

## ارزیابی نقش باورهای سرمایه گذاران بر جهت گیری قیمت و حجم معاملات در بازار سرمایه

سیدهادی درخشنده<sup>۱</sup>  
سعید علی احمدی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۵/۲/۱

تاریخ دریافت: ۹۵/۱/۱۷

### چکیده

افکار و عقاید سرمایه گذاران درخصوص آینده بازار سرمایه می تواند نقشی مؤثر بر روند قیمت و حجم معاملات بازار داشته باشد. افکار و عقاید سرمایه گذاران به دیدگاه آنان پیرامون وضعیت آینده بازار سرمایه اشاره دارد. از این رو، هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر باورهای خوش بینانه و بدبینانه سرمایه گذاران بر روند قیمت بازار و روند معاملات بازار سهام می باشد. جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و نمونه آماری شامل ۵۰ شرکت که دارای بیشترین ارزش بازار در دوره پنج ساله ۱۳۸۹-۱۳۹۳ بوده اند، می باشد. به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از رگرسیون چند متغیره و داده های سری زمانی استفاده شده است. نتایج این پژوهش حاکی از این است که باورهای خوش بینانه و بدبینانه سرمایه گذاران بر روند معاملات بازار به ترتیب تأثیر مثبت و منفی دارد. همچنین، نتایج این پژوهش نشان می دهد که باورهای خوش بینانه و بدبینانه سرمایه گذاران بر روند قیمت بازار تأثیر معنی دار ندارد.

**واژه های کلیدی:** باورهای خوش بینانه، باورهای بدبینانه، روند معاملات بازار، روند قیمت بازار.

۱- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران darakhshandehhadi@gmail.com  
۲- عضو هیأت علمی گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول) saeidaliahmedi@yahoo.com

## ۱- مقدمه

در اقتصاد کلاسیک این اعتقاد وجود دارد که رفتار انسان بر اساس انتظارات عقلایی شکل می گیرد. مفهوم انتظارات عقلایی و منطقی بر این فرض استوار است که افراد و گروه های مختلف، تمام اطلاعات موجود را که بر پیامد تصمیم های آنان مؤثر است، به گونه ای هوشمندانه مورد توجه و استفاده قرار می دهند و از این رو هیچ گاه به طور منظم و قاعده مند دچار خطا نمی شوند (امیر اصلانی، ۱۳۸۱). به عبارت دیگر، انتظارات عقلایی به این مفهوم است که پیش بینی ارزش آتی متغیرهایی مرتبط با اقتصاد به طور سیستماتیک دچار خطا و اشتباه نخواهند شد. با این وجود شواهد تجربی درباره انحراف از انتظارات عقلایی وجود دارد که نشان می دهد خطاهای سرمایه گذاران و افراد تصادفی نیستند و به صورت سیستماتیک رخ می دهند (چن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳). به طور خاص، هنگامی که کارها خیلی مشکل باشد و رویدادهای مثبت درباره آن به ندرت رخ دهد، افراد رفتار بدبینانه ای از خود نشان می دهند و احتمال به دست آوردن نتایج بد را بیش از حد برآورد می کنند (کریگور و بیرریس<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴). در مقابل، هنگامی که کارها آسان باشد و احتمال رسیدن به موفقیت به طور منطقی بالا باشد، افراد تمایل به خوش بینی دارند و احتمال رسیدن به نتایج خوب را بیش از حد برآورد می کنند (هوفارگ<sup>۳</sup>، ۲۰۰۴).

اصطلاح خوش بینی و بدبینی سرمایه گذاران به واکنش بیشتر و کمتر به معاملات سهام اشاره دارد. هارووی و همکاران<sup>۴</sup> (۱۹۹۹) سرمایه گذار خوشبین را به عنوان فردی که سعی در انتخاب استراتژی هایی با بیشترین منفعت دارد، معرفی می کند و در مقابل فردی که بدترین سناریوها را چیدمان می کند و سعی در انتخاب ایمن ترین آن ها دارد را سرمایه گذار بدبین می نامد. سرمایه گذار خوشبین انتظار دارد که رویدادهای خوبی را تجربه کند و سرمایه گذار بدبین انتظار دارد که رویدادهای بدی را تجربه

کند و از این رو توجه به این موضوع اهمیت دارد (کارور و همکاران<sup>۵</sup>، ۲۰۱۰). گرایش های احساسی سرمایه گذاران به حالت ذهنی سرمایه گذاران اشاره دارد. بیکر و استین<sup>۶</sup> (۲۰۰۴) تمایل سرمایه گذاران برای سفته بازی یا خوش بینی و بدبینی سرمایه گذاران درباره سهم را به عنوان گرایش احساسی سرمایه گذاران تعریف نمودند. باورها و گرایش های احساسی سرمایه گذاران می تواند با ایجاد تغییر در فضای بازار سرمایه بر جهت گیری حجم معاملات و قیمت بازار سهم تأثیرگذار باشد. سرمایه گذار خوشبین به منظور دستیابی به بازده بیشتر قیمت را بیش از حد برآورد می کند و از این رو حجم معاملات بالاتری دارد. در مقابل سرمایه گذار بدبین به دلیل بدبینی نسبت به آینده، قیمت سهم را کمتر برآورد می کند و به منظور جلوگیری از زیان های احتمالی آینده حجم معاملات سهام را افزایش می دهد (بایر و گاتمن<sup>۷</sup>، ۲۰۱۱).

هدف این پژوهش بررسی نقش باور های سرمایه گذاران بر جهت گیری بازار سرمایه است. انجام این پژوهش می تواند ضمن توسعه دانش مالی رفتاری، چگونگی شکل گیری روندهای قیمت سهم و حجم معاملات در بازار سرمایه ایران که تحت تاثیر باورهای سرمایه گذاران شکل می گیرد را آشکار نماید.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

براساس فرضیه بازار کارا اطلاعات به صورت کامل در بازار سهام وجود دارد و سرمایه گذاران می توانند براساس این اطلاعات اقدام به تصمیم گیری منطقی نمایند. اما در اوایل قرن بیست و یکم جریان جدیدی از ادبیات مالی به عرصه ظهور رسید که به موجب آن قیمت سهام تحت تأثیر عوامل رفتاری و روانشناسی قرار می گیرد. از این رو رویکرد مالی رفتاری به عنوان رویکرد رایج برای طراحی و تدوین مدل ها در زمینه فهم تغییرات قیمت سهام تبدیل شد. مالی رفتاری با مطرح کردن دیدگاه روانشناسی، موضوع تصمیم گیری منطقی در مالی سنتی را

و گاتمن (۲۰۱۱) مورد بررسی قرا گرفت، اشاره نمود.

تفاوت در ترجیحات و عقاید سرمایه گذاران منجر به رفتارهای مختلف می شود. خوش بینی و بدبینی سرمایه گذاران موجب می شود تا سرمایه گذاران استراتژی معاملاتی خود را با انتظارات از ریسک و بازده آتی انطباق دهند. سرمایه گذاران خوش بین<sup>۱۹</sup> می پذیرند که افزایش در بازده می تواند افزایش های بعدی در بازده را در پی داشته باشد. در مقابل، سرمایه گذار بدبین<sup>۲۰</sup> می پذیرد که کاهش در بازده می تواند کاهش های بعدی در بازده را ایجاد نماید. بنابراین، سرمایه گذار خوشبین حساسیت بیشتری به افزایش بازده و سرمایه گذار بدبین حساسیت بیشتری به کاهش بازده دارد (دهاوی و خرایف، ۲۰۱۴). براساس تجزیه و تحلیل روانشناسی می توان بیان نمود از آنجایی که سرمایه گذاران خوشبین حساسیت بیشتری به افزایش قیمت سهام دارند و با توجه به رابطه مستقیم بازده و ریسک، این سرمایه گذاران تمایل بیشتری به سرمایه گذاری های پرریسک داشته و ریسک پذیر می باشند. در مقابل، سرمایه گذاران بدبین حساسیت بیشتری به کاهش بازده دارند و از این رو تمایل بیشتری به سرمایه گذاری های کم ریسک داشته و ریسک گریز می باشند (کارور و همکاران، ۲۰۱۰). سرمایه گذاران بدبین زمانی که احتمال می دهند نتایج سرمایه گذاری آنها منفی است یا روند بازار بر خلاف انتظارات آنها باشد، حجم معاملات خود را کاهش می دهند. علت کاهش این حجم معاملات این است که سرمایه گذار بدبین انتظار دارد کاهش در قیمت یا بازده یک سهم ادامه دار باشد و برای جلوگیری از زیان های بالقوه حجم معاملات خود را کاهش می دهد. در مقابل سرمایه گذار خوش بین بعد از به دست آوردن یک سود غیرعادی، حجم معاملات خود را افزایش می دهد (کارور و همکاران، ۲۰۱۰، دهاوی و همکاران، ۲۰۱۳، دهاوی و همکاران، ۲۰۱۴). از دیدگاه وینستین<sup>۲۱</sup> (۱۹۸۹) و اوتتن<sup>۲۲</sup>

خداشه دار نمود. ایده اصلی در رویکرد مالی رفتاری این است که ماهیت انسان شامل رفتار های منطقی و حیوانی است و رفتاری های حیوانی نسبت به رفتار های منطقی اثر مهم تری بر رفتار سرمایه گذاران دارد (دهاوی و خرایف،<sup>۸</sup> ۲۰۱۴). کینز<sup>۹</sup> (۱۹۳۶) نخستین کسی بود که به اثرگذاری احساسات در فرایند تصمیم گیری اشاره و از اصطلاح خوی حیوانی<sup>۱۰</sup> برای بیان آن استفاده نمود. کینز خوی حیوانی را به عنوان انگیزش فوری برای اقدام به جای عدم اقدام تعریف می کند. به اعتقاد وی پیامدهای کامل تصمیم گیری های خوش بینانه با گذشت زمان آشکار می گردد و مدل های کمی به صورت کامل نمی توانند اثرات تصمیم گیری های خوش بینانه را مشخص نمایند. آکرلوف و شیلر<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۹) تورش رفتاری خوی حیوانی را با فرضیه رفتار منطقی برای توضیح دادن نوسان های موجود در بازده سهم و حجم معاملات جایگزین کردند. نتایج آنها نشان داد که تورش خوی حیوانی در رفتار سرمایه گذاران وجود دارد. آنها معتقدند که در مدل های اقتصادی باید موضوع خوی حیوانی مورد توجه قرار گیرد. آنها جنبه های مختلفی از خوی حیوانی شامل فساد، توهم پولی<sup>۱۲</sup>، اعتماد بیش از حد و غیره را معرفی کردند. تورش خوی حیوانی می تواند نشانه ای از گرایش های احساسی و عقاید سرمایه گذاران باشد (آکرلوف و شیلر، ۲۰۰۹) که در بازار های مالی نادیده گرفته شده است (دهاوی و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۲۰۱۳). گرایش های احساسی<sup>۱۴</sup> سرمایه گذار به عنوان عاملی مهم معرفی شد که می تواند رفتار بازارهای مالی را تحت تأثیر قرار می دهد. از جمله عوامل تأثیر گذار دیگر بر وقوع تورش های رفتاری و روانشناسی در تصمیم گیری سرمایه گذاران می توان به خوش بینی، بدبینی و اعتماد بیش از حد اشاره کرد که توسط پژوهشگرانی مانند هارووی و همکاران<sup>۱۵</sup> (۱۹۹۹)، اوتتن<sup>۱۶</sup> (۱۹۸۹)، باربریز و همکاران<sup>۱۷</sup> (۱۹۹۸)، دانیل و همکاران<sup>۱۸</sup> (۱۹۹۸) و بایر

هافمانن و پوست<sup>۲۸</sup> (۲۰۱۵) به بررسی نقش باور ها و ترجیحات سرمایه‌گذاران بر شکل دهی ریسک و بازده پرداختند. دوره انجام پژوهش ۲۰۰۸ تا ۲۰۰۹ و محل انجام پژوهش کشور هلند است. نتایج پژوهش نشان داد که باور های گذشته سرمایه‌گذاران درباره بازده گذشته بر نوسان ریسک و بازده مورد انتظار تاثیر دارد.

هافمانن و همکاران<sup>۲۹</sup> (۲۰۱۵) به بررسی تاثیر درک سرمایه‌گذاران بر رفتار ریسک‌پذیری و حجم معاملات واقعی پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان داد که درک سرمایه‌گذاران و تغییر آن به عنوان عامل اثر گذار بر رفتار ریسک‌پذیری و حجم معاملات عمل می‌کند.

دهاویی و خاریف (۲۰۱۴) در پژوهش خود به بررسی تاثیر تمایلات و باورهای خوش بینانه و بدبینانه سرمایه‌گذاران بر روند و حجم معاملات در بازار بورس پرداختند. نتایج این پژوهش که شواهد و اطلاعات آن از بازار بورس فرانسه و شاخص کک در بازه زمانی بین سال های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۱ گردآوری شده است، نشان می‌دهد که روند و حجم معاملات در بازار بورس فرانسه به احساس ها و تمایلات سرمایه‌گذاران حساسیت زیادی دارد. به طور کلی روند و شدت معاملات حساسیت بیشتری به احساس های بدبینانه دارد. این پژوهش پیشنهاد می‌کند که سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری باید به احساس ها و تمایلات خود و دیگر سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از مهم ترین عوامل مؤثر در بازار بورس، توجه کنند.

اپرن<sup>۳۰</sup> (۲۰۱۴) در تحقیق خود با عنوان اثر عوامل رفتاری بشر در تصمیمات مالی به بررسی و تجزیه تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران از جنبه های عقلایی و روانی پرداخته است. این تحقیق در کشورهای برزیل و رومانی و در بازه زمانی ۲۰۰۹ تا ۲۰۱۳ انجام شد. شواهد و داده ها از بازارسرمایه دو کشور برزیل و رومانی و با استفاده از تحلیل رگرسیونی مورد پردازش و تحلیل قرارگرفت. از نکات

(۱۹۸۹) سرمایه‌گذاران خوشبین احتمال اینکه رویدادهای مثبت برای آنها اتفاق افتد را بیش از حد برآورد می‌کنند و به طور مشابه سرمایه‌گذاران بدبین احتمال وقوع رویداد های منفی را بیش از حد برآورد می‌کنند. بنابراین، سرمایه‌گذار خوشبین و بدبین به ترتیب استراتژی معاملاتی را افزایشی و کاهشی انتخاب می‌کنند. چن<sup>۳۳</sup> (۲۰۱۳) بر اساس استراتژی معاملاتی دریافت که سرمایه‌گذاران خوشبین به صورت تهاجمی<sup>۳۴</sup> و سرمایه‌گذاران بدبین به صورت محافظه کارانه<sup>۳۵</sup> عمل می‌کنند. سیکون<sup>۳۶</sup> (۲۰۰۳) اعتقاد دارد که گرایشهای احساسی سرمایه‌گذاران و باورهای آنها بخش اساسی از بازار سرمایه است. از این رو، می‌توان بیان نمود که باورهای خوش بینانه و بدبینانه بر حجم معاملات و قیمت سهام تأثیر دارد.

گرایش احساسی سرمایه‌گذار را می‌توان به عنوان ارزش گذاری نادرست دارایی یا بخشی از انتظارات سرمایه‌گذاران درخصوص بازده که از طریق تحلیل های بنیادی توجیه نمی‌شود، تعریف نمود (لی و همکاران<sup>۳۷</sup>، ۱۹۹۱، بیکر و استین، ۲۰۰۴). از دیدگاه روانشناسان رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران به صورت مجزا صورت نمی‌گیرد بلکه آن تحت تاثیر احساسات و حالت روانی در زمان انجام معامله قرار می‌گیرد. در حالت مثبت، سرمایه‌گذاران خوش بین می‌شوند و حجم معاملاتی را افزایش می‌دهند. در حالت منفی، حجم معاملات سرمایه‌گذاران کمتر از سطح نرمال می‌شود.

در ادامه برخی از پژوهش های داخلی و خارجی مرتبط با موضوع پژوهش ارائه می‌گردد:

دهاویی (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین حجم معاملات و شک های بازار سهام پرداخت. دوره پژوهش از سال ۱۹۸۷ تا ۲۰۱۴ و در کشور آمریکا انجام شده است. نتایج پژوهش نشان داد که در دوره های خوش بینی سرمایه‌گذاران هوشیارانه و زیرکانه عمل می‌کنند و در دوره های بدبینی و نرمال، سرمایه‌گذاران دقت کمتری دارند.

سرمایه گذار خوشبین بعد از کسب بازده غیر عادی معاملاتش را افزایش می دهد و در شرایط بازده غیر عادی منفی سطح معاملات را در حد نرمال انجام می دهد.

وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی و تحلیل واکنش های رفتاری سرمایه گذاران در بورس تهران در بازه زمانی بین ۱۳۸۵ تا ۱۳۸۹ پرداخته است. نتایج پژوهش نشان می دهد که سرمایه گذاران پس از اخبار خوب یا بد، در بازه های زمانی مختلف، متفاوت عمل می کنند. به گونه ای که در مقیاس زمانی بلند مدت واکنش رفتاری سرمایه گذاران قابل ملاحظه تر از مقیاس زمانی کوتاه مدت می باشد. همچنین بازدهی سرمایه گذاری حاصل از تغییرات قیمت نیز در بازه های زمانی مختلف بعد از اخبار خوب و بد متفاوت است. این بازدهی در کوتاه مدت هم جهت با تغییرات سود هر سهم حرکت می کند ولی در بلند مدت در خلاف جهت آن است.

حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام، تأثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام پرتفوی های مرتب شده براساس اندازه، قیمت، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی را در بازه زمانی ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار دادند. در این تحقیق از چهار عامل پرتفوی بازار، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به بازار و گرایش های احساسی سرمایه گذاران در تبیین بازده مورد استفاده قرار گرفت. نتایج این تحقیق نشان می دهد که رابطه مثبتی بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران با بازده سهامی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردارند (شامل سهام شرکت های دارای کمترین اندازه، نسبت به ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی) وجود دارد. اما در ارتباط با شرکت های دارای کمترین قیمت در ایران رابطه معناداری مشاهده نشد.

سرلک و همکاران (۱۳۹۱) در به بررسی تأثیر تصمیم گیرهای احساسی سرمایه گذاران بر بازده

مهم تأکید برحنه های عاطفی سرمایه گذاران می باشد. سرمایه گذاران هنگامی که تصمیمات و رفتار آنها همانند رفتار و تصمیمات جمع بزرگی از سرمایه گذاران خوشبین باشد، احساس امنیت می کند و تصمیم خود را منطقی و عقلانی می پندارد. نتیجه بدست آمده از این تحقیق نشان می دهد که خطاهای رفتاری سرمایه گذاران (خوش بینی و بدبینی و غیره) نقش پررنگتری در تصمیمات و رفتارهای مالی سرمایه گذاران دارد.

دهاوی و همکاران (۲۰۱۳) در پژوهش خود با عنوان تأثیر عوامل روانشناسی بر بازار سهام فرانسه به بررسی و تجزیه و تحلیل عوامل روانشناسی در بازار سهام پرداخت. وی در این پژوهش عوامل روانشناسی را به سه دسته خوش بینی، بدبینی و اعتماد بیش از حد تقسیم کرد. داده های این پژوهش از بازار سهام فرانسه و شاخص کک ۴۰ استخراج شد و با استفاده از تحلیل رگرسیونی و فازی مورد بررسی قرار گرفت و نتایج این پژوهش نشان داد که عوامل روانشناسی اثر بزرگی بر بازار سهام دارد.

کارور و همکاران (۲۰۱۰) به بررسی موضوع خوش بینی پرداختند. آنها معتقد هستند که اعتقاد های خوش بینانه و بدبینانه بر انتظارات از آینده تأثیر دارد. نتایج پژوهش آنها نشان داد که سرمایه گذار خوشبین در هنگام روبه رو شدن با یک رویداد بد به گونه ای متفاوت از افراد بدبین عمل می کنند. آنها نشان دادند که سرمایه گذار خوشبین از روش های قابل انطباق پذیرتر استفاده می کنند و خودشان را برای غلبه کردن بر سناریو های بد متعهد می دانند. در مقابل، بدبینی به ترس، شک و استرس اشاره دارد. بنابراین، سرمایه گذار بدبین تمایل دارد در مواجهه شدن با چالش های مختلف مردد و مشکوک باشد. سرمایه گذار بدبین ریسک گریز است و هنگامی که نتایج منفی رخ می دهد اقدام به کاهش معاملات می کند. اما، آنها حجم معاملات را هنگامی که بازده غیر عادی بدست می آورند، افزایش نمی دهند. در مقابل،

اجزای اخلاص برای آزمون فرضیه های پژوهش از رگرسیون حداقل مربعات معمولی<sup>۳۲</sup> (OLS) استفاده می شود. برای آزمون وجود همبستگی بین اجزای اخلاص از آزمون همبستگی مقطعی بروش- پاگان<sup>۳۳</sup> استفاده می شود (علی سوری، ۱۳۹۳).

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ می باشد که با استفاده از روش حذف سیستماتیک و با بکارگیری معیار های زیر اقدام به انتخاب نمونه شده است.

(۱) قبل از سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشد.

(۲) در طول دوره پژوهش بیشترین ارزش بازار را داشته باشد.

(۳) اطلاعات آنها در دوره پژوهش به صورت روزانه وجود داشته باشد.

معیار دوم به این دلیل اضافه گردید که انتظار می رود شرکت هایی که دارای بیشترین ارزش بازار باشند، بیشتر تحت تاثیر افکار و عقاید سرمایه گذاران قرار می گیرند و همچنین، بیشترین تاثیر را بر بازار سرمایه دارند. پس از اعمال معیار های بالا، تعداد ۵۰ شرکت که دارای بیشترین ارزش در بازار سرمایه ایران هستند، به عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردید.

#### ۵- مدل پژوهش و متغیر های آن

برای آزمون فرضیه های پژوهش از مدل پژوهش دهایی و خرایف (۲۰۱۴) استفاده شده است. آنها با ارائه مدل زیر تلاش نموده اند اثرات همزمان متغیر های مستقل پژوهش را بر متغیر های وابسته پژوهش مورد بررسی قرار دهند.

(۱)

$$TI_t = \alpha_0 + \alpha_1 opt_t + \alpha_2 pest_{t2} + \alpha_3 sent_{1t} + \alpha_4 sent_{2t} + \varepsilon_t$$

(۲)

$$MT_t = \beta_0 + \beta_1 opt_t + \beta_2 pest_{t2} + \beta_3 sent_{1t} + \beta_4 sent_{2t} + \varepsilon_t$$

سهام در بازار بورس اوراق بهادار ایران در بازه زمانی ۱۳۸۴ الی ۱۳۸۹ پرداخته است. در بین متغیر های این تحقیق سه متغیر آرمز (تصمیم گیری احساسی سرمایه گذاران)، نرخ بازده دارایی و در صد تغییرات دارایی جاری به بدهی جاری با بازده سهام ارتباط دارد.

#### ۳- فرضیه های پژوهش

فرضیه هایی مطرح شده در این پژوهش به شرح زیر می باشد:

(۱) باورهای خوش بینانه سرمایه گذاران بر روند قیمت بازار تأثیر دارد.

(۲) باورهای بدبینانه سرمایه گذاران بر روند قیمت بازار تأثیر دارد.

(۳) باورهای خوش بینانه سرمایه گذاران بر روند معاملات بازار تأثیر دارد.

(۴) باورهای بدبینانه سرمایه گذاران بر روند معاملات بازار تأثیر دارد.

#### ۴- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف از نوع کاربردی و از لحاظ ماهیت و روش از نوع توصیفی- همبستگی است. جهت آزمون فرضیه های پژوهش، داده ها به روش کتابخانه ای و به صورت روزانه جمع آوری گردید. مدل آماری به کار گرفته شده در این پژوهش مدل رگرسیون چند متغیره است. در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه های پژوهش از رگرسیون به ظاهر نامرتب<sup>۳۱</sup> (SUR) استفاده می شود. علت استفاده از این روش این است که حجم معاملات صورت گرفته در بازار سرمایه می تواند بر روند قیمت سهام تاثیر گذار باشد. از این رو، در این پژوهش قبل از اجرای رگرسیون به ظاهر نامرتب (SUR) لازم است شرط مربوط به وابستگی اجزای اخلاص معادلات مورد بررسی قرار گیرد. در صورت وجود همبستگی بین اجزای اخلاص امکان استفاده از این رگرسیون وجود دارد. در صورت عدم وجود همبستگی بین

که در رابطه بالا  $pes_t$  نشان دهنده باور های بدبینانه سرمایه گذاران به صورت روزانه،  $P_{it}$  نشان دهنده قیمت سهام شرکت  $i$  در زمان  $t$ ،  $E[P_{it}]$  نشان دهنده میانگین قیمت روزانه سهم هر شرکت در هر سال مالی،  $N$  نشان دهنده تعداد شرکت در هر روز و  $Ln$  لگاریتم طبیعی است. به منظور محاسبه میانگین قیمت روزانه سهم در هر سال مالی ( $E[P_{it}]$ ) از رابطه (۶) استفاده شد.

$$E[P_i] = \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T p_{it} \quad (۶)$$

متغیر های وابسته پژوهش حاضر شامل دو متغیر روند قیمت بازار و روند معاملات بازار است که نحوه محاسبه آنها به شرح زیر است:

۱- روند قیمت بازار: این متغیر نشان دهنده جهت حرکت قیمت بازار است. برای محاسبه روند قیمت بازار از رابطه زیر استفاده شده است. نحوه محاسبه این متغیر از پژوهش دهایی و خرایف (۲۰۱۴) اقتباس شده است.

$$MT = \frac{\text{Closing price}_{(t,t-5)} - \text{Lowest price}_{(t,t-5)}}{\text{Highest price}_{(t,t-5)} - \text{Lowest price}_{(t,t-5)}} \quad (۷)$$

که در رابطه بالا  $Closing price_t$  نشان دهنده میانگین قیمت پایانی روزانه شرکت های نمونه،  $Lowest price_{(t,t-5)}$  نشان دهنده میانگین کمترین قیمت پایانی روزانه شرکت های نمونه در ۵ روز کاری قبل و  $Highest price_{(t,t-5)}$  نشان دهنده میانگین بیشترین قیمت پایانی روزانه شرکت های نمونه در ۵ روز کاری قبل است.

۲- متغیر روند معاملات بازار: این متغیر نشان دهنده روند معاملات صورت گرفته در بازار سرمایه است که بر اساس حجم معاملات روزانه محاسبه گردیده است. نحوه محاسبه این متغیر از پژوهش دهایی و خرایف (۲۰۱۴) اقتباس شده است.

در رابطه بالا  $TI_t$  نشان دهنده روند معاملات بازار در زمان  $t$ ،  $MT_t$  نشان دهنده روند قیمت بازار در زمان  $t$ ،  $OPT_t$  نشان دهنده باور های خوش بینانه سرمایه گذاران در زمان  $t$ ،  $PES_t$  باور های بدبینانه سرمایه گذاران در زمان  $t$ ،  $SENT_{1t}$  نشان دهنده گرایش های احساسی سرمایه گذاران در زمان  $t$  و  $SENT_{2t}$  نشان دهنده گرایش های احساسی جدید سرمایه گذاران در زمان  $t$  است. متغیر های مستقل پژوهش شامل باور های خوش بینانه سرمایه گذاران و باور های بد بینانه سرمایه گذاران است که در این پژوهش به شرح زیر مورد محاسبه قرار گرفته است:

۱- باور های خوش بینانه سرمایه گذاران: برای محاسبه این متغیر از پژوهش دهایی و خرایف (۲۰۱۴) استفاده شده است. باور های خوش بینانه به صورت روزانه و بر اساس رابطه زیر تعیین می گردد:

$$opt_t = Ln \left[ \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n (P_{it} | P_{it} > E[P_{it}]) \right] \quad (۳)$$

که در رابطه بالا  $opt_t$  نشان دهنده باور های خوش بینانه سرمایه گذاران به صورت روزانه،  $P_{it}$  نشان دهنده قیمت سهام شرکت  $i$  در زمان  $t$ ،  $E[P_{it}]$  نشان دهنده میانگین قیمت سهم روزانه شرکت در هر سال مالی،  $N$  نشان دهنده تعداد شرکت در هر روز و  $Ln$  لگاریتم طبیعی است.

به منظور محاسبه میانگین قیمت روزانه سهم هر شرکت در هر سال مالی ( $E[P_{it}]$ ) از رابطه (۴) استفاده شد.

$$E[P_i] = \frac{1}{T} \sum_{i=1}^T p_{it} \quad (۴)$$

۲- باور های بدبینانه سرمایه گذاران: برای محاسبه این متغیر از پژوهش دهایی و خرایف (۲۰۱۴) استفاده شده است. این متغیر به صورت روزانه و بر اساس رابطه زیر به دست می آید.

$$pes_t = Ln \left[ \left( \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n (P_{it} | P_{it} < E[P_{it}]) \right) \right]^{-1} * 100 \quad (۵)$$

(۸)  $TI_t = \ln(\text{Trading Volume}_t)$   
 روزانه محاسبه شده است. این شاخص به صورت

$$sent_2 = \frac{NAPSV_t}{NDPSV_t}$$

که در رابطه با  $sent_2$  نشان دهنده گرایش های احساسی جدید سرمایه گذاران به صورت روزانه،  $NAPSV_t$  نشان دهنده تعداد شرکتی که قیمت پایانی آن در زمان  $t$  افزایش یافته و  $NDPSV_t$  نشان دهنده تعداد شرکتی جدیدی که قیمت پایانی آن در زمان  $t$  کاهش یافته است.

#### ۶- نتایج پژوهش

نتایج مربوط به آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است.

قبل از ورود به تحلیل و ارائه نتایج فرضیه های پژوهش لازم است مفروضات مطرح شده درباره داده های سری زمانی و امکان استفاده از روش رگرسیون معادلات به ظاهر نامرتب مورد بررسی قرار گیرد. یکی از سودمندترین آزمون ها در زمینه مانایی آزمون دیکی- فولر تعمیم یافته است که در این پژوهش از آزمون مذکور برای بررسی مانایی متغیرها استفاده شده است. جدول (۲) نشان دهنده نتایج آزمون دیکی- فولر در این پژوهش است. نتایج آزمون مانایی نشان می دهد که متغیرهای پژوهش در سطح مانا هستند و از این رو می توان از این متغیرها برای آزمون فرضیه های پژوهش استفاده نمود.

که در رابطه با  $TI_t$  نشان دهنده روند حجم معاملات بازار و  $\text{Trading Volume}_t$  بیانگر حجم معاملات روزانه شرکت های نمونه پژوهش است.

در این پژوهش از متغیرهای گرایش احساسی سرمایه گذاران به عنوان متغیرهای کنترلی استفاده شد که نحوه محاسبه آنها به شرح زیر می باشد:

۱- گرایش های احساسی سرمایه گذاران: این متغیر بر اساس تقسیم تعداد شرکتی که قیمت آنها افزایش یافته بر تعداد شرکتی که قیمت آنها کاهش یافته است، محاسبه می شود. گرایش های احساسی سرمایه گذاران به صورت روزانه محاسبه شده است.

$$sent_1 = \frac{APSV_t}{DPSV_t}$$

که در رابطه با  $sent_1$  نشان دهنده گرایش های احساسی سرمایه گذاران به صورت روزانه،  $APSV_t$  نشان دهنده تعداد شرکتی که قیمت پایانی آن در زمان  $t$  افزایش یافته و  $DPSV_t$  نشان دهنده تعداد شرکتی که قیمت پایانی آن در زمان  $t$  کاهش یافته است.

۲- گرایش های احساسی جدید سرمایه گذاران: این متغیر از طریق تقسیم تعداد شرکت جدیدی که افزایش قیمت داشته بر تعداد شرکت جدیدی که کاهش قیمت را تجربه کرده اند، محاسبه می شود. نحوه محاسبه شاخص ها از پژوهش دهاپوی و خراف

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	روند قیمت بازار	روند معاملات بازار	باور های خوش بینانه	باور های بدبینانه	گرایش های احساسی	گرایش های احساسی جدید
میانگین	-۰/۱۵۹	۱۸/۶۸۱	۸/۹۳۹	۰/۱۱۵	۱/۷۲۹	۲/۰۲۲
انحراف معیار	۱/۵۵۴	۱/۵۱۸	۰/۴۱۸	۰/۰۳۹	۲/۷۷۵	۳/۵۵۸
کمینه	-۷/۸۳۰	۱۶/۶۸۰	۷/۷۶۹	۰/۱۰۳	۰	۰
بیشینه	۱/۶۶۶	۲۱/۰۳۹	۱۰/۰۱۴	۰/۱۳۲	۴۲	۴۲



**جدول (۲): نتایج آزمون مانایی متغیر های پژوهش**

شرح	مقدار آماره دیکی فولر	
در سطح ۰/۰۱	-۳/۴۳۵	
در سطح ۰/۰۵	-۲/۸۶۳	
در سطح ۰/۱۰	-۲/۵۶۸	
متغیر	آماره دیکی فولر	سطح معنی داری
روند قیمت بازار	-۴/۳۶۳	۰/۰۰۰۴
روند معاملات بازار	-۱۶/۲۸۷	۰/۰۰۰۰
گرایش های احساسی	-۳۴/۶۰۳	۰/۰۰۰۰
گرایش های احساسی جدید	-۲۹/۰۶۸	۰/۰۰۰۰
باور های خوش بینانه	-۲/۶۹۸	۰/۰۷۴۵
باور های بدبینانه	-۴/۷۸۲	۰/۰۰۰۱

آماره دوربین واتسون در برازش اولیه مدل های پژوهش وجود خودهمبستگی را نشان می داد. از این رو، به منظور رفع مشکل خودهمبستگی، مدل های پژوهش با اضافه کردن متغیر اتورگرسیون مرتبه اول مورد برازش قرار گرفت تا مشکل خودهمبستگی رفع شود. بعد از اضافه کردن متغیر اتورگرسیون مرتبه اول، مقدار آماره دوربین واتسون برای مدل فرضیه اول و دوم و مدل فرضیه سوم و چهارم به ترتیب به عدد ۱/۷۵ و ۲/۰۴۴ رسید.

فرضیه های اول و دوم پژوهش به بررسی اثر متغیر های باور های خوش بینانه و باور های بدبینانه سرمایه گذاران بر روند قیمت بازار می پردازد. نتایج مربوط به آزمون فرضیه های پژوهش در جدول (۴) ارائه شده است. هنگامی که متغیر وابسته پژوهش روند قیمت بازار باشد، ضریب متغیر های باور های خوش بینانه، باور های بدبینانه، گرایش های احساسی و گرایش های احساسی جدید به ترتیب  $(-۰/۰۰۷)$ ،  $(-۲/۶۹۵)$ ،  $(-۰/۱۵)$  و  $(-۰/۰۰۱)$  است. همچنین، آماره  $t$  متغیر های باور های خوش بینانه، باور های بدبینانه، گرایش های احساسی و گرایش های احساسی جدید به ترتیب  $۰/۹۳$ ،  $۰/۷۵$ ،  $۰/۰۰$  و  $۰/۵۸$  است. با در نظر گرفتن سطح خطای ۵ درصد می توان بیان نمود که متغیر های باور های خوش بینانه، باور های بدبینانه و گرایش های احساسی جدید سرمایه گذاران بر روند قیمت بازار اثر ندارد و تنها متغیر گرایش احساسی بر روند قیمت بازار تاثیر منفی و معنی دار دارد. با توجه به موارد اشاره شده می توان بیان نمود که فرضیه اول پژوهش یعنی تاثیر گذاری متغیر باور های خوش بینانه بر روند قیمت بازار رد می شود. در مورد فرضیه دوم پژوهش نیز می توان بیان نمود که باور های بدبینانه سرمایه گذاران بر روند قیمت بازار تاثیر نداشته است. بنابراین، نتایج نشان می دهد که در بازار سرمایه ایران باورهای گذشته سرمایه گذاران در شکل گیری روند قیمت بازار نقشی ایفا نمی کند.

شرط لازم برای اجرای رگرسیون های معادلات به ظاهر نامرتب (SUR) این است که بین جملات خطای معادلات همبستگی وجود داشته باشد. به منظور آزمون همبستگی بین اجزای خطای معادلات از آزمون همبستگی مقطعی پرورش - پاگان استفاده می شود. نتایج این آزمون در جدول (۳) اشاره شده است.

**جدول (۳): نتایج آزمون همبستگی مقطعی پرورش**

**پاگان**

شرح آزمون	آزمون همبستگی اجزای اخلاص	آماره خی دو	سطح معنی داری
همبستگی مقطعی پرورش پاگان	-۰/۰۲۳	۰/۶۵۶	۰/۴۱۷

با در نظر گرفتن سطح خطای ۵ درصد، وجود همبستگی بین اجزای اخلاص رد می شود. از این رو، برای آزمون فرضیه های پژوهش نمی توان از رگرسیون معادلات به ظاهر نامرتب (SUR) استفاده نمود و لازم است هر یک از مدل های پژوهش به صورت جداگانه و با استفاده از روش رگرسیون حداقل مربعات معمولی مورد برازش قرار گیرد.

جدول (۴): نتایج آزمون فرضیه های پژوهش اول و دوم

نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری
عرض از مبدا	-۰/۰۲۴	۱/۲۰۹	-۰/۰۱۹	۰/۹۸
باورهای خوش بینانه	-۰/۰۰۷	۰/۰۸۲	-۰/۰۸۳	۰/۹۳
باور های بدبینانه	-۲/۶۹۵	۸/۶۶۱	-۰/۳۱	۰/۷۵
گرایش های احساسی	-۰/۰۱۵	۰/۰۰۲	-۶/۲۳	۰/۰۰
گرایش های احساسی جدید	-۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	-۰/۵۶	۰/۵۸
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۵		<b>آماره F</b>	۴۵۶۵/۵
آماره دوربین واتسون	۱/۷۵۰		سطح معنی داری	۰/۰۰

معاملات بازار اثر دارند. همچنین، تاثیر ضرایب متغیر های باور های خوش بینانه، باور های بدبینانه و گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر متغیر روند معاملات بازار به ترتیب مثبت، منفی و منفی است. این موضوع نشان می دهد که باور های خوش بینانه سرمایه گذاران در بازار سرمایه باعث افزایش حجم معاملات بازار شده است. اثر منفی متغیر باور های بدبینانه سرمایه گذاران بیانگر این است که در دوره پژوهش بدبینی سرمایه گذاران بر روند حجم معاملات بازار اثر منفی داشته است. در نهایت، نتایج پژوهش نشان می دهد که گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر روند معاملات بازار اثر منفی و معنی دار داشته است. با توجه به موارد اشاره شده می توان بیان نمود که فرضیه چهارم پژوهش یعنی تاثیر گذاری متغیر باور های خوش بینانه بر روند معاملات بازار رد نمی شود.

فرضیه های سوم و چهارم پژوهش به بررسی اثر متغیر های باور های خوش بینانه، باور های بدبینانه سرمایه گذاران بر روند معاملات بازار می پردازد. نتایج مربوط به آزمون فرضیه های پژوهش در جدول (۵) ارائه شده است. هنگامی که متغیر وابسته پژوهش روند معاملات بازار باشد، ضریب متغیر های باور های خوش بینانه، باور های بدبینانه، گرایش های احساسی و گرایش های احساسی جدید به ترتیب  $۰/۸۵۴$ ،  $(-۱۰۰/۲۵۳)$ ،  $(-۰/۰۸۴)$  و  $(-۰/۰۱۰)$  است. همچنین، آماره  $t$  متغیر های باور های خوش بینانه، باور های بدبینانه، گرایش های احساسی و گرایش های احساسی جدید به ترتیب  $۵/۸۲۴$ ،  $(-۵/۰۵۰)$ ،  $(-۸/۸۱۲)$  و  $(-۰/۶۷۳)$  است. با در نظر گرفتن سطح خطای ۵ درصد می توان بیان نمود که متغیر های باور های خوش بینانه، باور های بدبینانه و گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر روند

جدول (۵): نتایج آزمون فرضیه های پژوهش سوم و چهارم

نام متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی استیودنت	سطح معنی داری
عرض از مبدا	۲۲/۷۹۶	۲/۲۷۷	۱۰/۰۱۲	۰/۰۰
باورهای خوش بینانه	۰/۸۵۴	۰/۱۴۷	۵/۸۲۴	۰/۰۰
باور های بدبینانه	-۱۰۰/۲۵۳	۱۹/۸۵۱	-۵/۰۵۰	۰/۰۰
گرایش های احساسی	-۰/۰۸۴	۰/۰۰۹	-۸/۸۱۲	۰/۰۰
گرایش های احساسی جدید	-۰/۱۰	۰/۰۱۵	-۰/۶۷۳	۰/۵۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۲۸		<b>آماره F</b>	۷۷/۹۴۵
آماره دوربین واتسون	۲/۰۴۴		سطح معنی داری	۰/۰۰

در کل، نتایج آزمون فرضیه های پژوهش اشاره دارد که در دوره پژوهش باور های خوش بینانه و بدبینانه سرمایه گذاران در بازار سرمایه بر روند قیمت بازار تاثیر نداشته است. اما، باور های خوش بینانه و بدبینانه سرمایه گذاران در بازار سرمایه به ترتیب موجب افزایش و کاهش روند معاملات بازار در دوره پژوهش شده است.

#### ۷- نتیجه گیری و بحث

باور های خوش بینانه و بدبینانه سرمایه گذاران از تجربه های گذشته شکل می گیرد و بر باورهای آتی آنها درباره جهت گیری های بازار سرمایه تاثیر می گذارد. در این پژوهش تاثیر گذاری باور های سرمایه گذاران بر جهت گیری قیمت سهام و حجم معاملات سهام در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. نتایج این پژوهش نشان می دهد که متغیر باورهای خوش بینی با روند معاملات بازار رابطه معنی داری دارد و با در نظر گرفتن ضریب مثبت متغیر باورهای خوش بینانه می توان نتیجه گرفت که باورهای خوش بینانه سرمایه گذاران بر روند معاملات بازار تاثیر مثبتی دارد. به عبارت دیگر نگاه خوش بینانه و امیدوارانه سرمایه گذاران خوش بین به بازار و تلاش برای به دست آوردن سود مورد انتظار خود باعث می شود تا آنها برای بدست آوردن بازده، حجم معاملات خود را با خرید سهام افزایش دهند. همچنین، بر اساس یافته های این پژوهش متغیر باورهای خوش بینی با روند قیمت بازار رابطه معنی داری ندارد. به عبارت دیگر، علی رغم اینکه خوش بینی سرمایه گذاران توانسته است روند معاملات بازار را تحت تاثیر قرار دهد، اما تاثیری بر روند قیمت بازار نداشته است. نتایج این پژوهش از نظر تاثیر گذاری باور های خوش بینانه بر روند معاملات بازار با پژوهش دهائویی و خارايف (۲۰۱۴)، دهائویی و خارايف (۲۰۱۳) و کارول و همکاران (۲۰۱۰) سازگار است اما با عدم تاثیر گذاری باور های خوش بینانه بر روند قیمت بازار سازگار نیست.

علاوه بر این، نتایج این پژوهش نشان می دهد که متغیر باورهای بدبینانه با روند معاملات بازار رابطه معنی داری دارد و با در نظر گرفتن ضریب منفی متغیر باورهای بدبینانه می توان نتیجه گرفت که باورهای بدبینانه سرمایه گذاران بر روند معاملات بازار تاثیر منفی دارد. به عبارت دیگر، وجود دیدگاه بدبینانه در بازار سرمایه موجب کاهش روند معاملات بازار شده است. این تاثیر منفی با نتیجه پژوهش دهائویی و خارايف (۲۰۱۴) و کارول و همکاران (۲۰۱۰) است. همچنین، بر اساس یافته های این پژوهش متغیر باورهای بدبینانه با روند قیمت بازار رابطه معنی داری ندارد. به عبارت دیگر، علی رغم اینکه باورهای بدبینانه سرمایه گذاران توانسته است روند معاملات بازار را تحت تاثیر قرار دهد، اما تاثیری بر روند قیمت بازار نداشته است. نتایج این پژوهش با پژوهش دهائویی و خارايف (۲۰۱۴) سازگار نیست. نتایج آزمون فرضیه های پژوهش نشان داد که گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر روند معاملات بازار اثر منفی دارد اما گرایش های احساسی جدید سرمایه گذاران بر روند معاملات بازار اثر ندارد. نتایج این پژوهش با پژوهش دهائویی و خارايف (۲۰۱۴) ناسازگار است. نتایج پژوهش حاکی از این است که با افزایش در گرایش های احساسی سرمایه گذاران روند معاملات بازار کاهش می یابد. در تحلیل اثر این منفی می توان اشاره نمود که که افزایش گرایش احساسی به مفهوم بیشتر بودن تعداد تغییرات مثبت نسبت به تغییرات کاهش یافته در سهام است. از این رو، با افزایش گرایش احساسی، انتظار می رود سهام شرکت ها روند افزایشی به خود گرفته باشند و سرمایه گذاران با مشاهده این پدیده در بازار سرمایه و به منظور کسب سود های آتی اقدام به حفظ سرمایه گذاری کرده باشند. همچنین، نتایج آزمون فرضیه های پژوهش نشان می دهد که گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر روند قیمت بازار اثر منفی داشته، اما گرایش های احساسی جدید سرمایه گذاران بر روند قیمت بازار اثر ندارد. نتایج

- سرمایه گذاران بر بازده سهام. فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار تهران، ۱۷: ۱۳-۱
- \* سرلک، کبری، علی پور درویش، زهرا و حمید رضا وکیلی فرد. ۱۳۹۱. تأثیر تصمیم گیری احساسی سرمایه گذاران و متغیرهای تکنیک بنیادی بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۶: ۱۲-۱
- \* سوری علی. ۱۳۹۳. اقتصاد سنجی (پیشرفته) همراه با کاربرد Stata12 و Eviews8. چاپ دوم. تهران: نشر فرهنگ شناسی.
- \* وکیلی فرد، حمید رضا، سعیدی، علی و اکبر افتخاری علی ابادی. (۱۳۹۳). بررسی و تحلیل واکنش های رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران. دانش سرمایه گذاری، ۹: ۲۲۳-۲۴۰.
- \* Akerlof G, Shiller R. (2009). *Animal spirits*. Princeton University Press.
- \* Barberis N., Shleifer A., & Vishny R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343.
- \* Baker, M., Stein, J. C. (2004). Investor sentiment and the cross-section of stock returns, NBER Working Paper # 10449
- \* Beyer A., Guttman, I. (2011). The Effect of Trading Volume on Analysts' Forecast Bias. *The Accounting Review*, 86(2), 451-481.
- \* Carver, C. S., Scheier, M. F., & Segerstrom, S. C. (2010). Optimism. *Clinical Psychology Review*, 30, 879-889.
- \* Chen, S. (2013). Optimistic versus Pessimistic--Optimal Judgmental Bias with Reference Point. arXiv preprint arXiv:1310.2964.
- \* Ciccone S. (2003). Does Analyst Optimism About Future Earnings Distort Stock Prices?, *The Journal of Behavioral Finance*, 4(2), 59-64.
- \* Daniel K., Hirshleifer D. and Subrahmanyam A. (1998). Investor psychology and security market under- and overreactions. *Journal of Finance*, 53, 1839-1886.
- \* Dhaoui, A. (2015). Empirical Linkages between Trading Volume and Stock

پژوهش حاکی از این است که با افزایش در گرایش های احساسی سرمایه گذاران روند قیمت بازار کاهش می یابد. نتایج این پژوهش با پژوهش دهائویی و خرایف (۲۰۱۴) ناسازگار است.

بر اساس یافته های پژوهش می توان پیشنهادهایی را به شرح زیر بیان نمود. نتایج پژوهش نشان داد که باور های خوش بینانه و بدبینانه بر روند معاملات بازار تأثیر دارد. از این رو، به سرمایه گذاران توصیه می شود اثر این عوامل را مورد توجه قرار دهند. به عبارت دیگر اگرچه باورهای خوش بینانه و باورهای بدبینانه توانسته اند حجم معاملات را به ترتیب افزایش یا کاهش دهند اما، از آنجا که این باورها نمی توانند بر روند قیمت بازار اثرگذار باشد، به سرمایه گذاران توصیه می شود باورهای خود را مبنای اتخاذ تصمیم های سرمایه گذاری قرار ندهند. نتایج پژوهش نشان داد که گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر روند معاملات و روند قیمت بازار تأثیر دارد. از این رو، به سرمایه گذاران پیشنهاد می شود اثر این عوامل را در تصمیم گیری های خود مورد توجه قرار دهند و در صورتی که گرایش های احساسی در بازار سرمایه افزایش یابد، اقدام به اجرای استراتژی خرید سهام نمایند یا در صورت داشتن سهم به منظور کسب بازدهی آتی بیشتر، اقدام به نگهداری سهام نمایند. با توجه به تأثیرگذاری متغیرهای گرایش های احساسی سرمایه گذاران و باورهای سرمایه گذاران به شرکت بورس اوراق بهادار تهران توصیه می شود با ارائه شاخص های مناسب اقدام به سنجش گرایش های احساسی و باورهای سرمایه گذاران در بازار سرمایه نمایند.

#### فهرست منابع

- \* امیر اصلانی، حامی (۱۳۸۱). نقش اقتصادی حسابرسی در بازار های آزاد و تحت نظارت. نشریه ۱۵۹ سازمان حسابرسی.
- \* حیدر پور، فرزانه، تاری وردی، یداله و مریم محرابی. (۱۳۹۲). تأثیر گرایش های احساسی

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Chen
- <sup>2</sup> Kruger and Burrus
- <sup>3</sup> Hoffrage
- <sup>4</sup> Haruvy et al
- <sup>5</sup> Carver et al
- <sup>6</sup> Baker and Stein
- <sup>7</sup> Beyer and Guttman
- <sup>8</sup> Dhaoui and Khraief
- <sup>9</sup> Keynes
- <sup>10</sup> Animal Spirits
- <sup>11</sup> Akerlof and Shiller
- <sup>12</sup> Money Illusion
- <sup>13</sup> Dhaoui et al
- <sup>14</sup> Sentiment
- <sup>15</sup> Haruvy et al
- <sup>16</sup> Otten
- <sup>17</sup> Barberis et al
- <sup>18</sup> Daniel et al
- <sup>19</sup> Optimism Investors
- <sup>20</sup> Pessimism Investors
- <sup>21</sup> Weinstein
- <sup>22</sup> Otten
- <sup>23</sup> Chen
- <sup>24</sup> Aggressively
- <sup>25</sup> Conservatively
- <sup>26</sup> Ciccone
- <sup>27</sup> Lee et al
- <sup>28</sup> Hoffmann and Post
- <sup>29</sup> Hoffmann et al
- <sup>30</sup> Oprean
- <sup>31</sup> Seemingly Unrelated Regression
- <sup>32</sup> Ordinary least squares
- <sup>33</sup> Breusch-Pagan Test

Markets Shocks: When Sentiments Drive Investors' Behavior. *Journal of Economic and Social Studies*, 5(2), 105-126.

- \* Dhaoui AB, Bourois S, Byacioglu M. (2013). The Impact of Investor Psychology on Stock Market: Evidence from France. *Journal of Academic Research in Economic*, 1, 35-59
- \* Dhaoui AB, Nacer KH. (2014). Sensitivity of Trading Intensity to Optimistic and Pessimistic Beliefs. *Arab Economics and Business Journal*, 9, 115-132
- \* Haruvy E., Stahl D.E. and Wilson P.W. (1999). Evidence for optimistic and pessimistic behavior in normal-form games. *Economics Letters*, 63, 255-259.
- \* Hoffrage, U. (2004). *Overconfidence*. Westport, CT: Psychology Press.
- \* Hoffmann, A. O., Post, T. (2015). How return and risk experiences shape investor beliefs and preferences. *Accounting & Finance*. Forthcoming issue.
- \* Hoffmann, A. O., Post, T., & Pennings, J. M. (2015). How investor perceptions drive actual trading and risk-taking behavior. *Journal of Behavioral Finance*, 16(1), 94-103.
- \* Keynes J.M. (1936). *The General Theory of Employment Interest and Money*. McMillan London.
- \* Kruger, J., Burrus, J. (2004). Egocentrism and focalism in unrealistic optimism (and pessimism). *Journal of Experimental Social Psychology*, 40, 332-340.
- \* Lee, Charles, Andrei Shleifer, and Richard H. Thaler, (1991), Investor sentiment and the closed end fund puzzle, *Journal of Finance* 46, 75-109.
- \* Otten, W. (1989). *Optimism*, University of Amsterdam.
- \* Oprean C. 2014. Effect of behavioural factor on human finance decisions. *Procedia Economic and finance*, 16, 458-463
- \* Weinstein N.D, (1989). Optimistic biases about personal risk. *Science*, 246, 1232-1233