

تأثیر ازدحام فردی در معاملات و احساسات فردی سرمایه‌گذار بر بازده اضافی سهام

وحید بخردی نسب^۱

فاطمه ژولانژاد^۲

محسن دستگیر^۳

حسام رحمانی^۴

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۹/۰۳

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۴/۰۳

چکیده

دیدگاه سنتی بازده سهام اعتقاد دارد که تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش های بنیادی شرکت مربوط است. ولی تحقیقات اخیر نشان می دهد گرایش احساسی سرمایه گذار نقش مهمی در تعیین قیمت ها و تبیین بازده های سری زمانی، بخصوص برای سهام هایی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردارند و محدودیت زیادی در آربیتراژ دارند ایفا می کند، علاوه بر این افزایش حجم معاملات و ایجاد ازدحام برای انجام معاملات منجر به تغییر بازده اضافی سهام می گردد. این پژوهش یک رویکرد جدید جهت اندازه گیری وسنجش ازدحام فردی معاملات و احساسات فردی سرمایه‌گذار و اثرات مشترک آن ها در مورد بازده اضافی سهام ارائه می نماید. جهت دستیابی به این هدف، دو فرضیه تدوین گردید. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و جهت آزمون فرضیه ها، با استفاده از روش حذف سیستماتیک نمونه‌ای به تعداد ۱۸۶ شرکت طی سال های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۵ انتخاب گردید. برای تجزیه و تحلیل داده ها از مدل رگرسیون چندگانه و داده های ترکیبی استفاده شده است. نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران بر مازاد سهام موثر است. علاوه بر این نتایج حاکی از آن است که تغییرات در ازدحام معاملات در بازار بورس منجر به تغییر مازاد سهام می گردد.

واژه‌های کلیدی: ازدحام معاملات فردی، هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران، مازاد سهام.

۱- دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، واحد نجف آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف آباد، ایران. (عهده دار مکاتبات)

Vahid.BekhradiNasab@gmail.com

۲- دانش آموخته‌ی کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، اهواز، ایران.

۳- استاد تمام بازنشسته حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه شهید چمران اهواز، اهواز، ایران.

۴- دانش آموخته‌ی کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان، اهواز، ایران.

۱- مقدمه

بازده سهام یکی از معیارهای مهم در انتخاب بهترین سرمایه‌گذاری در بازار سهام است (مهرانی و مهرانی، ۱۳۸۲). بنابراین پیش‌بینی بازده یکی از روش‌های بهینه نمودن فرآیند سرمایه‌گذاری است. سهامداران برای تصمیم‌گیری در مورد خرید و فروش سهام شرکت‌ها نیازمند اطلاعاتی برای پیش‌بینی بازدهی سهام شرکت‌ها هستند. امروزه فرضیه قابلیت پیش‌بینی بازده سهام به عنوان واقعیت در مدیریت مالی مورد پذیرش همگان قرار گرفته است (کرمی و همکاران، ۱۳۹۲). در طی چند دهه اخیر ادبیات مالی توانسته است بسیاری از عوامل شکل‌دهی بازده سهام را شناسایی کند. به طور کلی این عوامل اصلی در تاثیر گذاری بر بازده سهام در دو دسته عوامل بنیادی و عوامل غیر بنیادی و روانی قابل تقسیم است. در میان عوامل بنیادی تاثیرگذار بر بازده سهام می‌تواند اشاره به عوامل شرکتی، صنعتی و کلان اقتصادی داشت. کلیه این عوامل که برای پیش‌بینی بازده سهام مورد استفاده قرار می‌گیرد در ادبیات نظری مالی با عنوان تحلیل تکنیکال و تحلیل بنیادی یاد می‌شود. لازم به ذکر است که در ادبیات نظری تحقیقات فراوانی در این باره صورت گرفته است. اما آنچه که در مطالعات جدید بر آن تاکید می‌شود عواملی هستند که خارج از مباحث بنیادی در قالب تئوری‌های روانشناختی مطرح هستند و به نوعی باعث انحراف پیش‌بینی‌ها از مقدار پیش‌بینی در بازده سهام در حالت عادی هستند. طی سال‌های اخیر و بخصوص بعد از بحرن مالی ۲۰۰۸ ادبیات تجربی در بررسی تغییرات بازده سهام تمرکز خود را بیشتر بر این حوزه معطوف کرده است. حوزه‌ای که در چارچوب پارادایم اقتصاد و مالی رفتاری مطرح است. دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش احساسی سرمایه‌گذار، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کند (کیم و هان، ۲۰۰۰).

مالی رفتاری حوزه‌ی تازه‌ای از پژوهش‌های مالی است که به کنکاش در عوامل روان‌شناسانه‌ی مؤثر بر

تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌پردازد. حوزه‌ی مالی رفتاری تلاش می‌کند تا بی‌قاعدگی‌های بازار و سایر فعالیت‌های آن را که از طریق فرضیه‌های بازار کارا قابل توصیف نیستند، تشریح نماید. اصول بنیادین دانش مالی رفتاری، عوامل روان‌شناسانه یا جهت‌گیری‌های رفتاری هستند که بر سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارند، اطلاعات آنان را محدود یا منحرف می‌کنند و ممکن است باعث شوند آنها علی‌رغم صحیح بودن اطلاعات، به نتایج و تصمیم‌های نادرستی برسند (ستایش و شمس‌الدینی، ۱۳۹۵). مکتب یا دیدگاه مالی رفتاری که از تلفیق روانشناسی و مالی به وجود آمده است اظهار می‌دارد که روانشناسی در تصمیم‌گیری مالی نقش ایفا می‌نماید. از آنجا که خطاهای شناختی و انحرافات بر نظریات سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارند، بنابراین بر گزینه‌های مالی نیز اثر گذارند (برایس‌فولد و همکاران^۲، ۱۹۹۶). مالی رفتاری، مطالعه نحوه تحلیل و تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آگاهانه می‌باشد. به عبارت دیگر مالی رفتاری به دنبال تاثیر فرآیندهای روانشناختی در تصمیم‌گیری است.

همان‌گونه که بیان شد مالی رفتاری به دنبال بررسی رفتارها و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در بازار سهام است. مهمترین تصمیم در بازار سهام در جهت کسب سود بیشتر، تصمیم‌های مربوط به فروش، نگهداری و خرید یک سهم است. امروزه ایده رفتار کاملاً عقلایی سرمایه‌گذاران که همواره به دنبال حداکثر کردن مطلوبیت‌شان هستند در راستای توجیه رفتار و واکنش بازارها کافی نیست، بنابراین مالی رفتاری را می‌توان پارادایمی دانست که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که دو فرض اصلی و محدود کننده پارادایم سنتی یعنی بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد. در مالی رفتاری این ادعا مطرح می‌شود که برخی اوقات به منظور یافتن پاسخی برای معماهای تجربی موجود در حوزه‌ی مالی، ضروری است تا این احتمال پذیرفته

شود که گاهی برخی از عوامل اقتصادی کاملاً عقلایی رفتار نمی‌کنند. بر این اساس و با توجه به مطالب بیان شده در مالی رفتاری هیجان‌ات سرمایه‌گذاران یکی از عواملی است که می‌تواند رفتار عقلایی سرمایه‌گذار را تحت تأثیر قرار دهد. شواهد حاکی از آن است که متغیرهای احساسی که بر اساس محدودیت‌های شناختی شکل می‌گیرند، شرایط روانی فعالان بازار بورس را تحت تأثیر قرار می‌دهند (چن و همکاران^۳، ۲۰۰۱). اثر احساسات بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد توجه بسیاری از تحقیقات در زمینه قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی قرار گرفته است. محققان نشان داده‌اند که تغییر در احساس سرمایه‌گذاران تأثیر عمیقی بر قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی دارد و ممکن است احساسات به عنوان جزئی مهم از فرآیند قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی باشد. برخی محققان پیشنهاد کرده‌اند که تغییر احساس و رفتار سرمایه‌گذاران باید به عنوان یک عامل توضیح‌دهنده مناسب و قوی برای تبیین حرکات کوتاه‌مدت بازدهی سهام در کنار سایر عوامل تحلیل‌بنیادی در نظر گرفته شود. عوامل احساسی و درونی نقش عمده‌ای در تصمیمات فردی دارد و می‌تواند تأثیراتی بر بازار مالی از خود بجای بگذارد (لیستون^۴، ۲۰۱۶). به عنوان مثال نقش آب و هوا و الگوی خواب معامله‌کنندگان بازار در قیمت سهام اثر گذار است که این تأثیر به موقعیت احساسی و تأثیرات درونی باز می‌گردد (لین^۵، ۲۰۰۶).

بر این اساس و با توجه به تأکیدات، احساسات سرمایه‌گذاران از جمله عواملی است که در کنار عواملی بنیادی هم می‌تواند در فرآیند شکل‌دهی بازدهی و قیمت موثر باشد و هم می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذار در مورد خرید، فروش و یا نگهداری یک سهم موثر باشد که خود این نیز به نوبه خود، حجم معاملات را به شدت تحت تأثیر قرار می‌دهد. حجم معاملات سهام از دو دیدگاه بر بازده مورد انتظار سهام مؤثر است، اول اینکه نقدشوندگی سهام یک ویژگی مطلوب برای سرمایه‌گذار است، بنابراین هرچه حجم معاملات سهام بیشتر باشد قدرت نقدشوندگی سهام

بالتر و ریسک نقدشوندگی پایین‌تر ارزیابی می‌شود و در نتیجه بازده کمتری انتظار می‌رود. از دیدگاه دیگر گردش معاملاتی سهام موجب می‌شود توزیع بازده سهام محدود شود، یعنی بازده سهام حول میانگین خواهد بود. اما اگر گردش معاملاتی سهام پایین باشد، نوسان بازده بیشتر خواهد بود و واریانس توزیع بازده بیشتر از وضعیتی است که گردش معاملاتی بالاست (قائمی و طوسی، ۱۳۸۴). بنابراین به طور کلی می‌توان گفت که در درجه اول احساسات و تمایلات روانی سرمایه‌گذاران هم به طور مستقیم و غیر مستقیم در تعیین بازده سهام موثر است. از سوی دیگر نیز و با توجه به تأکیدات مبانی نظری و نتایج مطالعات تجربی، حجم معاملات نیز باز در تعیین قیمت و بازده سهام می‌تواند موثر باشد که تا حد زیادی شدت این اثر به شدت افزایش حجم معاملات بر می‌گیرد که خود آن نیز تابعی از احساسات و تمایلات سرمایه‌گذار نسبت به خرید و فروش سهام است. در کنار این موضوعات، نکته مهم دیگری که وجود دارد و یانگ و ژو^۶ (۲۰۱۶) به آن توجه داشته‌اند، حالات روانی بوجود آمده در اثر تمایل برای خرید یا فروش یک سهم است که تحت عنوان اثر ازدحام^۷ از آن یاد می‌شود.

یانگ و ژو (۲۰۱۶) تأکید دارند در صورتی که برای یک سهم مشخص صف خرید (صف فروش) تشکیل شده باشد، می‌تواند احساسات روانی دیگر سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد و این عامل بر تصمیمات سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران و بازده سهام نیز تأثیرگذار خواهد بود. به عبارتی این اثر به طرز خودبخود باعث بالا رفتن حجم معاملات در هر دو حالات (صف خرید و صف فروش) خواهد بود. علی‌رغم توجه و تأکیدات مبانی نظری بر اهمیت مباحث رفتاری و احساسی در فرآیند تصمیم‌گیری با سیری در مطالعات تجربی چه در داخل کشور و چه در خارج کشور مشخص می‌شود که هنوز بیشتر مطالعات بر اثر عوامل بنیادی در شکل‌گیری تصمیمی‌ها و رفتارهای سرمایه‌گذاران تأکید دارد. این در حالی است که بخصوص برای کشورهای کمتر توسعه یافته مانند ایران

مطالعات نشان داده‌اند که فعل و انفعالات در بازار سهام بیشتر تحت تاثیر عوامل احساسی و رفتاری است. در بازار بورس ایران، وجود عواملی چون سرمایه‌گذاران فرص طلب، دخالت‌های دولت و وجود شواهدی دال بر کارا نبودن بازار، باعث نابرابری قیمت با ارزش شده است. لذا نتایج حاصل از پژوهش‌هایی که فرضیه‌های بازار کارا را در نظر نمی‌گیرند، نمی‌تواند نتیجه بخش باشد. در نتیجه پژوهش‌های حسابداری، باید بیشتر حول محورهای کلان اقتصادی و شناخت دقیق‌تر رفتار سرمایه‌گذاران و رفتار دولت در برخورد با بازار بورس متمرکز شود (ثقفی، ۱۳۸۲). بر این اساس لازم است تا در بررسی عوامل موثر در شکل‌گیری بازده سهام به عوامل رفتار و بخصوص احساسات سرمایه‌گذار در تمایل به خرید و فروش یک سهم، مورد توجه قرار گیرد. لذا این پژوهش در نظر دارد تا اثر احساسات سرمایه‌گذاران و ازدحام در معاملات را بر بازار اضافی سهام مورد بررسی قرار دهد و سوال اصلی آن پیرامون این مهم است که آیا تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و ازدحام معاملات فردی در بازار بورس ارواق بهادار تهران بر بازده اضافی سهام اثرگذار است یا خیر. در ادامه پژوهش به بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها، مدل و متغیرهای پژوهش، جامعه حجم نمونه، یافته‌های پژوهش و در نهایت بحث و نتیجه‌گیری پرداخته شده است.

۲- مرور بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

هدف عمده‌ی سرمایه‌گذاران از سرمایه‌گذاری در بازار سهام، کسب بازده معقول است و بازده از دو بخش تغییرات قیمت سهام و سود سهام تقسیمی به دست می‌آید. سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی باید بتوانند با استفاده از مدل‌های سرمایه‌گذاری، قیمت سهام و بازده را پیش‌بینی کنند. تئوری مالی سنتی بیان می‌کند که قیمت سهام، ارزش بنیادی سهام را نشان می‌دهد و منعکس‌کننده‌ی ارزش جریان‌های نقدی آتی است. از دیدگاه فرضیه‌ی بازار کارا، قیمت

اوراق بهادار منعکس‌کننده‌ی تمام اطلاعات موجود در بازار است و انتظار می‌رود که تأثیر هرگونه اطلاعات جدید در بازار، سریعاً در قیمت سهام شرکت‌ها منعکس شود. بر پایه‌ی این تئوری، سرمایه‌گذاران دارای رفتار عقلایی بوده، به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت مورد انتظار خود هستند (تلنگی، ۱۳۸۳). بر این اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است و رفتار غیرعقلایی سرمایه‌گذار تأثیری بر بازده ندارد. اما شواهد حکایت از آن دارد که بین‌گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده اضافی سهامی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردارند، رابطه‌ی مثبتی وجود دارد (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲). دلیل مثبت بودن این ارتباط دیدگاه سنتی بازده سهام است که این دیدگاه معتقد است تغییرات سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌ها بنیادی شرکت مربوط است. پس‌گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار نقش مهمی در تعیین قیمت سهام و تبیین بازده‌های سری زمانی، بخصوص برای سهام‌هایی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردارند و محدودیت زیاد در آربتراژ دارند بازی می‌کند. در نتیجه باید براساس متغیرهای احساسی، شرایط رفتاری فعالان بازار بورس را بررسی کرد. به عبارت دیگر، به جز عوامل بنیادی، باید تأثیر عوامل رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران را نیز بر قیمت و بازده سهام در نظر گرفت (ستایش و شمس‌الدینی، ۱۳۹۵). یکی از اهداف اساسی تئوری قیمت‌گذاری دارایی‌ها، شناخت منبع قیمت سهام است. مطالعات اخیر در امور مالی رفتاری نشان می‌دهد که هر دو اندیشه سرمایه‌گذار و رفتار سرمایه‌گذار تأثیر قابل توجهی بر بازده سهام دارند. به طور معمول، شیلر^۸ (۲۰۱۱، ۲۰۱۴) تأکید می‌کند که تحقیقات با توجه به رفتار واقعی انسان باید به این نکته توجه کنند که مردم واقعا چگونه فکر می‌کنند و عمل می‌کنند. از یک سو، یک نظر سنجی گسترده نشان می‌دهد که اعتماد سرمایه‌گذاران تأثیر قابل توجهی بر بازده سهام دارد. به عنوان مثال، باکر و وارگلر^۹ (۲۰۰۶)

سرمایه‌گذاران نهادی را توصیف می‌کند؛ بنابراین، معیارهای معاملات تجمعی، معاملات فردی تجمعی است که متفاوت از اندازه سهام در سطح سهام تجمعی است. دوم، این مطالعات، اثرات ترکیبی معاملات و سرمایه‌گذاران را بررسی نمی‌کند (یانگ و ژو، ۲۰۱۶). پس به نظر ضروری می‌رسد نقش تجمع سفارش سهام و احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده اضافی سهام بررسی شود. در ادامه به بررسی پیشینه مرتبط با متغیرهای پژوهش پرداخته شده است.

۲-۱- ارتباط هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و بازده اضافی سهام

بیش از ۱۰۰ سال قبل ویلیام جیمز (۱۸۸۴) درباره ماهیت پدیده‌ای بنام احساسات و هیجانات اقدام به تحقیق نمود. ویلیام جیمز (۱۸۸۴) استدلال می‌کند که انسان با رویارویی مسایل به صورت خودکار و بر اساس تجارب احساسی واکنش نشان می‌دهد. کنون (۱۹۲۷) برخورد‌های احساسی را بسته به موقعیت‌های اضطراری بر اساس مفهوم مرکز اصلی ادراک (فهم) و فرآیند همزمان آن مرتبط می‌کند و خودکار بودن واکنش‌های احساسی را نامربوط می‌داند. اسکاچتر (۱۹۶۴) استدلال کنون (۱۹۲۷) را پیرامون عدم امکان واکنش خودکار رد می‌کند و براساس شواهد موجود (آزمایش‌هایی که روی حیوانات انجام داد) دریافت که واکنش‌ها نسبت به احساسات می‌تواند از لحاظ جسمی حتی سریع‌تر از احساس باشد. بطور خلاصه احساسات را می‌توان پدیده‌ای مفهومی سازی شده از موقعیت-های ارزیابی، عاطفی، بین‌المللی و کوتاه‌مدت تعریف کرد (پارکینسون^{۱۴}، ۱۹۹۵). تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران و هیجانات رفتاری در بازار سرمایه موجب انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی یا بنیادین می‌گردد (باکر و همکاران^{۱۵}، ۲۰۱۲). هنگامی که سرمایه‌گذاران دچار خوش‌بینی می‌شوند، ممکن است از اطلاعات منفی چشم‌پوشی کرده و تحت تاثیر اطلاعات مثبت، قیمت سهام را بیش از میزان واقعی

نشان می‌دهد که اعتماد سرمایه‌گذاران اثرات بیشتری بر بازده سهام کوچک، سهام جوان، سهام دارای نوسان بسیار و سهام غیر سودآور دارد. از سوی دیگر، پژوهش‌های زیادی نشان می‌دهند که تجمع سفارش سهام بر بازده سهام تاثیر می‌گذارد. تحقیقات در پژوهش‌های استامبق و همکاران^{۱۱} (۲۰۱۵، ۲۰۱۴، ۲۰۱۲) نشان می‌دهند که احساسات بازار می‌تواند مجموعه‌ای از ناهنجاری‌ها را در بازار مالی توضیح دهد. استامبق و همکاران (۲۰۱۵، ۲۰۱۴، ۲۰۱۲) نقش تعیین‌کننده در بازار را در مجموعه‌ای از ناهنجاری‌ها در بازده مقطعی سهام بررسی می‌کنند. این مطالعات نقش اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار بورس را نسبت به قیمت‌داری‌ها تحلیل می‌نماید. علاوه بر احساسات بازار، کومار و لی^{۱۱} (۲۰۰۶) از عدم تعادل خرید و فروش برای تسخیر احساسات سرمایه‌گذار خرده‌فروشی استفاده می‌کنند و همچنان نشان می‌دهد که تغییرات در اعتماد خرده‌فروشی در سطح نمونه، ممکن است باعث افزایش اعتماد به نفس در بازده سهام شود. با این حال، در ادبیات بالا نقش عوامل سرمایه‌گذار سهام فردی نادیده گرفته شده است. علاوه بر این، برخی پژوهش‌ها نظیر چن و همکاران (۲۰۱۳) به صورت تئوری پویای گرایشی احساسات سهام را پیشنهاد می‌کنند و برخی پژوهشگران نظیر فرازی و لامونت^{۱۲} (۲۰۰۸) و لی^{۱۳} (۲۰۱۳) اثرگذاری احساسات سرمایه‌گذاران سهام بر قیمت سهام را بررسی نموده‌اند. فرازی و لامونت (۲۰۰۸) از جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری جهت سنجش احساسات سرمایه‌گذاران فردی سهامداران استفاده نموده‌اند و نشان دادند که سهام‌هایی که توسط سرمایه‌گذاران خرده‌فروش با توجه به جریان صندوق‌های سرمایه‌گذاری بیش از حد مورد توجه قرار می‌گیرند، بازده‌های بعدی آن‌ها کاهش می‌یابد. پژوهش‌ها در خصوص تجمع سفارش سهام محدود و اندک است. کمبود پژوهش‌ها در خصوص تجمع سفارش سهام، احساسات سرمایه‌گذاران و بازده مازاد سهام در بین پژوهش‌های تجربی، به دو دلیل است. اولاً، ادبیات تجربی موجود، فقط معاملات تجمعی

ارزیابی کنند. برعکس، هنگامی که سرمایه‌گذاران دچار بدبینی می‌شوند، ممکن است از اطلاعات مثبت چشم‌پوشی کرده و تحت تأثیر اطلاعات منفی قیمت سهام را کمتر از میزان واقعی ارزیابی کنند. هنگامی که قیمت سهام بیش از واقع قیمت‌گذاری شود، هزینه سرمایه کاهش پیدا می‌کند. در این صورت، بر اساس تئوری زمان‌بندی بازار، مدیران برای دستیابی به منابع مالی سهام جدید منتشر خواهند کرد. پس از اینکه مدیران به منابع مالی کافی برای سرمایه‌گذاری دست یافتند، ممکن است سرمایه‌گذاری‌های شرکت را افزایش دهند. اگر مدیران بدون ارزیابی دقیقی اقدام به افزایش سرمایه‌گذاری‌های شرکت کنند، ممکن است منابع را در پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی منفی هدر دهند، که مازاد بازده سهام شکل می‌گیرد. اما اگر قیمت سهام شرکت کمتر از واقع قیمت‌گذاری شود، هزینه سرمایه افزایش پیدا می‌کند. در چنین مواقعی مدیران سهام جدیدی منتشر نخواهند کرد و ممکن است با مد نظر قرار دادن سیاست کاهش سرمایه-گذاری‌های شرکت، از پروژه‌هایی با خالص ارزش فعلی مثبت صرف‌نظر نمایند که بازده اضافی سهام به وجود نمی‌آید. بنابراین، تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران از طریق قیمت‌گذاری نادرست سهام در بازار و پیامدهای آن منجر به شکل‌گیری پدیده ناکارایی سرمایه‌گذاری می‌گردد (چن^{۱۶}، ۲۰۱۳). پس ارتباطی منطقی بین تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران و بازده اضافی سهام وجود دارد. نظریه تأمین مالی بیان می‌کند احساسات سرمایه‌گذاران، بنا به زمان‌بندی بازار توسط مدیران برای ارائه سهام، میزان سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. طبق این نظریه، شرکت‌ها با مبالغ هنگفتی از وجوه داخلی یا با داشتن ظرفیت استقراض بالا، به تأمین منابع مالی برای سرمایه‌گذاری نیازی ندارند. به عبارت دیگر، تصمیم‌های سرمایه‌گذاری این‌گونه شرکت‌ها، تحت تأثیر نوسانات قیمت سهام قرار نمی‌گیرد. حتی در صورت نبود وابستگی زیاد به سرمایه هنگامی که مدیران انگیزه ایجاد احساس خوش‌بینی یا احساس بدبینی در

سرمایه‌گذاران را دارند، قیمت‌گذاری نادرست سهام تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد. بر مبنای عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران بالقوه بر اساس مشاهداتشان از رفتار سرمایه‌گذاری شرکت، آن را مورد ارزیابی قرار می‌دهند (گراندی و لی^{۱۷}، ۲۰۰۸؛ پلک و ساپینزا^{۱۸}، ۲۰۰۹). علاوه بر نظریه نظریه تأمین مالی، بر اساس نظریه پذیرائی نیز احساسات سرمایه‌گذاران میزان بازده سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. طبق نظریه پذیرائی، هنگامی که سرمایه‌گذاران خوش‌بین هستند، ولی مدیران از پذیرش سرمایه‌گذاری‌های مطلوب از دید سرمایه‌گذاران امتناع می‌ورزند، ممکن است سرمایه‌گذار سهام خود را به فروش برسانند که منتج به کاهش موقتی در قیمت سهام شرکت خواهد شد. بنابراین مدیران جهت القاء احساس خوش‌بینی و یا بدبینی در سرمایه‌گذاران، افزایش و یا کاهش سرمایه‌گذاری را انتخاب خواهند کرد، که به تبع آن با حداکثر سازی قیمت سهام شرکت در کوتاه‌مدت بتوانند حقوق یا پاداش زیادی را عاید خود نمایند. به هر حال، هنگامی که مدیران احساس سرمایه‌گذاران را متأثر می‌سازند، احتمال دارد بیش سرمایه‌گذاری یا کم سرمایه‌گذاری رخ دهد و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت تحت تأثیر قرار گیرد (چن، ۲۰۱۳). پس انتظار می‌رود که با افزایش تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران، بازده اضافی سهام افزایش یابد.

۲-۲- ارتباط ازدحام معاملات فردی و بازده

اضافی سهام

در پژوهش‌های زیادی حجم بالای معاملات بازار به فرآیند اعتمادی نسبت داده شده است. مطالعات تجربی متعددی شواهدی مبنی بر این موضوع فراهم آورده‌اند که فرآیند اعتمادی نقش محوری در توضیح تمایل سرمایه‌گذاران حقیقی به معاملات متهورانه و زیاد دارد. نکته مشترک در بسیاری از مطالعات در زمینه فرآیند اعتمادی، رابطه مستقیم بین سطح فرآیند اعتمادی و حجم معاملات

که تغییرات بازده و حجم معاملات را سبب می‌شوند. دسته دوم تئوری‌های پراکندگی عقاید^{۲۴} یا اختلاف نظر^{۲۵} هستند که ارتباط حجم و بازده را به اختلافات در باورها و عقاید سرمایه‌گذاران بازار مرتبط می‌سازند، یعنی این رابطه بستگی به این دارد که چه کسانی و چرا معامله می‌کنند. پس می‌توان انتظار داشت که تغییرات در ازدحام معاملات فردی بر بازده اضافی سهام اثر مثبت داشته باشد.

۲-۳- پیشینه پژوهش

هومس و ویلب^{۲۶} (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان "بررسی ناهمسانی در رفتار سرمایه‌گذاران در زمان رکود و رونق در بازار سهام" به بررسی تغییرات رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام آمریکا در دوره های رکود و رونق پرداخته‌اند. در این پژوهش، پژوهشگر برای شناخت دیدگاه سرمایه‌گذاران در مورد قیمت سهام از مدل رفتاری کمپل و کوکران از سوئی و از سوی دیگر مدل گردوون استفاده نموده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که برخلاف نظر تحلیلگران بنیادی در بازار سهام، تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سهام به شدت تحت تاثیر رونق و رکود در بازار و حالت روانی متأثر از آن است و کمتر از متغیرهای بنیادی دیگر تاثیر می‌پذیرد.

کاله^{۲۷} (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "رابطه بین جو اعتماد در بازار سهام و بازده سهام در بورس اوراق بهادار استانبول" رابطه بین وجود فضای عمومی اعتماد را به سهامی مشخص و بازده سهام را با استفاده از یک مدل VAR مورد بررسی قرار داده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که هیچ جریان علیتی از فضای عمومی اعتماد به بازده سهام مشاهده نشده است اما با این وجود، نتایج حاصل از مدل VAR حاکی از وجود اثر بازدهی مثبت یک سهم در ایجاد جو اعتماد در بازار سهام است. همچنین نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که شاخص هیجانانگیز سرمایه‌گذاری

است، به نحوی که حتی در برخی مطالعات حجم معاملات به عنوان شاخصی برای فرآیند اعتمادی در نظر گرفته شده است (چن و همکاران^{۱۹}، ۲۰۰۷). بازده اضافی سهام، یکی از موضوعات بحث برانگیز مالی است که در سال‌های اخیر مورد توجه محققان در بازارهای نوظهور قرار گرفته است. بر اساس مطالعاتی که تاکنون به بررسی بازده اضافی سهام در بورس‌های اوراق بهادار پرداخته است، حجم سهام معامله شده^{۲۰} به‌عنوان یک پروکسی از ازدحام معاملات فردی بر بازده اضافی سهام شناخته شده است. حجم معاملات سهام در ایجاد بازده و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مؤثر است. هر چه حجم معاملات سهام بیشتر باشد قدرت نقدشوندگی سهام نیز بالاتر ارزیابی می‌شود (خشنود و فرخنده، ۲۰۱۵). نتایج برخی مطالعات نیز وجود یک رابطه قوی و مثبت میان حجم و نوسان‌پذیری را تأیید می‌کنند و به عبارت دیگر حجم معاملات بالا را با نوسان‌پذیری مرتبط می‌دانند (تهرانی و پورابراهیمی، ۲۰۰۹). ولی بررسی‌های کمتری در تشریح رابطه میان ازدحام معاملات فردی و بازده اضافی سهام پرداخته شده است. در این پژوهش رابطه میان ازدحام معاملات فردی و بازده اضافی سهام، با استفاده از داده‌های حین روز^{۲۱} بررسی شده است. در واقع نوآوری صورت گرفته در این پژوهش، بررسی رابطه بیان شده در معاملات حین روز، توجه به اثر یو شکل و حذف آن است. شناخت عوامل مؤثر بر رابطه میان ازدحام معاملات فردی و بازده اضافی سهام می‌تواند به تعدیل یا ابقای قوانین خاص معاملاتی حاکم بر بورس اوراق بهادار تهران از جمله حد نوسان قیمت و حجم مینا توسط مقام ناظر کمک شایانی نماید (اسلامی بیگدلی و شعبان پور فرد، ۱۳۹۵). در مورد تبیین ارتباط بین ازدحام معاملات فردی و بازده اضافی سهام دو دسته تئوری وجود دارد. دسته اول تئوری‌های اطلاعاتی هستند، مانند فرضیه ترکیب توزیع‌ها (MDH)^{۲۲} و فرضیه ورود متوالی اطلاعات^{۲۳} (SIAH). این تئوری‌ها اطلاعات را به عنوان نیروی محرکی در نظر می‌گیرند

احساسی سرمایه گذار بر بازده است و متعلق به سهام هایی با ارزیابی ذهنی بالاست. به عنوان مثال سهام هایی با ارزش بازار پایین در زمانی که اثر روز هفته قوی تر است، بیشتر تحت تاثیر گرایش های احساسی قرار می گیرند. همچنین در این تحقیق، ارتباط بالایی بین گرایش احساسی و بازده کشف شد.

لینگ و همکاران^{۳۱} (۲۰۱۰) ارتباط مثبتی بین گرایش احساسی سرمایه گذار و بازده های ۳ ماهه بعدی در دو بازار واقعی خصوصی و عمومی پیدا کردند. آنها همچنین نتیجه گرفتند که گرایش احساسی سرمایه گذار نقش مداوم بیشتری در منحرف کردن از ارزش های بنیادی و ایجاد مانع بر سر راه استفاده از فرصت توسط آربیتراژگران آگاه، در بازارهای خصوصی (به خاطر عدم نقدینگی، عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت در افشا قیمت) نسبت به بازارهای عمومی بازی می کند.

کیم و ها (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر قیمت سهام پرداختند. آنها ۴ پنجم پرتفوی مرتب شده بر اساس اندازه، ارزش دفتری به بازار، مالکیت نهادی و قیمت ایجاد نموده و اینگونه نتیجه گیری کردند که گرایش های احساسی سرمایه گذاران بطور سیستماتیک قیمت سهام شرکت های کره ای با اندازه کوچک، قیمت سهام پایین و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار کم و درصد مالکیت نهادی پایین را تحت تأثیر خود قرار می دهد. همچنین به این نتیجه رسیدند که اضافه کردن شاخص گرایش احساسی سرمایه گذاران به مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای عملکرد مدل را تقویت بخشیده و اثرات اندازه، ارزش و مومنتوم را بهتر توضیح می دهد.

هنگل براک و همکاران^{۳۲} (۲۰۰۹) دو شاخص گرایش احساسی AAI و Sentix را، به ترتیب از آمریکا و آلمان استفاده کردند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که شاخص گرایش احساسی به طور منفی در آمریکا و به طور مثبت در آلمان با بازده های آتی مرتبط است. همچنین اثر مثبت روز اعلامیه را در

میشیگان قدرت توضیح دهندگی زیادی در توضیح رفتار سرمایه گذاران در بازار سهام ترکیه را دارد.

یانگ و ژو (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "اثر ازدحام در معاملات و هیجانات روانی بر بازده سهام" به بررسی این موضوع در بازار سهام چین با استفاده از یک مدل رگرسیونی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که هر دو عامل تمایل بیش از حد برای خرید و فروش یک سهم و حالات هیجانی در بازار سهام به شدت بازده سهام را می تواند تحت تاثیر قرار دهد.

سان و همکاران^{۲۸} (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "پیش بینی بازده سهام و هیجانات سرمایه گذاران" به بررسی حالت روانی سرمایه گذاران بر بازده سهام برای سهام پر معامله در بازار بورس ارواق بهادر امریکا پرداخته است. در این پژوهش، پژوهشگر با بکارگیری یک مدل رگرسیونی عوامل موثر بر پیشی بینی بازده سهام در ساعات اولیه بازار سهام را بررسی نموده است. نتایج این پژوهش نشان می دهد که حالات روانی و هیجانی سرمایه گذاران (که در ساعات اولیه بازار به دلیل در معرض اخبار متفاوت از تلویزیون، رادیو و اینترنت می باشد) به شدت بر بازده سهام اثرگذار است.

بینیک و بروکس^{۲۹} (۲۰۱۰) در پژوهشی به بررسی اثر حجم معاملات سهام بر پیش بینی تغییرات بازده بازار سهام با استفاده از ۴ معیار متفاوت از حجم معاملات برای یک نمونه از شرکت های پذیرفته شده در بازار سهام استرالیا در دوره پنج ساله ۲۰۰۵-۲۰۰۰ پرداختند. نتایج حاصل از تحقیق آنها نشان می دهد که حجم معاملات تا حدودی دارای قدرت پیش بینی برای شرکت های با حجم معاملاتی بالا و صنایع خاص در بازار استرالیا می باشد. ولی برای شرکتهای کوچک، حجم معاملات به همان اندازه دارای قدرت پیش بینی برای توضیح بازده سهام نبود.

وو و همکاران^{۳۰} (۲۰۱۰) برای اولین بار اثر ۷ روز هفته و بازده سهام را با گرایش احساسی سرمایه گذار مرتبط کردند. تخمین های تجربی حاکی از آن است که نقش اثر روز هفته بر بازده، مشابه نقش گرایش

های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیرگذار است.

بخردی نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶) در پژوهشی دیگر به بررسی تأثیر کیفیت سود بر رابطه بین مومنتوم و بازده اضافی سهام پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان داد که پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود، کیفیت ارقام تعهدی و هموارسازی سود بر بازده اضافی سهام بر اساس مدل فاما و فرنچ با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیرگذار است.

سروش یار و علی احمدی (۱۳۹۵) به بررسی نقش مومنتوم و احساسات سرمایه‌گذاران بر رفتار توده وار در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. نتایج پژوهش نشان داد که احساسات سرمایه‌گذاران بر رفتار توده وار تأثیر معنی داری دارد. آزمون علیت گرنجر نیز مؤید این نتیجه است. همچنین شواهدی مبنی بر وجود تأثیر معنی دار متغیرهای مومنتوم و اندازه شرکت بر رفتار توده وار در پژوهش این محققین مشاهده نگردید.

ستایش و شمس الدینی (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌ها پرداخته‌اند. نتایج پژوهش نشان داد که متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به قیمت هر سهم، دارای ارتباط مثبت معنادار و متغیر اثر زیان‌گریزی دارای ارتباط منفی معناداری با قیمت سهام می‌باشند؛ اما بین سه متغیر اثر برگشت بلندمدت و اثر اندازه و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به خالص جریان‌های نقدی هر سهم با قیمت سهام رابطه‌ی معناداری یافت نشد. علاوه‌براین، متغیر نرخ بازده دارایی‌ها ارتباط مثبت و نرخ بازده فروش ارتباط منفی با قیمت سهام دارد. بین دو متغیر نسبت سرمایه در گردش به دارایی‌ها و نرخ رشد دارایی‌ها با قیمت سهام، رابطه‌ی معناداری یافت نشد.

آلمان پیدا نمودند. برای بازار آمریکا نیز، در دوره ۱۹۹۴-۱۹۸۷ اثر منفی روز انتشار گرایش احساسی تایید شد اما در دوره های دیگر اثر روز انتشار معنی دار نمی باشد. بدین معنی که شاخص بازده نسبت به انتشار شاخص گرایش احساسی واکنش نشان می‌دهد. باکر و وارگلر (۲۰۰۶) چگونگی تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده مقطعی سهام را مورد مطالعه قرار دادند. بر اساس یافته های آن ها هنگامی که شاخص اول دوره گرایش های احساسی در سطح پایین می باشد، بازده سهام شرکت های کوچک، تازه تأسیس، پرنوسان، غیر سودده، فاقد سود تقسیمی، مستعد رشد و دچار بحران های مالی، بالا می باشد و برعکس. این موضوع بیانگر این است که چنین سهام هایی در دوران نزولی گرایش های احساسی سرمایه‌گذاران، بطور نسبی کمتر از واقع قیمت گذاری می‌شوند.

کومار و لی (۲۰۰۶) در مطالعه ای مدل های مربوط به معامله گران اختلال را مورد بررسی قرار دادند. یافته های آنها حاکی از این است که معاملات سیستماتیک خرد، تغییرات بازده سهام هایی که بیشتر مورد توجه معاملات خرد قرار می گیرند(شامل سهام شرکت های کوچک، قیمت پایین و نسبت مالکیت نهادی کم) را تبیین می‌کنند و این موضوع در رابطه با سهام هایی که از هزینه آربیتراژ بالاتری برخوردار هستند بیشتر نمود پیدا می کند. بر اساس نتیجه گیری آن ها گرایشات و تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران در ایجاد بازده نقش دارند.

بخردی نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر سایر مکانیسم های کیفیت سود بر بازده اضافی با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ با تکنیک پرتفوی بندی ۲۴ گانه به صورت فصلی پرداخته‌اند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که معیارهای کیفیت سود بر بازده اضافی سهام بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام در شرکت

تمایلاتی در بین سرمایه گذاران است. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهد، اندازه شرکت تأثیری بر شدت اثر تمایلاتی ندارد.

طالب‌نیا و زارع نیکو پور (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر متغیرهای مالی شرکت‌ها بر حجم معاملات آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی میزان و چگونگی تأثیر متغیرهای مالی شرکت‌ها بر حجم معاملات پرداختند. متغیرهای مالی مورد بررسی در این پژوهش شامل بازده سالانه، قیمت به سود، نرخ تقسیم سود و سود هر سهم می‌باشد. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد متغیرهای مالی بر حجم معاملات شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد. ولی این تأثیرگذاری به صورت یکسان نیست. در مجموع پیشنهاد می‌شود، سرمایه‌گذاران در هنگام تصمیم‌گیری برای سرمایه گذاری در بورس از متغیرهای مالی شرکت‌ها به ویژه نقدشوندگی، ریسک و بازده سهام استفاده کنند.

نجارزاده و زیوداری (۱۳۹۲) رابطه تجربی بین حجم معاملات و بازده سهام و نوسانات بازده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها ارتباط همزمان بین حجم معاملات و بازده سهام را تأیید کرده و یک ارتباط بازخوردی (دوطرفه) نیز بین حجم معاملات و بازده سهام را مورد تأیید قرار داد.

شاه‌وردیانی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر رویدادهای تقویمی هجری قمری بر بازده سهام و حجم معاملات روزانه در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی اثرات تقویمی به عنوان شاخه ای از مالی رفتاری، بر بازده و حجم معاملات در اوقات خاصی از سال توجه می‌کند و به دنبال این است تا ببیند آیا تفاوت معنی داری بین بازده و حجم معاملات قبل از این روزهای مورد نظر با بازده و حجم سایر روزها (مطابق آنچه در بسیاری از بازارهای نقاط مختلف دنیا دیده شده) وجود دارد یا خیر؟ نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که اثر ماه رمضان و ماه محرم بر بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران تأیید می‌شود. به طوری که بازدهی با شروع دو ماه مذکور افزایش می‌یابد. اما در مورد حجم معاملات اثر یا تفاوت

بشیری منش (۱۳۹۵) به بررسی نقش احساس در تصمیم‌گیری سرمایه گذاران پرداخته است. تحقیق حاضر به بررسی این موضوع می‌پردازد که آیا تغییرات در احساساتی که توسط افراد تجربه می‌شود، بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران اثرگذار است و به الگوهای قابل پیش‌بینی در قیمت گذاری سهام منتهی می‌شود. بررسی یافته‌های مقالات داخلی و خارجی نشان می‌دهد، حالات و احساسات سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری درباره خرید و فروش سهام بر منطق تصمیم‌گیری آنها تأثیر بسزایی دارد.

حیدر پور و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام، به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران، بر بازده سهام پرتفوی‌های مرتب شده بر اساس اندازه، قیمت، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی در قلمرو زمانی ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۸، پرداخته‌اند. نتایج این تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی دار گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی می‌باشد.

بدری و کوچکی (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان حجم معاملات و بازده سهام: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران بر اساس تحلیل مالی رفتاری، به بررسی آزمون تجربی دو سوگیری رایج رفتاری فرااعتمادی و اثر تمایلاتی در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره ۱۰ ساله از طریق بررسی رابطه حجم معاملات و بازده با وقفه پرداخته است. در این پژوهش جهت تبیین روابط از مدل‌های خودرگرسیو برداری، خودرگرسیو برداری پانل و تابع عکس‌العمل استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین حجم معاملات و بازده باوقفه بازار وجود ندارد؛ بنابراین شواهدی مبنی بر وجود سوگیری فرااعتمادی در بین سرمایه‌گذاران مشاهده نمی‌شود. لیکن، رابطه مستقیم و معناداری بین حجم معاملات سهام منفرد و بازده باوقفه آنها وجود دارد، که نشان‌دهنده وجود اثر

معنی‌داری در روزهای دو ماه مورد نظر مشاهده نشده است.

فرمولی که برای بازده سهام در ره آورد نوین تعریف شده است، به شرح رابطه (۲) می‌باشد.

رابطه (۲)

$$R_{i,t} = \frac{(1 + \alpha)P_{i,t} - P_{i,t-1} - \alpha(1000) + (1 + \alpha)D_{i,t}}{P_{i,t-1} + \alpha(1000)}$$

در این رابطه:

$R_{i,t}$: بازده واقعی سهام شرکت i در دوره t

$P_{i,t}$: قیمت سهام شرکت i در انتهای دوره

$P_{i,t-1}$: قیمت سهام شرکت i در ابتدای دوره

$D_{i,t}$: منافع مالکیت سهم شرکت i در دوره t (سود

نقدی هر سهم)

α : درصد سهام جایزه شرکت

(مبلغ اسمی هر سهم در ایران ۱۰۰۰ ریال است)

$R_{M,t}$: بازده بازار که از تغییرات شاخص بازار به دست

می‌آید.

بازده مورد انتظار: بازده مورد انتظار به کمک مدل

سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) به شرح رابطه (۳) اندازه

گیری شده است.

رابطه (۳)

$$E[R_{i,t}] = R_{f,t} + \beta_i^{MKT}(R_{M,t} - R_{f,t}) + \beta_i^{SMB}SMB_t + \beta_i^{HML}HML_t + \beta_i^{UMD}UMD_t$$

به طوری که:

$E[R_{i,t}]$: بازده مورد انتظار همراه با ریسک

$R_{M,t}$: بازده بازار که از تغییرات شاخص بازار به دست

می‌آید.

$R_{f,t}$: نرخ بازده بدون ریسک که در این پژوهش جهت

سنجش نرخ بازده بدون ریسک مطابق با پژوهش

بخردی نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶)، نرخ سود علی

الحساب اوراق مشارکت در طول دوره زمانی پژوهش در

نظر گرفته شده است.

SMB : عامل اندازه شرکت‌ها که از تفاوت بین میانگین

بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های کوچک و شرکت

های بزرگ و با استفاده از رابطه (۴) به شرح زیر

محاسبه می‌شود.

۳- فرضیه‌ها و الگوی پژوهش

فرضیه اول: تغییرات در هیجانات رفتاری

سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران بر

بازده اضافی سهام اثرگذار است.

فرضیه دوم: تغییرات در ازدحام معاملات فردی در

بازار بورس اوراق بهادار تهران بر بازده اضافی سهام

اثرگذار است.

جهت بررسی فرضیه‌ها به پیروی از پژوهش یانگ

و ژو (۲۰۱۶) الگوی تحقق فرضیه‌ها به شرح رابطه

(۱) می‌باشد.

رابطه (۱)

$$R_{it} - R_{ft} = \alpha + \beta_{Rmrf}Rmrf_t + \beta_{Smb}Smb_t + \beta_{Hml}Hml_t + \beta_s\Delta S_{it} + \beta_c\Delta C_{it} + \varepsilon_t$$

متغیرهای رابطه (۱) به سه دسته تقسیم می‌شوند که

در ادامه به معرفی آنها پرداخته شده است.

۳-۱- متغیر وابسته

بازده اضافی سهام ($R_{i,t} - R_{f,t}$): متغیر وابسته این

پژوهش مازاد بازده سهام است. این متغیر به پیروی از

پژوهش بخردی نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶) سنجیده می

شود. بخردی نسب و ژولانژاد (۱۳۹۶) مازاد بازده سهام

را با استفاده از تفاوت بازده واقعی و بازده مورد انتظار به

صورت روزانه محاسبه نموده‌اند. در ادامه بازده واقعی

سهام و بازده مورد انتظار به تفکیک تشریح می‌شود.

بازده واقعی سهام ($R_{i,t}$): بازده واقعی سهام

شامل تفاوت قیمت سهام در اول و پایان دوره، سود

نقدی هر سهم و مزایای ناشی از افزایش سرمایه به

صورت حق تقدم خرید سهام و سود سهمی یا سهام

جایزه است. شایان ذکر است که بازده سالانه سهام از

بانک اطلاعاتی ره آورد نوین استخراج خواهد شد و

رابطه (۴)

$$SMB_t = \left[\frac{\left(\frac{S}{L} + \frac{S}{M} + \frac{S}{H} \right)}{3} \right] - \left[\frac{\left(\frac{B}{L} + \frac{B}{M} + \frac{B}{H} \right)}{3} \right]$$

S/L + S/M + S/H: سید سهام شرکت های کوچک و به ترتیب دارای ارزش دفتری به ارزش بازار کوچک، متوسط و بزرگ

B/L + B/M + B/H: سید سهام شرکت های بزرگ و به ترتیب دارای ارزش دفتری به ارزش بازار کوچک، متوسط و بزرگ

HML: عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام که عامل ارزش پرتفوی تفاوت بین میانگین بازده های پرتفوی سهام شرکت های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین را عامل ارزش می نامند که با استفاده از رابطه (۵) به شرح زیر محاسبه می گردد.

رابطه (۵)

$$HML_t = \left\{ \frac{\left(\frac{S}{H} + \frac{B}{H} \right)}{2} \right\} - \left\{ \frac{\left(\frac{S}{L} + \frac{B}{L} \right)}{2} \right\}$$

۳-۲- متغیرهای مستقل

شاخص هیجانان فردی (Δs): اولین متغیر مستقل مطالعه حاضر شاخص هیجانان فردی در احساسات یک سرمایه گذار است. تغییرات شاخص هیجانان فردی در بازار سهام با استفاده از دادهای روزانه برای هر سهم مورد نظر محاسبه شده است. این شاخص به پیروی از یانگ و ژو (۲۰۱۶) با استفاده از میانگین چهار شاخص دیگر با عنوان های شاخص قدرت نسبی، شاخص خط روانشناختی، ارزش معاملات و نرخ معاملات تعدیل شده بدست می آید. در ادامه نحوه سنجش هر کدام از زیر شاخص ها بیان شده است.

الف) شاخص قدرت نسبی هر سهم: شاخص قدرت نسبی هر سهم از این منظر می تواند حالت روانی بازار را نشان دهد که این شاخص توانایی نشان دادن حالات صف خرید و فروش برای یک سهم را می تواند

نشان دهد که نحوه سنجش آن به شرح رابطه (۶) است.

رابطه (۶)

$$RSI_{it} = \frac{\Delta_+ Monthly Returns_{it}}{\Delta_- Monthly Returns_{it}}$$

که در این شاخص RSI شاخص قدرت نسبی هر سهم است که از نسبت میانگین تغییرات مثبت بازده ماهانه سهام برای هر شرکت به نسبت میانگین تغییرات منفی بازده ماهانه سهام برای هر بدست می آید. اعداد منفی این شاخص می تواند به شدت روان سرمایه گذار را تحت تاثیر قرار دهد.

ب) شاخص خط روانی: شاخص خط روانی یکی دیگر از شاخص هایی است که منجر به ایجاد هیجان در احساسات سرمایه گذار می شود که نحوه سنجش آن به شرح رابطه (۷) است.

رابطه (۷)

$$PSY_{it} = \frac{T_i^u}{T_i * 100}$$

در این رابطه صورت کسر شمار روزهایی است که در آن قیمت بسته شدن سهم در روز مورد نظر بیشتر از روز قبل آن است و مخرج آن نیز تعداد روزهایی است که در بازار سهم مورد نظر معاملات شده است. در حالی که این شاخص در حداقل ۷۵ باشد بازار در حالت صف فروش قرار دارد و اگر حداکثر ۲۵ باشد بازار در حالت صف خرید است، که واضح است این شخص نیز براساس مبانی نظری به صراحت به هیجان برای خرید و فروش سهم مورد نظر می تواند، دامن بزند.

ج) میزان ارزش معاملات یک سهم در روز مشخص: میزان ارزش معاملات یک سهم در روز مشخص که همان ارزش معاملات در روز برای سهم مورد نظر می باشد که البته از این شاخص در بسیاری مطالعات به تنهایی برای نشان دادن حالت هیجانی بازار نیز استفاده شده است.

است که کل ارزش خریداری از یک سهم کوچکتر از ارزش فروش کل سهم در آن روز است، که این به خودی خود می‌تواند اثر ازدحام برای معامله در یک سهم را نشان دهد.

۳-۳- جامعه آماری و حجم نمونه

جامعه آماری پژوهش حاضر، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ می‌باشد. نمونه آماری نیز با اعمال شرایط زیر از میان شرکت‌های عضو جامعه آماری انتخاب شده است.

- سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد.
- شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۹۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۵ از بورس خارج نشده باشند.
- جزء شرکت‌های مالی سرمایه‌گذاری، هلدینگ، واسطه‌گری و موارد مشابه نباشند.
- کلیه اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها در دسترس باشد.

در نهایت با رعایت پیش شرط‌های فوق، ۱۸۶ شرکت به عنوان حجم نمونه انتخاب شد.

۴- یافته‌های پژوهش

یافته‌های پژوهش در قالب آمار توصیفی و استنباطی در ادامه ارائه می‌گردد.

۴-۱- آمار توصیفی

پس از جمع‌آوری داده‌ها و محاسبه متغیرهای مورد استفاده در پژوهش، پارامترهای توصیفی هر متغیر به صورت مجزا محاسبه می‌شود. جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را برای کل مشاهده‌ها نشان می‌دهد.

د) شاخص حجم معاملات یک سهم: شاخص حجم معاملات یک سهم به شرح رابطه (۸) سنجیده شده است.

$$ATR_{it} = \frac{R_{it}}{|R_{it}|} \times \frac{VOL_{it}}{\text{Shares outstanding at day } t}$$

که در این رابطه:

R: بازده سهم مورد نظر

VOL: ارزش معاملات انجام گرفته بر سهم مورد نظر

Shares outstanding at day t: تعداد سهام انتشار یافته

در این حالت اگر بازده سهم در روز مورد نظر مثبت بود نشان می‌دهد که بازار در حالت هیجانی است و اگر عایدی منفی بود نشان می‌دهد که بازار در حالت رکود خود می‌باشد.

در نهایت میانگین چهار شاخص ذکر شده به عنوان شاخص هیجانان روائی مورد استفاده قرار گرفته شده است.

ازدحام فردی معاملات (C): دومین متغیر مستقل مطالعه حاضر ازدحام فردی معاملات می‌باشد که در این پژوهش برای محاسبه شاخص اثر ازدحام برای یک سهم به پیروی از یانگ و ژو (۲۰۱۶) از رابطه (۶) استفاده شده است.

رابطه (۶)

$$C_{it} = \frac{BV_{it} - SV_{it}}{OS_{it}}$$

که در این رابطه:

BV: ارزش کل خریدهای روزانه صورت گرفته برای سهم مورد نظر

SV: ارزش کل فروش بروی سهم مورد نظر

OS: میزانی سهم بلوک شده یک سهم مشخص

در یک روز مشخص اگر علامت شاخص ازدحام معامله مثبت باشد به این معنی است که کل ارزش اولیه خریداری از یک سهم از میزان فروش اولیه این سهم بیشتر است و در حالت منفی هم به این شکل

جدول (۱): آمار توصیفی

عنوان متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	ضریب چولگی
بازده اضافی سهام	۰/۳۳۲	۰/۰۰۸	۴/۸۵۸	-۰/۸۵۹	۰/۹۵۹	۱/۸۷
شاخص هیجانان فردی	۰/۰۲۶	۰/۰۱۱	۱/۰۰۷	-۰/۰۸۲۷	۰/۰۳۱	۰/۳۰۸
ازدحام فردی معاملات در بازار	۰/۱۴۳	۰/۰۵۴	۱/۲۸۲	-۰/۰۲۳	۰/۲۱۱	۲/۴۲۱
نرخ بهره بازار	۱/۰۰۳	۰/۴۶۸	۳/۱۴۷	۰/۰۳۹	۱/۱۲۶	۱/۱۸۳
عامل اندازه شرکت	-۱/۷۳۰	-۱/۳۳	-۱/۱۸۲	-۳/۳۸	۰/۸۳۱	-۱/۴۵۳
عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	۰/۲۷۳	۰/۲۰	۰/۷۲۶	-۰/۱۹۷	۰/۳۱	-۰/۰۳۳

منبع: یافته های پژوهش گر

برای رسیدن به اهداف تدوین شده نیاز است داده‌های گردآوری شده تخمین زده می‌شود و از مدلی استفاده می‌گردد که این اهداف و رابطه آن‌ها را بیان نماید و این خود نیازمند انجام پیش آزمون‌های لازم برای تعیین نوع آزمون اصلی می‌باشد که در ادامه این پیش آزمون‌ها و آزمون اصلی انجام و سپس نتایج حاصله تحلیل می‌گردد.

یکی از فروض رگرسیون خطی به روش حداقل مربعات معمولی این است که تمامی جملات پسماند دارای واریانس برابر هستند یا خیر. در عمل این فرض چندان صادق نیست و در بسیاری از نمونه‌ها به دلایل مختلفی از قبیل شکل نادرست تابع مدل، وجود نقاط پرت، شکست ساختاری در جامعه آماری، یادگیری در طی زمان و ... پدیده واریانس ناهمسانی وجود دارد. برای بررسی این مشکل آزمون از وایت استفاده شده است. نتایج مندرج در جدول (۲) نشان می‌دهد که آماره احتمال محاسبه شده در آزمون وایت برای مدل پژوهش کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ می‌باشد. از این رو فرض صفر این آزمون مبنی بر همسان بودن واریانس‌ها رد می‌شود که نشان می‌دهد ناهمسانی واریانس وجود دارد و روش تخمین مدل‌های مورد بررسی به صورت رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته است. همچنین نتایج آزمون F لیمر نشان می‌دهد که روش به کارگیری داده‌ها تلفیقی یا تابلویی است. مقدار احتمال مربوط به این آماره برای مدل پژوهش کمتر از ۰/۰۵ است، لذا بر مبنای این نتایج

همان‌طور که در جدول (۱) مشاهده می‌شود میانگین تغییرات بازده اضافی سهام برابر با ۰/۳۳۲ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های متغیر ذکر شده در حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه متغیر شاخص هیجانان فردی برابر با ۰/۰۱۱ است و بیشترین مقدار متغیر شاخص هیجانان فردی برابر با ۱/۰۰۷ بوده و کمترین مقدار این متغیر برابر با ۰/۰۸۲۷ است که به ترتیب مربوط به شرکت آرتاویل تاپر در سال ۱۳۹۳ و شرکت تهران دارو در سال ۱۳۹۲ می‌باشد. در جامعه آماری مورد بررسی بیشترین و کمترین مقدار پارامتر انحراف معیار برابر با ۱/۱۲۶ و ۰/۲۱۱ است که به ترتیب مربوط به متغیرهای ازدحام معاملات در بازار و نرخ بهره بازار می‌باشد. پارامتر چولگی میزان عدم تقارن منحنی فراوانی متغیر را نشان می‌دهد. همچنین ضریب چولگی متغیر شاخص هیجانان فردی، مثبت و برابر با ۱/۴۷ می‌باشد، یعنی منحنی فراوانی این متغیر در جامعه مورد بررسی چولگی به راست داشته و به این اندازه از مرکز تقارن انحراف دارد.

۴-۲- آمار استنباطی

تکیه بر نتایج آماری بدون توجه به پیش فرض‌های مدل رگرسیون از اعتبار چندانی برخوردار نیست و نمی‌توان از آن برای تصمیم‌گیری‌ها استفاده کرد. بنابراین قبل از انجام هرگونه تفسیر نتایج رگرسیون، نحوه تخمین مدل بررسی می‌شود، در این پژوهش

از نوع اثرات ثابت هستند، مقدار احتمال مربوط به آماره آزمون هاسمن تا دو رقم اعشار نشان داده شده که این مقدار کمتر از ۵ درصد است؛ بنابراین می‌بایست مدل پژوهش بر روی متغیر موردنظر بر اساس رویکرد داده‌های تابلویی با اثرات ثابت تخمین زده شوند. در ادامه نتایج فرضیه‌ها بررسی شده است.

فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها رد می‌شود و می‌بایست داده‌ها به صورت تابلویی تخمین زده شوند. با توجه به آزمون F لیمر، لازم است آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده‌های تابلویی انجام گیرد. همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود نتیجه آزمون هاسمن برای مدل پژوهش نشان می‌دهد داده‌ها

جدول (۲): نتایج آزمون فرضیه‌ها

نام متغیر	ضریب برآورد شده	آماره t	سطح معناداری	هم خطی
شاخص هیجانات فردی	۰/۳۶۷	۲/۱۱۲	۰/۰۳۵۰	۳/۵۶۸
ازدحام فردی معاملات در بازار	۰/۸۰۸	۴/۲۴۷	۰/۰۰۰۰	۳/۴۶۴
نرخ بهره بازار	-۰/۰۸۵	-۸/۴۸۸	۰/۰۰۰۰	۱/۰۳۲
عامل اندازه شرکت	-۰/۰۰۷	-۰/۱۰۹	۰/۹۱۳۰	۱/۳۱۷
عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام	-۰/۶۷۴	-۲۰/۷۱۹	۰/۰۰۰۰	۱/۴۶۰
عرض از مبدا	-۱/۰۲۹	-۲۲/۶۸۸	۰/۰۰۰۰	-
آماره F	-	۱۰/۲۴	۰/۰۰۰۰	-
ضریب تعیین	۰/۷۲	-	-	-
آزمون دوربین واتسون	-	۲/۰۹	-	-
همسانی واریانس	-	۶/۸۵	۰/۰۰۰۰	-
انتخاب نوع داده‌ها (F لیمر)	-	۶/۴۰	۰/۰۰۰۰	-
اثرات داده‌ها (هاسمن)	-	۷۹/۲۲	۰/۰۰۰۰	-

منبع: یافته‌های پژوهش‌گر

۵- نتایج فرضیه‌ها

همچنین ضریب برآورد شده متغیر ذکر شده برابر با ۰/۳۶۷ است که نشان می‌دهد رابطه مورد بررسی به صورت مستقیم بوده به گونه‌ای که تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران منجر به افزایش بازده می‌گردد. بنابراین با توجه به سطح معناداری و علامت ضریب برآورد شده متغیر شاخص هیجانات فردی می‌توان تاثیر تغییرات رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران بر بازده سهام را تأیید کرد و بر اساس این نتایج، فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود.

فرضیه دوم پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا تغییرات در ازدحام معاملات در بازار بورس اوراق بهادار تهران بر بازده اضافی سهام اثرگذار است یا خیر؟ برای بررسی فرضیه دوم پژوهش هدف بررسی

فرضیه اول پژوهش به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا تغییرات رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران بر بازده اضافی سهام اثرگذار است یا خیر؟ برای بررسی فرضیه اول پژوهش هدف بررسی تاثیر معنی‌دار تغییرات رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران بر بازده اضافی سهام به عنوان فرضیه صفر انتخاب و عکس فرضیه صفر به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان‌طور که در جدول (۳) مشاهده می‌شود، مقدار سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر شاخص هیجانات فردی برابر ۰/۰۳۵۰ می‌باشد که نشان می‌دهد رابطه این دو متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت معنادار می‌باشد،

سرمایه گذاران از عوامل اصلی تغییرات قیمت سهام بوده و در صورتی که در بازار بورس سرمایه گذاران احساس کنند قیمت ها و شرایط رو به بهبود است اقدام به خرید سهام می نمایند و در شرایطی که علائم بازار حاکی از نامناسب بودن سرمایه گذاری باشد، اقدام به فروش سهام تحت تملک خود نموده و با توجه به افزایش تقاضا برای فروش قیمت ها کاهش می یابد. بنابراین می توان گفت که درک کاملی از نقش هیجانات رفتاری در بازار سرمایه می تواند باعث تقویت فرایند کشف قیمت گردد و در تبیین بیشتر بازده موثر واقع شود. سرمایه گذاران بایستی به گرایش های احساسی سرمایه گذاری به عنوان یک عامل تغییرات در بازار مالی توجه بیشتری مبذول دارند. از طرف دیگر می توان گفت که سرمایه گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش های کمی استفاده نموده و قضاوت های مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعملی، شرایط روانی و هیجانی در بورس که بر اساس محدودیت های شناختی شکل می گیرند، شرایط تغییرات قیمت سهام را تعیین و بر این تغییرات تاثیر مهمی دارد. علاوه بر این نتایج تایید کننده فرضیه عدم تقارن اطلاعاتی بوده به گونه ای که می توان گفت در بازار بورس سطح تقارن اطلاعاتی بالا بوده و سرمایه گذاران به دلیل نبود اطلاعات کافی و مناسب، برای اتخاذ تصمیم های اقتصادی از رفتارهای هیجانی مانند رفتار توده‌واری عمل نموده و هر شرکت یا سهامی که دارای تقاضای بالا و افزایش درصد بازده بیشتری باشد، به آن گرایش پیدا نموده و سهام آن را خریداری می نمایند، در دلایل این رفتار می توان به وضعیت و شرایط بورس اوراق بهادار در طی دوره مورد بررسی اشاره نمود که در آن شرایط، عوامل سیاسی نقش اساسی ایفا نموده و سرمایه گذاران با افزایش ریسک بالای امور سیاسی کشور و وابسته بودن معاملات به آن، از چنین رفتاری استفاده و پیروی نموده اند. از جمله دلایل دیگر برای پیروی از گرایش رفتاری و هیجانی سرمایه گذاران می توان به ناکارا بودن بازار یا کارایی کم آن اشاره نمود که وجود

تاثیر معنی دار تغییرات در ازدحام معاملات در بازار بورس اوراق بهادار تهران بر بازده اضافی سهام به عنوان فرضیه صفر انتخاب و عکس فرضیه صفر به عنوان فرضیه مقابل در نظر گرفته شد. همان طور که در جدول (۳) مشاهده می شود، مقدار سطح معناداری محاسبه شده برای متغیر ازدحام معاملات در بازار برابر $0/0000$ می باشد که نشان می دهد رابطه این دو متغیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت معنی دار می باشد، همچنین ضریب برآورد شده متغیر ذکر شده برابر با $0/808$ است که نشان می دهد رابطه مورد بررسی به صورت مستقیم بوده به گونه ای که تغییرات در ازدحام معاملات در بازار منجر به افزایش بازده می گردد. بنابراین با توجه به سطح معناداری و علامت ضریب برآورد شده متغیر ازدحام معاملات در بازار می توان تاثیر تغییرات در ازدحام معاملات در بازار بورس اوراق بهادار تهران بر بازده اضافی سهام را تأیید کرد و بر اساس این نتایج، فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می شود.

۶- بحث و نتیجه گیری

فرضیه اول پژوهش باهدف بررسی تاثیر تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران بر بازده اضافی سهام مورد بررسی قرار گرفت. بر مبنای نتایج به دست آمده تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران دارای تاثیر مثبت و معنی داری بر بازده اضافی سهام بوده به نحوی که هر چه هیجانات رفتاری سرمایه گذاران افزایش یابد، بازده اضافی سهام افزایش و کاهش آن نیز بازده اضافی سهام را کاهش می دهد. این نتایج حاکی از آن است که هیجانات سرمایه گذاران در معاملات سهام از عوامل موثر بر تغییرات قیمت بوده و هر چه در بازار سهام سطح هیجانی بیشتری برقرار گردد سهامداران به آن واکنش نشان داده و اقدام به تشکیل صف خرید سهام نموده و در نتیجه آن قیمت سهام افزایش می یابد. به عبارت دیگر این نتایج نشان می دهد که شاخص گرایش احساسی

فروش تشکیل و در نتیجه قیمت سهام کاهش یافته و از طرف دیگر اگر ازدحام بازار نشانگر خرید یک سهم باشد، صف خرید تشکیل و در نتیجه قیمت سهام و در نتیجه آن بازده اضافی سهام افزایش می‌یابد. علاوه بر این نتایج نشان می‌دهد که با تحلیل حجم خرید و فروش سهام شرکت‌ها توسط اشخاص حقیقی و حقوقی می‌توان روند تغییرات قیمت و بازده این سهام را تعیین کرد و جهت بدست آوردن حداکثر بازده با شناسایی پارامترهای موثر در زمان مناسب نسبت به معامله این سهام اقدام کرد. به عبارت دیگر این نتایج همسو با نتایج فرضیه اول بوده به گونه‌ای که می‌توان گفت اگر در بازار بورس ازدحام برای معاملات بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران اقدام به اخذ رویکرد احساسی نموده و در تلاش برای خرید یا فروش آن سهام روی می‌آورند، براساس این نتایج می‌توان نتیجه‌گیری نمود که افزایش ازدحام در بازار بورس، افزایش گرایش‌های احساسی و هیجانی سرمایه‌گذاران را به دنبال داشته و در نتیجه بازده مازاد سهام رو به فزونی میل می‌نماید، از طرف دیگر اگر سطح ازدحام معاملات کاهش یابد، گرایش‌های احساسی نیز کمتر شده و در نتیجه بازده مازاد سهام با تغییر کمتری رو به رو است، این نتایج در نهایت تایید کننده رفتار توده‌واری توسط سرمایه‌گذاران در بورس می‌باشد. به طور کل نتایج فرضیه دوم نشان داد که تغییرات در ازدحام معاملات در بازار بورس اوراق بهادار تهران بر بازده اضافی سهام تاثیر مثبت و معنی‌داری دارد؛ بنابراین به سهامداران پیشنهاد می‌شود که در زمان ایجاد صف برای خرید و فروش سهام و افزایش ناگهانی آن اقدام به واگذاری یا خرید سهام خود نمایند و تصمیم‌ها در خصوص خرید و فروش سهام را در زمان قبل از خرید تعیین کنند که با تغییرات هیجانی و افزایش صف خرید یا فروش متضرر نگردند. در ادامه پژوهش‌هایی مرتبط با این پژوهش ارائه می‌گردد که به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود در صورت تمایل در زمینه این پژوهش‌ها اقدام به انجام تحقیقات نمایند:

اطلاعات در دست بخش کمی از سرمایه‌گذاران، منجر به گرایش به خرید سهام دیگر سرمایه‌گذاران می‌گردد و در نتیجه میزان بازده اضافی سهام بیشتر می‌گردد، بنابراین این اقدام و گرایش سرمایه‌گذاران در نهایت منجر به افزایش بازده مازاد سهام گردیده است. به طور کلی نتایج فرضیه اول نشان داد که تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران بر بازده اضافی سهام تاثیر مثبت و معنی‌داری دارد؛ بنابراین به سرمایه‌گذاران و علی‌الخصوص سرمایه‌گذاران جزء پیشنهاد می‌شود که در زمان خرید سهام کمتر به روند احساساتی توجه نموده و قبل از اینکه اقدام به خرید یک سهم بنمایند شرایط مالی و شرایط گذشته آن را به خوبی بررسی نموده و برای فروش یا خرید یک سهم که شرایط هیجانی در بازار برای آن حکم فرماست، از کانال‌های اطلاعاتی مهم دلیل افزایش را پیگیری و اقدام به خرید یا فروش آن بنمایند.

فرضیه دوم پژوهش باهدف بررسی تاثیر تغییرات در ازدحام معاملات در بازار بورس اوراق بهادار تهران بر بازده اضافی سهام مورد بررسی قرار گرفت. بر مبنای نتایج به دست آمده ازدحام معاملات در بازار بورس اوراق بهادار تهران دارای تاثیر مثبت و معنی‌داری بر بازده اضافی سهام بوده به نحوی که هر چه ازدحام معاملات افزایش یابد، بازده اضافی سهام افزایش و کاهش آن نیز بازده اضافی سهام را کاهش می‌دهد، این نتایج حاکی از آن است که ازدحام معاملات در بازار سهام از عوامل موثر بر تغییرات قیمت بوده و هر چه در بازار سهام معاملات بیشتری برای یک سهم انجام گیرد، دیگر سرمایه‌گذاران و سهامداران به آن واکنش نشان داده و اقدام به خرید سهام و در نتیجه تشکیل صف خرید نموده و در نتیجه آن قیمت سهام افزایش می‌یابد. به عبارت دیگر این نتایج نشان می‌دهد که افزایش ازدحام در معاملات و تشکیل صف‌های خرید و فروش، سهامداران و سرمایه‌گذاران را به واکنش واداشته و در صورتی که سطح ازدحام در معاملات بیانگر شرایط فروش برای سهام باشد، صف

۳) با توجه به اینکه قلمرو زمانی پژوهش، سال‌های ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ بوده است، باید در تعمیم نتایج به دوره‌های قبل و بعدازآن، جنبه احتیاط رعایت گردد.

فهرست منابع

- * اسلامی بیگدلی، سعید، شعبان پور فرد، پژمان. (۱۳۹۵). رابطه حجم معاملات و اجزای آن با بازده؛ مطالعه موردی در بورس اوراق بهادار تهران با تمرکز بر معاملات حین روز و حذف اثر U شکل. چشم‌انداز مدیریت مالی، شماره ۱۴، صص ۶۳-۴۵.
- * بخردی نسب، وحید؛ ژولانژاد، فاطمه (۱۳۹۶). تأثیر سایر مکانیسم‌های کیفیت سود بر بازده اضافی با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ با تکنیک پرتفوی بندی ۲۴ گانه به صورت فصلی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، مقاله ۳، دوره ۱۰، شماره ۳۶، زمستان ۱۳۹۶، صفحه ۲۵-۴۳
- * بخردی نسب، وحید؛ ژولانژاد، فاطمه. (۱۳۹۶). تأثیر کیفیت سود بر رابطه بین مومنتوم و بازده اضافی سهام، فصلنامه علمی پژوهشی مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، مقاله ۲، دوره ۸، شماره ۳۲، صفحه ۲۱-۴۲.
- * بدری، احمد و کوچکی، احمد (۱۳۹۲). حجم معاملات و بازده سهام: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران بر اساس تحلیل مالی رفتاری، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال پنجم، شماره ۱۸، صفحات ۲۴-۱.
- * بشیری منش، نازنین. (۱۳۹۵). نقش احساس در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران. فصلنامه پژوهش حسابداری، مقاله ۶، دوره ۶، شماره ۱، صفحه ۹۳-۱۲۱.
- * تلنگی، احمد. (۱۳۸۳). تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری، تحقیقات مالی، شماره ۱۷: صص ۳-۲۵.

- ۱) بررسی تاثیر تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و ازدحام معاملات بر بازده غیرعادی سهام
- ۲) بررسی تاثیر تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و ازدحام معاملات بر نقدشوندگی سهام
- ۳) بررسی تاثیر تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و ازدحام معاملات بر ریسک سقوط آتی سهام
- ۴) بررسی تاثیر تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و ازدحام معاملات بر همزمانی قیمت سهام
- ۵) بررسی تاثیر تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و ازدحام معاملات بر ارزشگذاری بیش از حد سهام
- ۶) بررسی تاثیر توانایی‌های مدیریت و بیش اطمینانی‌های او بر تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و ازدحام معاملات
- ۷) بررسی تاثیر مدیریت سود و محافظه کاری حسابداری بر تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و ازدحام معاملات
- ۸) بررسی تاثیر گزارش و خصوصیات حسابرس بر تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و ازدحام معاملات
- ۹) بررسی تاثیر ساختار مالکیت و حاکمیت شرکتی بر تغییرات در هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و ازدحام معاملات

محدودیت‌ها

- محدودیت‌های پژوهش حاضر به شرح زیر قابل‌ذکر است:
- ۱) نتایج پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده، لذا در تعمیم نتایج حاصل از پژوهش به سایر شرکت‌ها باید احتیاط لازم به عمل آید.
- ۲) عدم استفاده از اطلاعات شرکت‌های غیر بورسی به دلیل عدم امکان دسترسی به آن‌ها.

- * ثقفی، علی. (۱۳۸۲). تحقیقات حسابداری در جستجوی قیمت سهام. پژوهشنامه علوم انسانی و اجتماعی، ۸: ۶۳-۷۵.
- * حیدرپور، فرزانه؛ تاری وردی، یداله؛ محرابی، مریم (۱۳۹۲)، تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۶، شماره ۱(پیاپی ۱۷)، صفحه ۱-۱۳.
- * ستایش، محمد حسین و شمس الدینی، کاظم(۱۳۹۵)، بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت‌های حسابداری، دوره ۸، شماره ۱، شماره پیاپی ۷۰.
- * سروش‌یار، افسانه؛ علی احمدی؛ سعید. (۱۳۹۵). بررسی نقش مومنتوم و احساسات سرمایه گذاران بر رفتار توده وار در بورس اوراق بهادار تهران. فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری. مقاله ۹، دوره ۵، شماره ۱۸، صفحه ۱۴۷-۱۵۹.
- * شاهوردیانی، شادی ، احمد گودرزی و سهیلا وحدت زیرک. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر رویدادهای تقویمی هجری قمری بر بازده سهام و حجم معاملات روزانه در بورس اوراق بهادار تهران. دانش سرمایه گذاری، دوره ۲، ش ۶، ص ۱۹۵-۲۱۲.
- * طالب نیا، قدرت اله؛ زارع نیکوپرویزدی، محمود. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر متغیرهای مالی شرکت ها بر حجم معاملات آن ها در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ش ۲۹، ص ۱۵-۴۲.
- * قائمی، محمدحسین و سعید طوسی. (۱۳۸۴). بررسی عوامل موثر بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیام مدیریت، شماره ۱۷ و ۱۸، صص ۱۵۹-۱۷۵.
- * کرمی، غلامرضا، نظری، محمد، شفیق پور، مهدی. (۱۳۹۲). ارزش افزوده اقتصادی و نقدشوندگی بازار سهام. تحقیقات مالی، ۱۲ (۳۰)، ۱۱۷-۱۳۲.
- * مهرانی، ساسان و کاوه مهرانی. (۱۳۸۲). رابطه بین نسبتهای سودآوری و بازده سهام در بازار بورس تهران. بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۰، شماره ۳، ۱۰۵-۱۳۱.
- * نجارزاده، رضا و مهدی زیودار. (۱۳۹۰). "بررسی رابطه تجربی بین حجم معاملات و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهشهای اقتصادی، سال ششم، شماره ۲.
- * Baker, M., J. Wurgler, & Y. Yuan. (2012). Global, local, and contagious investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 104(2), 272-287. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.11.002>
- * Baker, Malcolm. & Wurgler, Jeffrey, (2006)"Investor Sentiment and the Cross Section of Stock Returns "*Journal of Finance*, vol 61, pp 1645-1680
- * Bheennick, E. B and Brooks, R. D. (2010) , "Does Volume Help in Predicting Stock Return? An Analysis of the Australian Market", *Research in International Business and Finance*, 24 (2010) , 146-157.
- * Brailsford, L. Jegadeesh, N. Lakonishok, J. (1996). Momentum strategies. *J. FINANC.* 51 (5), 1681-1713.
- * Chen, G., Firth, M, and Rui, O.M. (2001). The dynamic relation between stock returns, trading volume and volatility. *Financial Review* 36: 153-173.
- * Chen, Hailiang. De, Prabuddha. Yu, Hu. and Hwang, Byoung-Hyoun,(2011) "Sentiment Revealed In Social Media and its Effect on the Stock Market", Available at www.ssrn.com.
- * Chen, J. , Hong, H. , Stein, J. C. , (2001). "Forecasting Crashes: Trading Volume, Past Returns, and Conditional Skewness in Stock Prices". *J. Financ. Econ.* 61 (3) , 345-381.
- * Chen, L., Lu, H., & Yang, L. (2013). Investor sentiment, disagreement, and the breadth-return relationship. *Management Science*, 59(5), 1076-1091.
- * Chen, W. J. (2013). Can Corporate Governance Mitigate the Adverse Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan. *Asian Journal of Finance & Accounting*, 5(2): 101-126.

- * Li, Feng. (2006). Do stock market investors understand the risk sentiment of corporate annual reports? Available at www.ssrn.com.
- Lin, Feng. (2006). Do stock market investors understand the risk sentiment of corporate annual reports? Available at www.ssrn.com.
- * Lin, M. (2010). The effects of investor sentiment on returns and idiosyncratic risk in the Japanese Stock Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 60, 29-43.
- * Ling, D., Naranjo, A., Scheik B., (2010), "Investor Sentiment and Asset Pricing in Public and Private Markets" Available at www.ssrn.com
- * Liston, D. (2016). Sin stock returns and investor sentiment. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 63-70.
- * Mei-Chen Lin, (2010) "The Effects of Investor Sentiment on Returns and Idiosyncratic Risk in the Japanese Stock Market": *International Research Journal of Finance and Economics*, vol 60, pp 29.
- * Parkinson, B. (1995). Ideas and realities of emotion, Taylor & Francis e-Library, 2001 page 27-70.
- * Polk, C., & P. Sapienza. (2009). The stock market and corporate investment: A test of catering theory. *The Review of Financial Studies*, 22(1), 187-217. <http://dx.doi.org/10.1093/rfs/hhn030>.
- * Shiller, R. J. (2011). Democratizing and humanizing finance. In Randall S. Kroszner & Robert J. Shiller (Eds.), *Reforming US Financial Markets: Reflections Before and Beyond Dodd-rank*. Alvin Hansen Symposium on Public Policy at Harvard University. Cambridge MA: MIT Press.
- * Shiller, R. J. (2014). Speculative asset prices. *American Economic Review*, 104(6), 1486-1517.
- * Stambaugh, R. F., & Yuan, Y. (2015). Mispricing Factors. National Bureau of Economic Research Working paper.
- * Stambaugh, R. F., Yu, J., & Yuan, Y. (2012). The short of it: Investor sentiment and anomalies. *Journal of Financial Economics*, 104(2), 288-302.
- * Stambaugh, R. F., Yu, J., & Yuan, Y. (2014). The long of it: Odds that investor sentiment spuriously predicts anomaly returns. *Journal of Financial Economics*, 114(3), 613-619.
- * Stambaugh, R. F., Yu, J., & Yuan, Y. (2015). Arbitrage asymmetry and the
- * Chen. Gongmeng, Nofsinger, .K, and Rui (2007) "Trading Performance, Disposition Effect, Overconfidence, Representativeness Bias, and Experience of Emerging Market Investors", *Journal of Behavioral Decision Making*, J. Behav. Dec. Making, 20: 425-451.
- * Frazzini, A., & Lamont, O. A. (2008). Dumb money: Mutual fund flows and the cross-section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 88(2), 299-322.
- * Grundy, B. D., & H. Li, (2008). Investor sentiment, executive compensation, and corporate investment. *Journal of Banking & Finance*, 34(10), 2439-2449. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.03.020>.
- * Hengelbrock, Jordis, Theissen, Erik & Westheide, Christian, (2009) "Market Response to Investor Sentiment" Available at www.ssrn.com
- * Hommes, B. Veldb. F. (2016). Investor Sentiment, Accounting Information And Stock Price: Evidence From China, *Pacific-Basin Finance Journal*, Doi: 10-1016/J. Pacfin. 2017. 03. 010.
- * Kale, D. (2016). Sin stock returns and investor sentiment. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 63-70.
- * Karpoff, J. M. (1987). The relation between price changes and trading volume: A survey, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 22: 109-621
- * Khoshnud, .M, Farkhondeh, .M. (2015). Investigating Relation of Stock Liquidity and Free Cash Flow in the List of Company's Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Perspective*, 11(5), 107-124.
- * Kim, Taehyuk & Ha. Aejin, (2010) "Investor Sentiment and Market Anomalies" 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Available at www.ssrn.com.
- * Kumar, Alok & Lee, Charles, (2006), "Retail Investor Sentiment and Return Comovements" *Journal of Finance*, vol 61, issue 5, pp 2451-2486.
- * Lee, E. P. K. (2013). Individual stock investor sentiment, stock issuance, and financial market anomalies Publicly Accessible Penn Dissertations. Paper 771. <http://repository.upenn.edu/edissertations/771>.

- idiosyncratic volatility puzzle. The Journal of Finance, 70(5), 1903–1948.
- * Tehrani, .R, PourEbrahimi, .M. (2009). Compare the performance of different models to predict volatility in Tehran Stock Exchange and analyze the impact of factors on the behavior of volatility, Iranian Journal of Economic Research, 40, 149-170.
 - * Wu, Yanran. Han, Liyan. Tao, Ke. & Zhang, Zhongyuan, (2010) "Investor Sentiment and the Day-of-the-Week Effect of Cross-Sectional Return" Available at www.ssrn.com
 - * Yang, Chunpeng Zhou, Liyun (2016). Individual stock crowded trades, individual stock investor sentiment and excess returns, North American Journal of Economics and Finance 38 (2016) 39–53.

یادداشت‌ها

- ¹ Kim & Ha
- ² Brailsford et al
- ³ Chen et al
- ⁴ Liston
- ⁵ Lin
- ⁶ Yang & Zhou
- ⁷ Stock crowded trades
- ⁸ Shiller
- ⁹ Baker & Wurgler
- ¹⁰ Stambaugh et al
- ¹¹ Kumar & Lee
- ¹² Frazzini & Lamont
- ¹³ Lee
- ¹⁴ Parkinson
- ¹⁵ Baker et al
- ¹⁶ Chen
- ¹⁷ Grundy & Li
- ¹⁸ Polk & Sapienza
- ¹⁹ Chen et al
- ²⁰ Trading Volume
- ²¹ Intraday
- ²² Mixtures of Distributions Hypothesis
- ²³ Sequential Information Arrival Hypothesis
- ²⁴ Dispersion of Beliefs Theories
- ²⁵ Difference of Opinion
- ²⁶ Hommes & Veldb
- ²⁷ Kale
- ²⁸ Sun et al
- ²⁹ Bheerick & Brooks
- ³⁰ Wu et al
- ³¹ Ling et al
- ³² Hengelbrock et al

