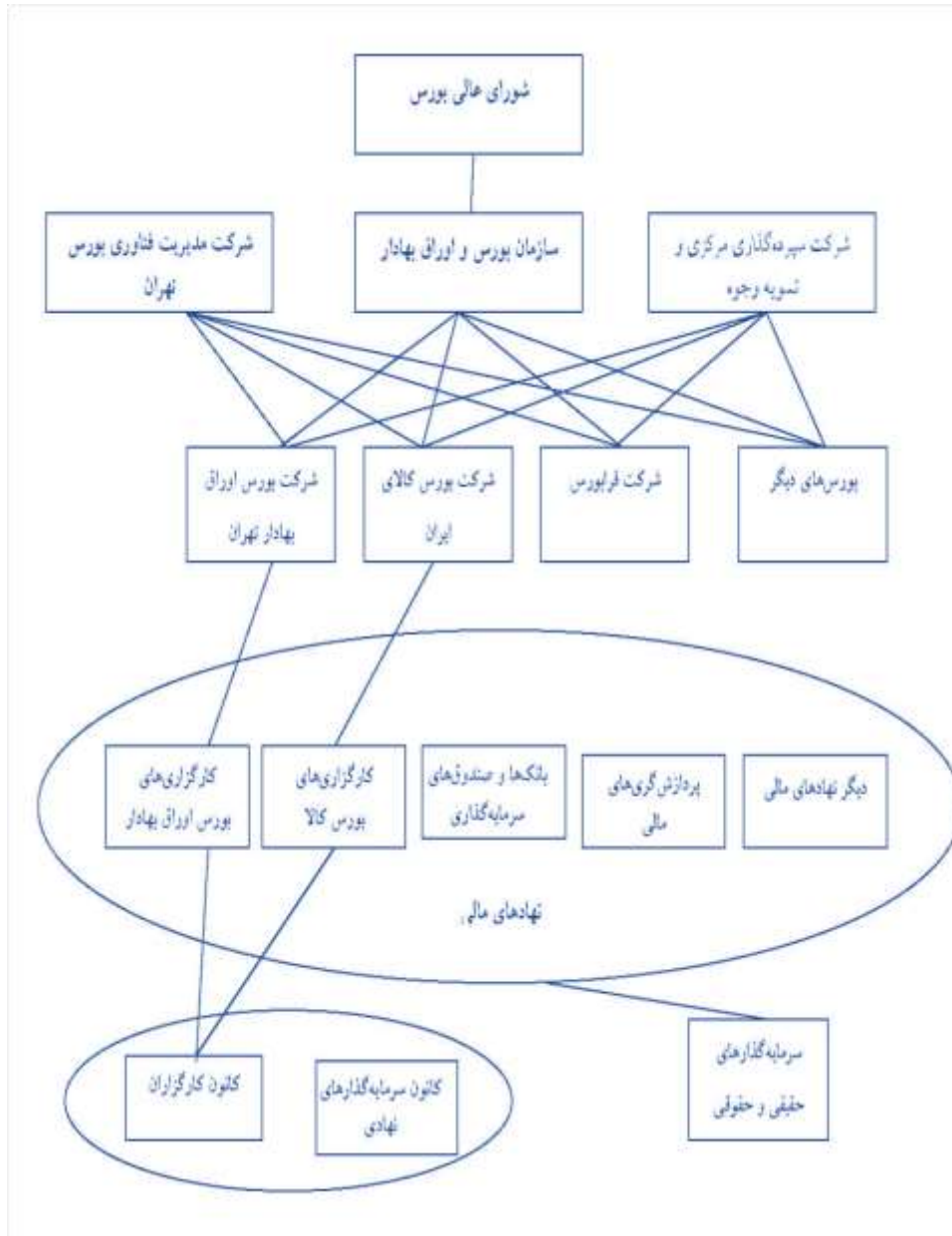
ب) واسطه های بازار:

<sup>۱</sup> اوراق قرضه داخلی و بین المللی به صورت درصدی از تولید ناخالص داخلی

شرکت های تامین سرمایه (بانک های سرمایه گذاری)، کارگزاران، معامله گران، مشاوران سرمایه گذاری، بازارگردانان و شرکت های سرمایه گذاری؛

ج) سایر فعالان بازار سرمایه:

موسسات رتبه بندی خطر و اعتبار، پردازشگران حرفه ای اطلاعات یا فروشندگان حرفه ای اطلاعات در شکل ۲ به طور کامل نهادهای بازار سرمایه ایران و روابط بین آن ها نمایش داده شده است.



شکل ۱: ساختار بازار سرمایه ایران (ماخذ: مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران، ۱۳۹۲)

### پیشینه نظری پژوهش

علی اکبر جعفری ندوشن و علی رضا رعیتی شوازی در سال ۱۳۹۳ پژوهشی با عنوان «بررسی نقش بازار سرمایه در امنیت خانواده» ارائه داده اند. در این پژوهش ابتدا با استفاده از روش توصیفی و اکتشافی با ابزار مصاحبه با خبرگان و پیمایش متون به بررسی و تجزیه زوایای مختلف تاثیر بازار سرمایه بر امنیت خانواده پرداخته شده است. سپس ضمن استنباط شاخصه های



تأثیر پذیری (با یاری گرفتن از تکنیک مدل سازی ساختاری تفسیری) به طور دقیق ارتباط و توالی ابعاد و مولفه های بازار سرمایه در امنیت خانواده با تأکید بر تغییر روش های مدیریت ریسک، بدست آمده و به صورت یکپارچه ارائه شده است. سید عبدالله رضوی، مصطفی سلیمی فر، سید مهدی مصطفوی و مرتضی بکی حسکوئی در سال ۱۳۹۴ در مقاله ای با عنوان «بررسی تأثیر بازارهای مالی بر رفتار قیمت نفت خام سنگین ایران در کوتاه مدت» به بررسی انحراف قیمت نفت خام از مسیر بلند مدت آن با توجه به روابط بین بازار های مذکور در کوتاه مدت پرداخته است. بدین منظور از مدل جهش قیمت فیشر و نظریه ی فرانکل با استفاده از داده های سری زمانی روزانه ی سال های ۱۳-۲۰۰۵ در مورد نفت خام سنگین ایران در مناطق مختلف (بازارهای مختلف) از روش تکنیک گارچ چند متغیره آزمون می گردد. نتایج نشان داد که استراتژی قیمت گذاری در استفاده از نفت خام اورال در تعیین قیمت نفت خام سنگین ایران در بازارهای مدیترانه و شمال غرب اروپا سیگنال نادرست می باشد.

راضیه سیف الهی، حمیدرضا کردلوئی، نادر دشتی در سال ۱۳۹۴ در تحقیقی با عنوان «بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی» به بررسی تأثیر عوامل رفتاری دوری از تاسف و پشیمانی، اثر تمایلی، حسابداری ذهنی، بیش اطمینانی، شهود نمایندگی، رفتار توده وار و محافظه کاری و اثر مالکیت بر روی سرمایه گذاری دارایی های مالی و در نهایت بررسی مقایسه ای این عوامل پرداختند. به این منظور تعداد ۳۸۵ نفر از سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه به طور تصادفی انتخاب و داده های مورد نیاز با استفاده از پرسشنامه جمع آوری شدند. اطلاعات حاصله و فرضیه ها مورد آزمون آماری قرار گرفتند. نتایج حاصل از بررسی ها نشان داد که تمام عوامل به غیر از عامل «بیش اطمینانی» روی سرمایه گذاری تأثیر گذار هستند و میزان این تأثیر برای هر یک متفاوت می باشد و رتبه بندی این عوامل از نظر میزان تأثیر گذاری عبارتند از:

- ۱- سود و زیان نسبی
- ۲- اثر تمایلی
- ۳- محافظه کاری
- ۴- رفتار توده وار
- ۵- شهود نمایندگی
- ۶- اثر مالکیت
- ۷- پشیمان گریزی

عبدالله خانی، حمیده افشاری، میر هادی حسینی کندلجی در سال ۱۳۹۲ پژوهشی با عنوان «بررسی تصمیمات تامین مالی، زمانبندی بازار و سرمایه گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران» ارائه داده اند؛ که نشان می دهد در ادبیات مالی، دو نظریه زمانبندی بازار و سرمایه گذاری واقعی در ارتباط با رابطه ی بین تامین مالی برون سازمانی با بازده غیر عادی سهام وجود دارد. هر دو نظریه رابطه ی منفی بین تامین مالی برون سازمانی و بازده سهام را پیش بینی می نمایند؛ اما نظریه اول براساس رفتار مدیر برای بهره گیری از قیمت گذاری اشتباه سهام و نظریه دوم براساس پاسخ کارآمد قیمت های بازار به تغییر در ریسک است.

با استفاده از اطلاعات مالی ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۹ و با استفاده از مدل CAPM و فاما و فرنچ (۱۹۹۳) و تجزیه و تحلیل رگرسیون ترکیبی، نظریه ها آزمون شده است.

نتایج بیانگر رابطه مثبت تامین مالی برون سازمانی، در دو حالت ترکیبی و خالص، با بازده غیر عادی سهام در مدل CAPM و رابطه منفی تامین مالی برون سازمانی در دو حالت مذکور با بازده غیر عادی سهام در مدل فاما و فرنچ بوده است. همچنین رابطه میان خالص تامین مالی و ترکیب تامین مالی به صورت همزمان، با بازده غیر عادی سهام معنادار بوده است.

کاملیا اپرینا و کریستینا تاناسسکو<sup>۱</sup> در سال ۲۰۱۴ پژوهشی با عنوان «تاثیر رفتارهای مالی بر بازارهای سرمایه در حال ظهور» ارائه داده اند. در این تحقیق به بررسی عوامل توصیف کننده ارزیابی حجم معاملات در بازارهای در حال ظهور رومانی و برزیل پرداخته شد.

دوره ی زمانی تجزیه و تحلیل مدت چهار سال ژوئن ۲۰۰۹ تا ژوئن ۲۰۱۳ بوده است. شاخص BET برای رومانی و IBOVESPA برای برزیل در نظر گرفته شده است. نتایج نشان داد تجارت، رفتارهای غیر منطقی سرمایه گذاران را تحت تاثیر قرار می دهد و فرضیه ی عقلانیت برای هر دو بازار مورد تایید قرار نگرفت.

زمری احمد و جاسمن توین<sup>۲</sup> در سال ۲۰۱۶ در پژوهشی با عنوان دیدگاه مالی رفتاری در کارایی بازار سهام مالزی، داده های بازار سهام مالزی در دوره ی زمانی ۱۹۷۷ تا ۲۰۱۴ را همراه با مراحل مختلف توسعه ی اقتصادی و وضعیت بازار مورد بررسی قرار دادند.

آزمون های بهره وری نشان داد روند تطبیقی ضعیفی در بازار و در مراحل مختلف اقتصادی وجود دارد و در مجموع شواهد محدودیت منطقی رفتار سرمایه گذار، رفتار قیمتی سهام پویا و محدودیت تطبیقی بازار را حمایت می کند.

شولین لانا و رای ژونب<sup>۳</sup> در سال ۲۰۱۶ پژوهشی با عنوان ارزیابی مدلی برای گزارش مالی کاربرد زنجیره تامین "ANP-DEMATEL" ارائه داده اند.

طبق این پژوهش، کیفیت گزارشگری شرکت های بزرگ نه تنها با فرایند حسابرسی داخلی مرتبط است بلکه با عوامل خارجی نیز مرتبط می باشد.

بنابراین برای محققان تغییر تکنیک های مالی داخلی به خارجی و همچنین ارائه ی مفهوم گزارشگری مالی زنجیره تامین ضروری است.

نتایج این پژوهش نشان داد که فرایند حسابرسی بزرگترین نقش را در روند بهینه سازی گزارشگری زنجیره تامین دارد، در حالیکه پایه ای برای اثربخشی سیستم گزارشگری مالی زنجیره ی تامین می باشد.

## نتیجه گیری

در این مقاله به بررسی تاثیر رفتارهای مالی بر بازارهای سرمایه نوظهور پرداخته شد. تعمیق بازار اوراق بهادار، باعث افزایش بازدهی بازار سهام و کاهش هزینه کلی سرمایه ی سهام می شود؛ بنابراین می توان نتیجه گفت که رفتارهای مالی می تواند بر بازارهای سرمایه نوظهور تاثیر داشته باشد. آموزش مدیران مالی برای ارتقای سطح دانش مالی و افزایش عملکرد مالی موسسات می تواند زمینه ساز اثربخشی سیستم مالی هر موسسه قرار گیرد.

اگر استانداردهای ملی و حسابداری از طرف بورس و شرکتهای مالی صورت گیرد، می توانیم به پیشروی به سوی ادغام با بازارهای سرمایه پیش رویم.

خطاهایی که می تواند بر رفتار سرمایه گذاران تاثیر داشته باشد مورد بررسی قرار گیرد. ارتباط بین فرهنگ و شخصیت بررسی شود، زیرا فرهنگ می تواند تاثیر شدیدی بر روی شخصیت و رفتار فرد داشته باشد.

<sup>1</sup> Camelia Opreana & Cristina Tanasescu

<sup>2</sup> Jasman Tuyon & Zamri Ahmad

<sup>3</sup> Shulin Lana and Ray Y. Zhongb

منابع

۱. برجی دولت آبادی، ابراهیم (۱۳۸۷)، رفتار مالی، پارادایم حاکم بر بازارهای مالی، ماهنامه علمی آموزشی تدبیر، شماره ۱۹۱
۲. جعفری ندوشن، علی اکبر و رعیتی شوازی، علی رضا (۱۳۹۳)، بررسی نقش بازار سرمایه در امنیت خانواده، پژوهش های راهبردی امنیت و نظم اجتماعی، سال سوم، شماره ۱ پایانی، ۸، ۱۳۱-۱۱۵
۳. جلیلی، محمد و احمدی، موسی و فیروزی، اکبر (۱۳۹۱)، مطالعه رفتار مالی شخصی دانشجویان کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد ابهر (ورودی مهر ۱۳۹۰)، فصلنامه ی مطالعات کمی در مدیریت، سال چهارم، شماره ۱ دوم، ۱۹۷-۱۸۷
۴. خانی، عبدالله و افشاری، حمیده و حسینی کندلجی، میرهادی (۱۳۹۲)، بررسی تصمیمات تامین مالی، زمانبندی بازار و سرمایه گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی -پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، سال اول، شماره ۱ اول، ۱۲۲-۱۰۹
۵. رضوی، سید عبدالله و سلیمی فر، مصطفی و مصطفوی، سیدمهدی و یکی حسکوئی، مرتضی (۱۳۹۳)، بررسی تاثیر بازارهای مالی بر رفتار قیمت نفت خام سنگین ایران در کوتاه مدت، فصلنامه ی اقتصاد مقداری (بررسی اقتصادی سابق)، دوره ۱۱، شماره ۲، ۱۴۳-۱۱۵
۶. رهنمای رودپشتی، فریدون و زندیه، وحید (۱۳۹۱)، مالی رفتاری و مالی عصبی (پارادایم نوین مالی) از تئوری تا عمل، چاپ اول، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی سازمان چاپ و انتشارات
۷. زنجیردار، مجید و سجاد ابراهیمی راد (۱۳۸۸)، رابطه بین شیوه های تامین مالی (منابع خارجی) و بازده سهام، مجله مطالعات مالی، ش ۲، ص ۱۷۲-۱۵۷
۸. سیف الهی، راضیه و کردلوئی، حمیدرضا و دشتی، نادر (۱۳۹۴)، بررسی مقایسه ای عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی های مالی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال چهارم، شماره ۱۵
۹. موسوی، میرحسین و نعمت پور، معصومه (۱۳۹۱)، تاثیر تعمیق بازارهای مالی بر رفتار بازار بورس اوراق بهادار ایران، فصلنامه مدل سازی اقتصادی، سال پنجم، شماره ۴، ۳۹-۲۱
۱۰. نیکومرام، هاشم و پورزمانی، زهرا و دهقان، عبدالمجید (۱۳۹۳)، بررسی سرایت تلاطم بازارهای موازی بازار سرمایه بر صنایع بورسی (صادرات و واردات محور)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار سال هشتم، شماره بیست و پنجم

11. Camelia Opreana, Cristina Tanasescua, (2014), Effects of Behavioural Finance on Emerging Capital Markets, *Procedia Economics and Finance* 15 (2014) 1710 – 1716
12. De Bondt, W., and Thaler, R., (1985). “Does the Stock Market Overreact?” *Journal of Finance* 40: 3, Pp: 793-808.
13. DeWeaver, M.A., Shannon, R., (2010), “Waning vigilance and the disposition effect: Evidence from Thailand on individual investor decision making”, *The Journal of Socio-Economics*, Volume 39, Issue 1, Pages 18-23.
14. Enowbi Batuo, Michael and Kupukile, Mlambo. (2009). How can Economic and Political Liberalization Improve Financial Development in African Countries? <http://mpr.ub.uni-muenchen.de/20651/>.
15. Hiro, I. (2005). Financial Development and Financial Liberalization in Asia: Thresholds, Institution and the Sequence of Liberalization.
16. Jasman Tuyon & Zamri Ahmad (2016), Behavioural finance perspectives on Malaysian stock market efficiency, *Borsa, Istanbul Review* 16-1 (2016) 43-61
17. Lao P., Singh H., (2011), “Herding behavior in the Chinese and Indian stock markets”, *Journal of Asian Economics*, Volume 22, Issue 6, Pages 495-506.

18. Martinez L.F., Zeelenberg M., Rijsman J.B., (2011), "Regret, disappointment and the endowment effect", *Journal of Economic Psychology*, Volume 32, Issue 6, Pages 962-968.
19. McKinnon, R. I. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution
20. Reb, J., (2008), "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.
21. Shamila, Jayasuriy (2002). *Revisiting stuck market liberalization and stuck return: some new evidence from emerging market economies*.
22. Shaw, E (1973), *Financial Deepening in Economic Development*. New York:Oxford University Press
23. Shefrin, H., (2007), "Behavioral Corporate Finance: Decision that Create Value", McGraw Hill Press.
24. Shleifer, A., (2000), "Inefficient Market: An Introduction to Behavioral Finance". New York: Oxford University Press
25. Shefrin, H. J. and Statman, M., (1984), "The Disposition to Sell Winners too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence", *The Journal of Finance*, no. 40, Pp: 777-790.
26. Shulin Lana and Ray Y. Zhongb (2016), An Evaluation Model for Financial Reporting Supply Chain Using DEMATEL-ANP, *Procedia CIRP* 56 (2016) 516 – 519
27. Statman, M., (1999), "Behavioral Finance: Past Battles and Future Engagements". *Financial Analysts Journal*, November/December, Pp: 18-27.
28. Villatoro, F., (2009), "The delegated Portfolio Management Problem: Reputation and Herding", Elsevier B.V., *Journal of Banking & Finance*.

# Investigating the effect of financial behavior on emerging capital markets

Orang Malakouti<sup>1</sup>, Shahram HashemNia<sup>2</sup>

1. *M.A student of Executive Management, Payam Noor University of Karaj*
2. *Assistant Professor, Department of Management, Payam Noor University, Tehran, Iran*

---

## Abstract

It has been criticized since the 1980s by designing behavioral finance literature, assuming that investors are reasonable and believes in the efficiency of stock markets. The behavioral finance literature states that investors are influenced by behavioral orientations and affect their financial decisions at the time of the purchase and sale of shares as well as their decision making. The main objective of this research is to investigate the effect of financial behavior on emerging capital markets. This article is a "scientific advancement" and is used to collect information from library methods such as referring to books, journals, journals, the Internet, various sites, and so on. After analyzing and reviewing the findings of the research, the results showed that financial behaviors have a positive impact on emerging markets. Therefore, financial managers must strive to improve the financial knowledge of employees in organizations as well as capital markets.

**Keywords:** Financial behaviors, emerging markets, capital markets

---