

زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایل سرمایه‌گذاران خرد در بازار سرمایه ایران

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۰/۱۹

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۱۱/۲۱

کد مقاله: ۵۵۰۰۹

سیده طیبه سجادی نژاد^{۱*}، محسن حمیدیان^۲

چکیده

امروزه توجه به رفتارها و دیدگاه سهامداران مورد توجه پژوهشگران و سیاست‌گذاران قرار گرفته است و در نتیجه، شناسایی الگوهای رفتاری و تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران به عنوان یک عنصر مهم در بورس اوراق بهادار دارای اهمیت می‌باشد. از این رو پژوهش حاضر به ارزیابی رابطه بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایل سرمایه‌گذاران خرد در بازار سرمایه‌ی ایران پرداخت. شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۹ به عنوان جامعه‌ی آماری در نظر گرفته شده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذفی در نهایت، تعداد ۱۱۲ شرکت از این میان به عنوان نمونه‌ی آماری برگزیده شدند. برای بررسی فرضیه‌های این مطالعه از روش رگرسیون و نرم‌افزار ایویوز استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان داد که اگر سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با بازدهی پایین‌تر وارد بازار سهام شوند، اثر تمایلی بیشتری نشان می‌دهند. هم‌چنین مشخص شد که اگر سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با تمایل سرمایه‌گذاران پایین‌تر وارد بازار سهام شوند، اثر تمایلی بیشتری نشان می‌دهند. در نهایت، سایر نتایج نشان دادند که اگر سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با نوسانات بالاتر وارد بازار سهام شوند، اثر تمایلی بیشتری نشان می‌دهند.

واژگان کلیدی: مالی رفتاری، سوگیری، رفتار جمعی، سرمایه‌گذاران خرد، اثر تمایلی.

۱- دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
tsajadi20@gmail.com

۲- گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران جنوب، تهران، ایران.

سرمایه‌گذاران در معرض انواع مختلفی از سوگیری‌های رفتاری هستند که آنها را به خطاهای شناختی و تصمیم‌گیری‌های ضعیف سوق می‌دهد (به عنوان مثال، گرتز، ۱۹۸۰؛ جوزف و همکاران، ۱۹۹۲). اثر تمایلی، که تمایل سرمایه‌گذاران به فروش سریع‌تر دارایی‌های سودده و نگهداری طولانی‌تر دارایی‌های زیان‌ده تعریف می‌شود، یکی از مستندترین سوگیری‌های سرمایه‌گذاران در ادبیات مالی رفتاری است (شفرین و استاتمن، ۱۹۸۵). مطالعات قبلی، پیامدهای اقتصادی اثر تمایلی بر سرمایه‌گذاران و بازار مالی را بررسی کرده‌اند. وجود اثر تمایلی، سود سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد و بر انباشت وجوه آنها تأثیر می‌گذارد (کووال و شاموی، ۲۰۰۵؛ اودین، ۱۹۹۸). علاوه بر این، ممکن است واکنش قیمت سهام نسبت به باینیه‌های اطلاعاتی جدید را کمتر کند و باعث انحراف قیمت سهام از ارزش بنیادی آن شود که منجر به قیمت‌گذاری غیر نرمال نادرست می‌شود (فرازینی، ۲۰۰۶). درک بهتر اثر تمایلی می‌تواند به کاهش ضررهای ناشی از سوگیری شناختی کمک کند. بسیاری از تبیین‌ها تأثیر گرایش مبتنی بر نظریه چشم‌انداز (کاهنمن و تورسکی، ۱۹۷۳)، حسابداری ذهنی (تالر، ۱۹۸۵) و پشیمانی بیزاری (شفرین و استیتمن، ۱۹۸۵) است. علاوه بر این، نتایج تجربی نشان می‌دهد که اثر تمایل توسط ویژگی‌های جمعیت‌شناختی مختلف سرمایه‌گذاران، مانند جنسیت، سن، سابقه تحصیلی و تجربه تجاری آنها هدایت می‌شود (به عنوان مثال، تالپسپ، ۲۰۱۳ و تالپسپ و موآل، ۲۰۱۸). همچنین می‌تواند تحت تأثیر عوامل خارجی، از جمله فرهنگ، تعاملات اجتماعی و بازارهای مختلف قرار گیرد (لی و همکاران، ۲۰۱۳؛ هایمر، ۲۰۱۶؛ بریت مایر و همکاران، ۲۰۱۹). با این حال، هیچ توضیح منسجمی یافت نشد، زیرا نتایج در انواع مختلف سرمایه‌گذار، شرایط بازار و کشورها غیرقطعی است (به عنوان مثال، داکوستا جونیور و همکاران، ۲۰۰۸؛ راو، ۲۰۱۴). با عنایت به مطالب پیش گفته، در بازارها ناهنجاری‌های رفتاری وجود دارد که تصمیمات سرمایه‌گذاران را غیرعادی جلوه می‌دهد و بازار را از قاعده مندی خارج می‌کند. یکی از این بی‌نظمی‌های بازار نشأت گرفته از عوامل روانی و روانشناختی سرمایه‌گذاران است که بازار را از حالت کارا خارج می‌کند. لذا انجام تحقیقات وسیع با مبانی علمی دقیق در جهت شناخت چنین سوگیری‌های رفتاری و روشن نمودن ابعاد مختلف فعالیت‌های بازار ضروری است تا مبنای قوی تری را برای قضاوت فراهم آورد و زمینه کنترل بازار را توسط قانون‌گذاران و تنظیم‌کنندگان مقررات بازار ایجاد نماید. انجام پژوهش‌های علمی از جمله این پژوهش ابعاد فعالیت‌های بازار سرمایه را روشن تر می‌نماید. هدف این پژوهش بررسی زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایل سرمایه‌گذاران خرد در بازار سرمایه‌ی ایران است.

۲- مبانی نظری

رفتار جمعی که یکی از تورش‌های رفتاری است، زمانی رخ می‌دهد که سرمایه‌گذاران بدون توجه به اطلاعات و عقاید خود از رفتار دیگر سرمایه‌گذاران پیروی کنند (ونزیا و همکاران، ۲۰۱۳)؛ اهمیت بررسی رفتار جمعی از آنجا نشأت می‌گیرد که اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مشابه از سوی فعالان بازار در یک بازه زمانی مشخص موجب می‌شود قیمت‌های سهام و دارایی‌ها از ساختار الگوهای قیمت‌گذاری مبتنی بر پارامترهای بنیادین انحراف آشکاری پیدا کند. بر اساس این، تأثیر انکارنشده پدیده رفتار جمعی در بازارهای سرمایه و نقش آن در ایجاد و شدت‌یافتن بحران‌ها و نوسان‌های شدید قیمتی در بازارهای مالی، بر ضرورت بررسی این پدیده با استفاده از رویکردهای متفاوت تأکید می‌کند. با توجه به بروز رفتارهای متفاوت سرمایه‌گذاران، با تفکیک آنها به گروه‌های مختلف به تحلیل سودمندتری از رفتار آنها می‌توان دست یافت (دولو و همکاران، ۱۳۹۶). تمایل سرمایه‌گذاران به رنج بردن از سوگیری‌های رفتاری، مانند اعتماد بیش از حد (زانگ و همکاران، ۲۰۱۹) و اثرات قمار (مندس و آبرو، ۲۰۱۸) را مستند می‌کند. این خطاهای شناختی ممکن است منجر به تصمیمات غیرمنطقی و ضعیف شود و تأثیر منفی بیشتری بر بازارهای مالی داشته باشد (باربریس و شیونگ، ۲۰۰۹؛ چن و همکاران، ۲۰۲۱).

اثر تمایلی غیرقابل انکار است و به عنوان یک سوگیری تصمیم‌گیری معمولی در بین سرمایه‌گذاران در بازار مالی در نظر گرفته می‌شود (لی و همکاران، ۲۰۲۱). این نوعی سوگیری شناختی سرمایه‌گذاران است که از دانش و تجربه قبلی آنها شکل می‌گیرد. مطالعات قبلی ارتباط بین تصمیمات مالی سرمایه‌گذاران و تجربیات اولیه زندگی آنها را بر اساس تئوری مستندسازی کرده‌اند. به طور خاص، تحقیقات در روانشناسی شواهدی را ارائه می‌دهد که شخصیت و ترجیحات یک فرد را می‌توان با تجربیات قبلی شکل داد (بتزر و همکاران، ۲۰۲۱)، و می‌تواند برداشت‌های اولیه تمایل دارند اطلاعات دریافت شده را تحت الشعاع قرار دهند (هوگارت و آینهورن، ۱۹۹۲). با توجه به تأثیر تجربه و برداشت قبلی افراد بر آنها قضاوت و تصمیم‌گیری اجتماعی، هیرشلیفر و همکاران (۲۰۲۱) استدلال می‌کنند که پیش‌بینی‌های تحلیلگران مالی از یک شرکت نسبت به برداشت‌های قبلی خود قابل درک است. بتزر و همکاران (۲۰۲۱) ارائه می‌کنند مدیران صندوقی که تجربیات منفی در مراحل اولیه خود دارند را تشویق می‌کند در دهه‌های اخیر برخی تحقیقات به بررسی عوامل تعیین‌کننده اثر تمایل، که یکی از برجسته‌ترین و قوی‌ترین سوگیری‌های تجاری سرمایه‌گذاران خرد در نظر گرفته می‌شود، اختصاص یافته است. مطالعات به این نتیجه رسیدند که هم ویژگی‌های فردی و هم عوامل محیطی خارجی بر روی تأثیر سرمایه‌گذاران خرد تأثیر دارند. به عنوان مثال، اثر تمایل در میان سرمایه‌گذاران زن رایج تر است، زیرا آنها نسبت به سرمایه‌گذاران مرد ریسک‌گریزتر هستند و مردان تمایل بیشتری به تصمیم‌گیری خود دارند (فنگ و سیشلو، ۲۰۰۵؛ فرینو و همکاران، ۲۰۱۵؛ راو، ۲۰۱۴). سرمایه‌گذاران جوان تر نسبت به سرمایه‌گذاران مسن اثر تمایل کمتری نشان

می‌دهند (ریچاردز، راترفورد، کودوانی، و فنتون-اوکریوی، ۲۰۱۷؛ تالپسپ، ۲۰۱۱). علاوه بر این، سرمایه‌گذاران با درآمد بالاتر، پیشینه تحصیلی بهتر، تجربه تجاری بیشتر و مشاغل مرتبط با امور مالی تأثیر ضعیف‌تری دارند (آگی و اسپپ، ۲۰۱۹). با توجه به عوامل محیطی بیرونی، هایمر (۲۰۱۶) دریافت که سرمایه‌گذارانی که ارتباطات اجتماعی بیشتری دارند، بیشتر مستعد تأثیر تمایل هستند. لی و همکاران (۲۰۲۱) دریافتند که آلودگی هوا به طور قابل توجهی اثر تمایل سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران تحت شرایط مختلف بازار سطوح مختلفی از تأثیر را نشان می‌دهند (موهل و تالپسپ، ۲۰۱۹).

بنابراین مقاله‌ی حاضر در پی رابطه بین رفتار تمایلی سرمایه‌گذاران خرد در هنگام ورود به بازارهای سهام است.

در این راستا به نتایج برخی از مهم‌ترین مطالعات صورت گرفته اشاره می‌شود:

مقاله ژانگ (۲۰۲۲) اثرات بلندمدت و پایدار اولین برداشت سرمایه‌گذاران از مشارکت در بازار سهام و اثر تمایلی را بررسی نمود. در این مطالعه با استفاده از یک مجموعه داده منحصر به فرد از سوابق تراکنش‌های حساب‌های مشتریان یک شرکت کارگزاری بزرگ در چین، شواهد قوی مبنی بر وجود اثر تمایلی سرمایه‌گذاران خرد چینی یافت گردید. نتایج تجربی نشان داد که اگر سرمایه‌گذاران در ابتدای ورود به بازار سهام با دوره‌هایی با بازده بازار کمتر، احساسات سرمایه‌گذار کمتر، نوسانات بازار بیشتر، یا عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالاتر مواجه شوند، اثر تمایلی قوی‌تری از خود نشان می‌دهند.

ژانگ و ژنگ (۲۰۱۶) با استفاده از روش LSV که روش کلاسیک آزمون رفتار جمعی است، پدیده مذکور را میان سرمایه‌گذاران نهادی بازار سرمایه چین بررسی کردند. شواهد حاصل از این پژوهش نشان داد که رفتار جمعی در خور توجهی در بورس اوراق بهادار چین ملاحظه می‌شود.

زیا و هاشمی (۲۰۱۶) به بررسی تأثیر اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران بر اثر تمایلی در بورس اوراق بهادار کراچی پاکستان بر اساس ساختار داده‌های پانل پرداخت. در این پژوهش برای اندازه‌گیری اثر تمایلی از میانگین دوره نگهداری استفاده کرده است. نتایج تحقیقات آنها نشان داد که بازده سهام و عدم نقدشوندگی با میانگین دوره نگهداری به ترتیب رابطه منفی و مثبت دارد که نشان دهنده وجود اثر تمایلی در بازار سرمایه پاکستان می‌باشد همچنین نتایج پژوهش آنها نشان داد که اعتماد بیش از حد سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم بر اثر تمایلی سرمایه‌گذاران دارد. هولگر (۲۰۱۵) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی تأثیر اثر تمایلی بر تصمیم‌گیری تیم‌های سرمایه‌گذاری" به بررسی و مقایسه تأثیر گذاری اثر تمایلی بر تصمیم‌گیری تیم‌های سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری‌های انفرادی می‌پردازد. او به این نتیجه می‌رسد که تیم‌های سرمایه‌گذاری بیشتر تحت تأثیر اثر تمایلی می‌باشند و دیرتر به تشخیص فروش سهام‌های زیان‌ده اقدام می‌کنند.

الکس و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی ارتباط اثر تمایلی و خصوصیات سرمایه‌گذار در استرالیا" به بررسی تأثیر گذاری اثر تمایلی بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران حقیقی با پس‌زمینه‌های قومیتی در استرالیا می‌پردازد. آنها به این نتیجه می‌رسند که در قومیت چینی علی‌الخصوص در زنان مسن‌تر بیشتر اثر تمایلی دیده می‌شود.

ژنگ و همکاران (۲۰۱۵) با استفاده از معیار LSV تأثیر رفتار جمعی سرمایه‌گذاران نهادی را در بازده اضافی آینده سهام در بازار سهام چین بررسی کردند. مبنای آزمون آنها اطلاعات فصلی معاملات سرمایه‌گذاران نهادی در دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۲ بود. نتایج مطالعه آنها نشان داد بازده اضافی کوتاه‌مدت و بلندمدت سهام، همبستگی مثبتی با رفتار جمعی سرمایه‌گذاران نهادی دارد.

کیم و پارک (۲۰۱۵) ارتباط بین تمایلات سرمایه‌گذار فردی و بازده سهام را در بازار سهام کره بررسی کردند؛ آنها از معیار عدم توازن خرید و فروش سرمایه‌گذاران فردی به‌منزله معیاری برای تمایلات سرمایه‌گذار استفاده کردند و رابطه پویایی را بین تمایلات سرمایه‌گذار فردی و بازده سهام در الگوی چهارعاملی قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای در بازار بورس اوراق بهادار کره نشان دادند. آنها دریافتند که تمایلات سرمایه‌گذار فردی هیچ قدرت توضیحی جالب‌توجهی برای بازده سهام مقطعی ندارد؛ با این حال، معاملات سرمایه‌گذاران فردی می‌تواند قیمت‌های سهام را در سهام‌های خاص با رفتار متضاد حرکت دهد که به‌طور ضمنی نقدینگی را برای مشارکت‌کنندگان در بازار فراهم می‌آورد؛ به‌طوری که آنها دریافتند در چندین سبد با تمرکز سرمایه‌گذاران فردی و هزینه‌های آربیتراژ پایین، تأثیر تمایلات سرمایه‌گذار فردی بر حرکات همزمان در بازده سهام به‌طور معنی‌داری منفی است. لین و لین (۲۰۱۴) رفتار جمعی سرمایه‌گذاران را با استفاده از داده‌های معاملات روزانه در سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۹ در بازار سهام تایوان بررسی کردند. یافته‌های پژوهش آنها نشان‌دهنده وابستگی رفتار جمعی به شرایط بازار، نوع سرمایه‌گذار و ویژگی‌های شرکت بوده است.

سلطانی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی اثر متقابل سوگیری لنگر انداختن و اثر تمایلی بر سود مومنتوم و نقش سهامداران خرد بر این رابطه پرداختند. جامعه آماری پژوهش شامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری در برگزیده ۱۳۶ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۸ می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که اثر تمایلی باعث افزایش سود مومنتوم می‌شود. همچنین سوگیری لنگر انداختن نیز منجر به افزایش سود مومنتوم می‌گردد. نتیجه دیگر پژوهش بیانگر این بود که تأثیر متقابل سوگیری لنگر انداختن و اثر تمایلی، در شرایطی که این دو یکدیگر را تقویت می‌کنند نیز با افزایش سود مومنتوم همراه است. در نهایت هنگامی که سوگیری لنگر انداختن و اثر تمایلی هم راستا با هم عمل می‌کنند، وجود درصد بالای سهامداران خرد، باعث افزایش سود مومنتوم می‌گردد. ابراهیم نژاد و همکاران (۱۴۰۰) مطالعه‌ای با عنوان "بررسی وجود اثر تمایلی در سرمایه‌گذاران نهادی فعال در بازار سهام ایران" انجام دادند. برای محاسبه اثر تمایلی، مطابق ادبیات، از اختلاف نسبت فروش سهام سودآور و نسبت فروش سهام زیان‌ده استفاده شد. آزمون وجود اثر تمایلی، یک بار با تجمیع داده‌های معاملاتی تمامی صندوق‌ها و بار دیگر در سطح صندوق‌ها به اجرا درآمد. بر اساس یافته‌ها، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در

بورس تهران، به‌طور قاعده‌مندی تمایل دارند سهامی که افزایش قیمت یافته را بفروشند و سهامی که کاهش قیمت داشته را نگه دارند. به بیان دقیق‌تر، احتمال فروخته‌شدن یک سهم با بازده مثبت، $1/46$ برابر احتمال فروخته‌شدن سهمی با بازده منفی است. چنانچه مالیات و کارمزد معاملات را در محاسبه سود دخالت ندهیم، این نسبت به $1/51$ افزایش می‌یابد.

هدف از انجام پژوهش نصیری و کامیابی (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر همزمان معیارهای تمایلات و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران حقیقی بر قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در ۷۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ با روش داده‌های ترکیبی بوده است. نتایج تجربی نشان داد این دو عامل تأثیر بااهمیتی بر بازده مزاد در الگوی پنج‌عاملی دارند. در شرایطی که تمام سرمایه‌گذاران منطقی نیستند، تصمیم‌گیرندگان جوانب روان‌شناختی سرمایه‌گذار را برای درک چگونگی قیمت‌گذاری دارایی‌ها به کار می‌گیرند.

در پژوهش حیدری فر و کیقبادی (۱۳۹۷) به تأثیر اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران بر اثر تمایلی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد. جامعه آماری تحقیق حاضر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ بوده که حجم نمونه با توجه به روش غربالگری و پس از حذف مشاهدات پرت برابر با ۸۰ شرکت می‌باشد. برای آزمون فرضیات تحقیق از داده‌های پانل (تابلویی) با اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌های شرکت‌ها با استفاده از رگرسیون چند متغیره در سطح اطمینان ۹۵٪ نشان داد که اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیمی بر اثر تمایلی سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

در مقاله بهارمقدم و جوکار (۱۳۹۷) تلاش شده است از طریق ساز و کار تأثیر تمایلات سرمایه‌گذاران بر رشد سود مورد انتظار و روش رگرسیون سلسله مراتبی به بررسی هدف اصلی پژوهش، سازوکار تحلیل تمایلات سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت بازار سهام پرداخته شود. برای اندازه‌گیری شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران، از یک شاخص ترکیبی متشکل از پنج معیار خرد و دو معیار کلان اقتصادی استفاده شده است تا بتوان اثرات کلان اقتصادی را نیز کاهش داد. بدین منظور نمونه‌های متشکل از ۵۶۰ سال - شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ بررسی شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد بین تمایلات سرمایه‌گذاران و نرخ رشد سود مورد انتظار رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین، رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر اطلاعات حسابداری در قیمت‌گذاری سهام را کاهش می‌دهد. علاوه بر این، نتایج تحلیل بیشتر نشان داد بین اثرات تعاملی تمایلات سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری رابطه مثبت و معناداری با قیمت سهام وجود دارد.

هدف پژوهش دولو و همکاران (۱۳۹۶)، بررسی پدیده رفتار جمعی سرمایه‌گذاران نهادی و انفرادی در دو سطح خرد و کلان و تأثیر آن در نوسان‌های بازار بوده است. در سطح خرد، علاوه بر مقایسه رفتار جمعی سرمایه‌گذاران نهادی و انفرادی به روش آزمون دو نمونه، با استفاده از رگرسیون داده‌های تابلویی، تأثیر ویژگی‌های بنیادی سهام در رفتار جمعی بررسی گردید؛ در سطح کلان نیز حساسیت تأثیر عوامل بازار بر رفتار جمعی دو گروه سرمایه‌گذاران تحلیل و آزمون شده و تأثیر رفتار جمعی کلان در نوسان‌های بازار با استفاده از رگرسیون سری زمانی بررسی شد. نتایج سطح خرد نشان داد که رفتار جمعی در بین هر دو گروه سرمایه‌گذاران وجود دارد و این پدیده در بین سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر است. براساس یافته‌های حاصل، میزان رفتار جمعی به ویژگی‌های بنیادی سهام وابسته است که سرمایه‌گذاران نهادی نسبت به این ویژگی‌ها، حساسیت بیشتری دارند. یافته‌های سطح کلان نیز نشان داد علاوه بر اینکه رفتار جمعی سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر تحت تأثیر عوامل بازار به‌ویژه بازده بازار قرار دارد، این رفتار آنان در نوسان‌های بازار نیز مؤثر است. نتایج آزمون علیت گرنجر و گارچ نیز یافته‌های سطح کلان را تأیید نمود.

با توجه به مطالب بیان شده، می‌توان فرضیات پژوهش را بدین گونه تدوین نمود:

فرضیه اصلی: اولین برداشت سرمایه‌گذاران از بازار سهام بر رفتار معاملات آتی آنها تأثیر می‌گذارد.

فرضیه‌های فرعی:

اگر سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با بازدهی پایین‌تر وارد بازار سهام شوند، اثر تمایلی بیشتری نشان می‌دهند.

اگر سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با تمایل سرمایه‌گذاران پایین‌تر وارد بازار سهام شوند، اثر تمایلی بیشتری نشان می‌دهند.

اگر سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با نوسانات بالاتر وارد بازار سهام شوند، اثر تمایلی بیشتری نشان می‌دهند.

۳- روش پژوهش

جمع‌آوری داده‌ها به روش میدانی-کتابخانه‌ای انجام شده است و محیط جغرافیایی اجرای پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای انتخاب جامعه آماری، به‌دلیل معامله‌نشدن سهام برخی شرکت‌ها به مدت طولانی، از روش فیلترینگ استفاده شده است. در این روش، ابتدا همه اعضای جامعه و سپس با توجه به فیلترهای تعریف‌شده، تعدادی از این شرکت‌ها انتخاب می‌شوند. این روش به این دلیل انتخاب می‌شود که همه اعضای جامعه خصوصیات مدنظر را ندارند؛ در نظر گرفتن شرکت‌های با ویژگی‌های خاص در جامعه آماری سبب انحراف نتایج می‌شود. به این ترتیب شروط زیر برای انتخاب جامعه آماری در نظر گرفته شده است:

پایان سال مالی مطابق با پایان سال تقویمی باشد، شرکت‌های مدنظر جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، مالی (مثل بانک و بیمه)، لیزینگ و هلدینگ نباشند، در دوره پژوهش داده‌های در دسترس داشته باشند و سال مالی خود را تغییر نداده باشند، دست‌کم

در شش سال از دوره پژوهش، در هر سال دست کم ۱۰۰ روز معاملاتی داشته باشند و بیش از سه ماه در هر سال، کمتر از ۳ روز معاملاتی نداشته باشند. به این ترتیب جامعه آماری شامل ۱۱۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۳۹۹ است که به روش داده‌های ترکیبی و به صورت ماهانه تجزیه و تحلیل شدند. متغیرهای این پژوهش عبارت اند از:

- بازده سهام: بازده کل سهام شامل تمام مزایایی است که در طول سال شامل سهام می‌شود همانند، سود نقدی، تغییرات قیمتی، بازده ناشی از سهام حق تقدم و بازده حاصل از اعطای سهام جایزه.

$$R_e = \frac{\text{نفاوت قیمت سهام در اول و آخر دوره} + \text{مزایای سهام جایزه} + \text{مزایای حق تقدم} + \text{سود نقدی}}{\text{اولین قیمت سهم در ابتدای سال مالی}}$$

- نوسانات بازده سهام: عبارت است از انحراف ماهانه بازده سهام از مبلغ پیش بینی شده آن.
- اثر تمایلی سرمایه گذاران: یک متغیر موهومی است و زمانی که سرمایه گذاران، سهام با سود خریداری کنند عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر برای آن در نظر گرفته می‌شود.
- عملکرد شرکت: در این پژوهش، عملکرد شرکت با استفاده از نرخ بازده حقوق صاحبان سهام سنجیده می‌شود و عبارت است از سود خالص تقسیم بر مجموع ارزش حقوق صاحبان سهام شرکت.
- اندازه شرکت: عبارت است از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت.
- ارزش بازار به دفتری: از تقسیم ارزش بازار سهام شرکت در پایان سال بر مجموع ارزش دفتری دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

۴- تحلیل یافته‌ها

نتایج برآورد مدل‌های پژوهش در ادامه آورده شده است:

۴-۱- مدل اول

برای آزمون فرضیه‌ی‌های پژوهش از مدل رگرسیون شماره ۱ با استفاده از داده‌های ترکیبی و از روش اثرات ثابت استفاده شده است که خلاصه نتایج حاصل با استفاده از نرم افزار Eviews، در جدول زیر آمده است:

جدول ۱- نتایج تجزیه و تحلیل مدل اول

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	t-آماره	سطح معنی داری
بازده سهام	-0.017677	0.006522	-2.710293	0.0068
عملکرد شرکت	0.000678	0.000387	1.752416	0.0800
اندازه شرکت	-9.35E-05	0.005742	-0.016283	0.9870
ارزش بازار به دفتری	0.000857	0.000950	0.901504	0.3676
عرض از مبدا	0.506308	0.081098	6.243121	0.0000
ضریب تعیین	0.213307			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.06837			
خطای برآورد رگرسیون	0.218168			
مجموع مربعات باقیمانده	43.55164			
F آماره	12.056727		آماره دوربین واتسون	2.03358
سطح معنی داری	0.00912			

جدول بالا نشان می‌دهد که ضریب تعیین تعدیل شده این مدل معادل ۰/۰۶۸ است. این ضریب در واقع بیان می‌کند که حدوداً ۶۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل به کار رفته در این مدل قابل توضیح هستند و مابقی مربوط به دیگر متغیرهایی است که در این پژوهش وارد نشده و مورد بررسی قرار نگرفته اند. هم چنین سطح معنی داری آماره F برابر با ۰/۰۰۹۱۲ است و نشان دهنده‌ی معنی داری کل مدل برآورد شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد می‌باشد. در خصوص مدل اول این پژوهش نتایج نشان داد ضریب متغیر "بازده سهام" برابر با ۰/۰۱۷۶۷۷ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۶۸ می‌باشد. با توجه به آماره t و p-Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی داری این ضریب می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که بین تمایل سرمایه گذاران خرد و دوران بازدهی پایین تر سهام رابطه‌ی معنی داری وجود دارد اگر سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با بازدهی پایین تر وارد بازار سهام شوند، اثر تمایل بیشتری نشان می‌دهند.

۴-۲- مدل دوم

برای آزمون فرضیه ی های پژوهش از مدل رگرسیون شماره ۲ با استفاده از داده های ترکیبی و از روش اثرات ثابت استفاده شده است که خلاصه نتایج حاصل با استفاده از نرم افزار Eviews، در جدول زیر آمده است:

جدول ۲- نتایج تجزیه و تحلیل مدل دوم

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره-t	سطح معنی داری
تمایل سرمایه گذاران	0.000145	4.16E-05	3.487709	0.0005
عملکرد سازمان/شرکت	-0.000519	0.000146	-3.562448	0.0004
اندازه سازمان/شرکت	0.001843	0.002162	0.852582	0.3941
ارزش بازار به دفتری	3.31E-05	0.000358	0.092608	0.9262
عرض از مبدا	0.032241	0.030533	1.055933	0.2913
ضریب تعیین	0.040064			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.033769			
خطای برآورد رگرسیون	0.082140			
مجموع مربعات باقیمانده	6.173494			
F آماره	6.364682	آماره دوربین واتسون		0.688468
سطح معنی داری	0.000001			

جدول بالا نشان می دهد که ضریب تعیین تعدیل شده این مدل معادل ۰,۰۳۳۷۶۹ است. این ضریب در واقع بیان می کند که حدوداً ۱۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل به کار رفته در این مدل قابل توضیح هستند و مابقی مربوط به دیگر متغیرهایی است که در این پژوهش وارد نشده و مورد بررسی قرار نگرفته اند. هم چنین سطح معنی داری آماره F برابر با ۰,۰۰۰۰۰۱ است و نشان دهنده ی معنی داری کل مدل برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد می باشد. در خصوص مدل دوم این پژوهش نتایج نشان داد ضریب متغیر " تمایل سرمایه گذاران " برابر با ۰,۰۰۰۱۴۵ و سطح معناداری آن ۰,۰۰۰۵ می باشد. با توجه به آماره t و p-Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی داری این ضریب می باشد. این یافته ها نشان می دهد که اگر سرمایه گذاران خرد در دوره ای با تمایل سرمایه گذاران پایین تر وارد بازار سهام شوند، اثر تمایلی بیشتری نشان می دهند.

۴-۳- مدل سوم

برای آزمون فرضیه ی های پژوهش از مدل رگرسیون شماره ۳ با استفاده از داده های ترکیبی و از روش اثرات ثابت استفاده شده است که خلاصه نتایج حاصل با استفاده از نرم افزار Eviews، در جدول زیر آمده است:

جدول ۳ نشان می دهد که ضریب تعیین تعدیل شده این مدل معادل ۰,۰۱۶۸۴۶ است. این ضریب در واقع بیان می کند که حدوداً ۱۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل به کار رفته در این مدل قابل توضیح هستند و مابقی مربوط به دیگر متغیرهایی است که در این پژوهش وارد نشده و مورد بررسی قرار نگرفته اند. هم چنین سطح معنی داری آماره F برابر با ۰,۰۰۱۴۴۷ است و نشان دهنده ی معنی داری کل مدل برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد می باشد. در خصوص مدل سوم این پژوهش نتایج نشان داد ضریب متغیر " نوسانات بالاتر " برابر با ۰,۰۰۰۳۵۶ و سطح معناداری آن ۰,۰۰۰۳ می باشد. با توجه به آماره t و p-Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی داری این ضریب می باشد. این یافته ها نشان می دهد که اگر سرمایه گذاران خرد در دوره ای با نوسانات بالاتر وارد بازار سهام شوند، اثر تمایلی بیشتری نشان می دهند.

جدول ۳- نتایج تجزیه و تحلیل مدل سوم

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره-t	سطح معنی داری
نوسانات	0.000356	9.02E-05	3.950348	0.0001
عملکرد سازمان/شرکت	0.000730	0.000316	2.308275	0.0212
اندازه سازمان/شرکت	0.005110	0.004694	1.088606	0.2766
ارزش بازار به دفتری	0.000319	0.000777	0.410806	0.6813
عرض از مبدا	0.141392	0.066294	2.132786	0.0332
ضریب تعیین	0.023251			
ضریب تعیین تعدیل شده	0.016846			
خطای برآورد رگرسیون	0.178343			
مجموع مربعات باقیمانده	29.10258			
F آماره	3.630139	آماره دوربین واتسون		0.443015
سطح معنی داری	0.001447			

۵- بحث و نتیجه گیری

همانطور که نتایج نشان داد تاثیر زمان ورود به بازارهای سهام بر اثر تمایلی نشان دهنده آن است که زمانی که در دوره های خاصی بازده سهام بالا می رود باعث ایجاد اثر تمایلی در سرمایه گذاران خرد و اثرگذاری بر رفتار معاملاتی آنان می شود همچنین سایر نتایج نشان می دهد که بازدهی پایین سهام اثری منفی و معکوس بر اثر تمایلی می گذارد. همچنین فرضیه دوم نشان دهنده این بود که اگر سرمایه گذاران خرد در دوره ای با تمایل سرمایه گذاران پایین تر وارد بازار سهام شوند، اثر تمایلی بیشتری از خود نشان می دهند. نتایج فرضیه اول و دوم با نتایج تحقیقات خارجی مانند زیا و هاشمی (۲۰۱۶) و آتکینز و دایل (۱۹۹۷) و همچنین با نتایج تحقیق داخلی مانند فدایی نژاد و همکاران (۱۳۹۱) مشابه می باشد. با توجه به فرضیه سوم نشان داده شد که اگر سرمایه گذاران خرد در دوره ای با نوسانات بالاتر وارد بازار سهام شوند، اثر تمایلی بیشتری نشان می دهند.

با توجه به نتایج پژوهش پیشنهاد های مبتنی بر یافته های این تحقیق به شرح ذیل ارائه می گردد:

- با توجه به نتایج فرضیه اول، مبنی بر اینکه بازدهی پایین سهام در زمان ورود سرمایه گذاران خرد به بازارها باعث اثرگذاری بر رفتار معاملاتی و ایجاد اثر تمایلی در سهام داران شده است پس به سهامداران پیشنهاد می شود برای کاهش تاثیر اثر تمایلی سهامداران قبل از انتخاب سهام به تجزیه تحلیل سایر موارد نیز بپردازند.
- با توجه به نتایج فرضیه دوم، به تحلیل گران و مدیران پرتفوی سرمایه گذاری کارگزاری ها پیشنهاد می شود تصمیمات خرید و فروش را بر اساس تجزیه و تحلیل و با دلایل علمی انجام دهند.
- با توجه به نتایج فرضیه سوم، نوسانات سهام یکی از عوامل تشدید کننده اثر تمایلی سهامداران می باشد و نشان می دهد یکی از ریشه های اثر تمایلی می باشد و می بایست سهامداران تصمیمات خود را بر اساس مشاوره و مطابقت با تحلیل های بنیادی و علمی انجام بدهند.

منابع

۱. ابراهیم نژاد، علی، برکچیان، سید مهدی، نشاط امیدواران، نوید. (۱۴۰۰). بررسی اثر تمایلی در صندوق های سرمایه گذاری مشترک ایران. تحقیقات مالی، ۲۳(۲)، ۲۲۲-۲۴۸. doi: 10.22059/1.10.6993/frj.10.22059
۲. بهارمقدم، مهدی، جوکار، حسین. (۱۳۹۷). سازوکار تحلیل تمایلات سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت بازار سهام. پژوهش های کاربردی در گزارشگری مالی، ۷(۱)، ۱۷۱-۲۰۲.
۳. حیدری فر، محمد، کیقبادی، امیررضا. (۱۳۹۷). تاثیر اطمینان بیش از حد سرمایه گذاران بر اثر تمایلی در بورس اوراق بهادار تهران. اقتصاد مالی، ۱۲(۴۴)، ۱۲۳-۱۴۲.
۴. دولو، مریم، پاپائی، سید سجاد. (۱۳۹۶). رفتار جمعی سرمایه گذاران در سطوح خرد و کلان و تأثیر آن در نوسان های بازار. نشریه مدیریت دارایی و تامین مالی 2017.21578/amf.10.22108/amf.2017.21578. doi: 10.22108/amf.2017.21578, 149-166, 5(2)
۵. سلطانی، فاطمه، سروش یار، افسانه، فولادی، مسعود. (۱۴۰۰). تاثیر سوگیری لنگرانداختن و اثر تمایلی بر سود مومنتوم با در نظر گرفتن نقش سهامداران خرد. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۴(۵۲)، ۶۳-۷۷. doi: 10.30495/1.10.30495/jfksa.10.30495
۶. نصیری، سیده زهرا، کامیابی، یحیی. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر تمایلات و رفتار معاملاتی سرمایه گذاران فردی بر بازده مازاد: الگوی تجدیدنظرشده فاما و فرنچ. نشریه مدیریت دارایی و تامین مالی، ۷(۴)، ۹۷-۱۱۶. doi: 10.22108/amf.10.22108.116716,1418
7. Abreu, M., & Mendes, V. (2018). The investor in structured retail products: Advice driven or gambling oriented? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 17, 1–9.
8. Alex, Frino. Grace, Lepone. Danika, Wright, (2015), Investor Characteristics and the Disposition Effect, *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 31, January 2015, pp. 1-12
9. Barberis, N., & Xiong, W. (2009). What drives the disposition effect? An analysis of a long-standing preference-based explanation. *Journal of Finance*, 64(2), 751–784. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2009.01448.x>
10. Betzer, A., Limbach, P., Rau, P. R., & Schürmann, H. (2021). Till death (or divorce) do us part: Early-life family disruption and investment behavior. *Journal of Banking and Finance*, 124, Article 106057.
11. Chen, D., Wang, F., & Xing, C. (2021). Financial reporting fraud and CEO pay-performance incentives. *Journal of Management Science and Engineering*, 197–210.
12. Coval, J. D., & Shumway, T. (2005). Do behavioral biases affect prices? *The Journal of Finance*, 60(1), 1–34.
13. Feng, L., & Seasholes, M. S. (2005). Do investor sophistication and trading experience eliminate behavioral biases in financial markets? *Review of Finance*, 9(3), 305–351. <https://doi.org/10.1007/s10679-005-2262-0>
14. Frazzini, A. (2006). The disposition effect and under-reaction to news. *Journal of Finance*, 61, 2017–2046.

15. Frino, A., Lepone, G., & Wright, D. (2015). Investor characteristics and the disposition effect. *Pacific-Basin Finance Journal*, 31, 1–12. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2014.10.009>
16. Grether, D. M. (1980). Bayes rule as a descriptive model: The representativeness heuristic. *The Quarterly Journal of Economics*, 95(3), 537. <https://doi.org/10.2307/1885092>
17. Hirshleifer, D., Lourie, B., Ruchti, T. G., & Truong, P. (2021). First impression bias: Evidence from analyst forecasts. *Review of Finance*, 25(2), 325–364. <https://doi.org/10.1093/rof/rfaa015>
18. Hogarth, R. M., & Einhorn, H. J. (1992). Order effects in belief updating: The belief-adjustment model. *Cognitive Psychology*, 24(1), 1–55. [https://doi.org/10.1016/0010-0285\(92\)90002-J](https://doi.org/10.1016/0010-0285(92)90002-J)
19. Holger A. Rau, (2014), The Disposition Effect and Investor Experience. The Disposition Effect and loss Aversion: Do Gender Differences Matter?. *Economics Letters*, 123, pp.33–36.
20. Josephs, R. A., Larrick, R. P., Steele, C. M., & Nisbett, R. E. (1992). Protecting the self from the negative consequences of risky decisions. *Journal of Personality and Social Psychology*, 62(1), 26–37. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.62.1.26>
21. Kahneman, B. Y. D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291.
22. Kim, M., & Park, J. (2015). Individual investor sentiment and stock returns: Evidence from the Korean stock market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 51, S1–S20. [10.1080/1540496X.2015.1062305](https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1062305)
23. Lin, Anchor Y. & Lin, Yueh-Neng. (2014). Herding of Institutional Investors and Margin Traders on Extreme Market Movements. *International Review of Economics and Finance*. 33: 186–198.
24. Muhl, S., & Talpsepp, T. (2018). Faster learning in troubled times: How market conditions affect the disposition effect. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 68, 226–236. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2017.08.002>
25. Odean, T. (1998). Are investors reluctant to realize their losses? *The Journal of Finance*, 53(5), 1775–1798.
26. Rau, H. A. (2014). The disposition effect and loss aversion: Do gender differences matter? *Economics Letters*, 123(1), 33–36. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2014.01.020>
27. Richards, D. W., Rutterford, J., Kodwani, D., & Fenton-O’Creevy, M. (2017). Stock market investors’ use of stop losses and the disposition effect. *European Journal of Finance*, 23(2), 130–152. <https://doi.org/10.1080/1351847X.2015.1048375>
28. Shefrin, H., & Statman, M. (1985). The disposition to sell winners too early and ride losers too long: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 40(3), 777–790. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb05002.x>
29. Talpsepp, T. (2013). Does gender and age affect investor performance and the disposition effect? *Research in Economics and Business: Central and Eastern Europe*, 2(1), 76–93. <http://rebcee.eu/index.php/REB/article/view/25>.
30. Thaler, R. (1985). Mental accounting and consumer choice. *Marketing Science*, 4, 199–214.
31. Venezia, I., Nashikkar, A. & Shapira, Z. (2011). Firm Specific and Macro Herding by Professional and Amateur Investors and Their Effects on Market Volatility. *Journal of Banking & Finance*. 35:1599-1609
32. Zhang, X., Liang, J., & He, F. (2019). Private information advantage or overconfidence? Performance of intraday arbitrage speculators in the Chinese stock market. *Pacific- Basin Finance Journal*, 58, Article 101215.
33. Zhang, Yu. & Zheng, Xiaosong. (2016). A Study of Herd Behavior Based on the Chinese Stock Market. *Journal of Applied Management and Investments*. 5(2):131-135.
34. Zheng, Dazhi. Li, Huimin. Zhu, Xiaowei. (2015). Herding Behavior in Institutional Investors: Evidence from China’s Stock Market. *Journal of Multinational Financial Management*. <http://dx.doi.org/10.1016/j.mulfin.2015.09.001>
35. Zia, Lubna and Hashemi, Shujahat Haider, (2016), Disposition Effect and Overconfidence in Pakistani Stock Market (March 10, 2016). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2745749>.