

بررسی وجود اثر ربایش ناشی از ایجاد حد نوسان قیمت و نقش سرمایه گذاران نهادی در آن

میر فیض فلاح شمس^۱

سیدمصطفی موسوی ابوانکی^۲

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۲/۱۴

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۹/۲۱

چکیده

استفاده از حد نوسان قیمت سهام از ابزار های بکار گرفته شده به منظور کنترل هیجانات فعالان بازار و تغییرات عمده در قیمت سهام می باشد. بکارگیری رویه فوق فارق از اینکه می تواند باعث کاهش هیجانات بازار و متضرر شده سهامداران شود؛ پیامد هایی در تغییر رفتار فعالان بازار سهام داشته که یکی از آن موارد بروز اثر ربایش می باشد. پژوهش حاضر، به بررسی وجود اثر ربایش در ده شرکت نمونه با مشخصات مورد اشاره در پژوهش برای یک ساله منتهی به تاریخ ۱۳۹۵/۱۲/۲۹ می پردازد؛ داده های تحقیق به صورت داده های بین روزی و شامل سری های زمانی ۵ دقیقه ای قیمت های معاملات در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. همچنین نقش معاملات سرمایه گذاران نهادی بر ایجاد اثر ربایش مورد سنجش قرار گرفته است. نتایج مطالعه بیانگر آن است که از یک سو در برخی از شرکتهای مورد آزمون وجود اثر ربایش تایید شده و از سوی دیگر صرفاً در یکی از شرکت هایی که اثر ربایش در آن تایید شده است، معاملات سرمایه گذاران نهادی در راستای ایجاد اثر ربایش بوده و در سایر شرکتهای مورد مطالعه وجود اثر ربایش متأثر از فعالیت های سرمایه گذاران انفرادی می باشد.

واژه های کلیدی: اثر ربایش، حد نوسان قیمت، سرمایه گذاران نهادی، هیجانات بازار.

۱- دانشیار واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۲- دانشجو دکتری مالی- مالی بین الملل، دانشکده مدیریت واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)
mmousavi99@yahoo.com

۱- مقدمه

عرضه و تقاضای موجود در یک بازار به عنوان عامل تعیین کننده قیمت یک دارایی در یک بازار رقابت کامل قلمداد می شود. بازار سهام نیز از حیث وجود تعداد زیاد عرضه کنندگان و تقاضاکنندگان، آزادی ورود و خروج به بازار، اطلاعات کامل و همگن بودن دارایی مورد معامله می تواند به عنوان یکی از مصادیق بازار کامل طبقه بندی شود. در این ارتباط و در جهت اطمینان از کامل بودن اطلاعات و دسترسی سریع و به موقع ذینفعان به اطلاعات حساس شرکتها، قوانین و مقررات بعضاً سخت گیرانه ای وضع شده است. لکن در بعضی از کشورها خصوصاً بازارهای در حال توسعه، شایعات و هیجانات که عموماً ناشی از عمق کم بازار و حضور کم رنگ متخصصان و بازارگردانها و نهادهای تخصصی و حرفه ای است باعث تصمیمات غلط سرمایه گذاران و متحمل شدن ضرر و زیان ایشان شده است. در این خصوص سیاست گذاران به منظور کاهش تلاطم بازار و پرهیز از دستکاری قیمت و زیان سرمایه گذاران رویه هایی را تصویب می نمایند که از جمله می توان به اعمال محدودیت نوسان قیمت اشاره داشت. اعمال حد قیمت و معرفی کف و سقف قیمت نوسان روزانه از این نظر که که باعث کاهش تلاطم بازار، محافظت از سرمایه گذاران در مقابل کاهش غیر منتظره ارزش دارایی ایشان، ممانعت از بروز بحران های مالی و دستکاری در قیمت سهام می شود، مفید می باشد؛ اما بواسطه ایجاد عکس العمل بیش از اندازه، دخالت در معاملات، تسری نوسانها و اثر ربایش دارای اثرات منفی می باشد. در این پژوهش از یک سو در پی اثبات وجود یا عدم وجود اثر ربایش^۱ در بورس اوراق بهادار تهران بوده و از سوی دیگر به بررسی نقش سرمایه گذاران نهادی در تشدید یا تضعیف اثر ربایش می پردازیم. هرچند رفتار سرمایه گذاران نهادی بواسطه وجود ساختارهای رسمی تخصصی و فنی و اتخاذ تصمیمات خارج از هیجانات و متکی به عقلانیت می تواند متفاوت از رفتار سرمایه گذاران فردی باشد اما شماری از محققان

معتقدند که سرمایه گذاران نهادی به صورت توده وار رفتار می کنند از این رو عملکرد آنها می تواند به بی ثباتی قیمت سهام منجر شود در مقابل گروه دیگری معتقدند سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران آگاهی هستند که بر اساس اطلاعات جدید و به موقع، قیمت سهام را تعدیل کرده و از نوسانات قیمت سهام می کاهند.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه تحقیق

اقتصاد و مالی رفتاری به طور خلاصه برآیندی از دستاوردهای روانشناسی شناختی در حوزه شناخت انسان و مؤلفه های اقتصاد متعارف در ارتباط با پدیده های اقتصادی است. این حوزه بین رشته ای، پیش فرض های غیر واقعی اقتصاد نئوکلاسیک در مورد انسان اقتصادی را با پیش فرض های مبتنی بر دستاوردهای اخیر روانشناسی شناختی تعدیل کرده است. این دستاوردها به ویژه در خصوص خطاهای انسانی در مواجهه با پدیده ها جلوه کرده است. نکته مهم در این خصوص آن است که با وجود تورشها و خطاهای حسی یا ادراکی انسان، وی قادر به انتخاب و تصمیم گیری کاملاً عقلایی و با شرایط آرمانی نیست و در نتیجه بهتر است پیش فرض های نامحدود بودن منبع عقلانیت و اراده در اقتصاد مورد تجدید نظر قرار گیرد. خطاهای ادراکی یا حسی، تصویری ادراکی است که خطا در آن راه یافته است که توسط عوامل حسی و ادراکی تصمیم گیری انسان را تحت تأثیر قرار می دهد. تورش های شناختی به معرفی و سنجش اثر شناخت و واکنش ناقص انسان از پدیده ها و در نتیجه پاسخ های تورش دار در قبال رویدادها انجامیده است. از جمله این تورشها می توان به رفتار توده وار، بیش واکنشی و کم واکنشی، توالی حرکت قیمت ها، بیش اطمینانی اشاره نمود. ظهور اثر ربایش از این حیث که متأثر از قضاوت فعالان بازار بر پایه تصویر ادراکی ایشان می باشد می تواند به عنوان یکی از تورش های رفتاری در حوزه مالی رفتاری قلمداد شود.

۱) ایجاد محدودیت (مانع) قانونی در تغییر قیمت سهام.

۲) ایجاد یک فرصت زمانی منطقی برای ارزیابی مجدد و منطقی سهام.

تأثیر این ویژگی در مواقعی که بازار دچار آشفتگی شده، کاملاً مشهود است. در شرایط آشفتگی بازار، معمولاً سرمایه‌گذاران تحت تأثیر جو روانی بازار قرار می‌گیرند و تصمیمات غیر عقلایی اتخاذ می‌کنند؛ اتخاذ این تصمیمات عجولانه معمولاً در میان سرمایه‌گذاران انفرادی بیشتر است و احتمال زیان این قبیل سرمایه‌گذاران در زمان آشفتگی بیشتر است (اسکندری، ۱۳۹۰).

دامنه نوسان قیمت سهام به عنوان یکی از متوقف کننده های خودکار در کشورهایی که از این سیستم استفاده می‌کنند بنا بر شرایط اقتصادی و بازار مختلف می‌باشد، در جدول زیر دامنه مجاز نوسان قیمت سهام در برخی کشورها ذکر شده است.

جدول ۱- دامنه نوسان قیمت سهام در برخی از کشورهای دنیا

کشور	دامنه نوسان (درصد)	کشور	دامنه نوسان (درصد)	کشور	دامنه نوسان (درصد)
آرژانتین	۱۰	اکوادور	۱۵	ونزوئلا	۲۰
بلژیک	۵ تا ۱۰	فنلاند	۱۵	پرو	۱۵
مصر	۵	پاکستان	۷	مکزیک	۱۰
مالزی	۳۰	هند	۸	کره جنوبی	۱۵
فیلیپین	۴۰ تا ۵۰	ترکیه	۵	تایوان	۷
فرانسه	۱۰ تا ۲۰	پرتغال	۱۵	ایتالیا	۱۰ تا ۲۰
ژاپن	۱۰ تا ۶۰	اسپانیا	۱۰	اتریش	۵
تایلند	۳۰	کنیا	۱۰	ایران	۵

منبع: اسکندری، ۱۳۹۰

در کشور ایران نیز ایجاد دامنه مجاز نوسان قیمت از جمله ابزارهای بکار گرفته شده با هدف خاص می‌باشد که سیر تغییرات میزان دامنه نوسان قیمت سهام

هدف تعیین محدودیت قیمت^۲ در معاملات بازار سهام جلوگیری از تغییرات بیش از اندازه قیمت می‌باشد؛ لکن نقش آن به عنوان کنترل‌کننده تغییرات غیرمعتاد قیمت مورد تردید محققان قرار گرفته است. حد نوسان قیمت نوعی متوقف‌کننده خودکار است که در بازارهای معاملات آتی و برخی بورس‌های اوراق بهادار در بازارهای نوظهور استفاده می‌شود، متوقف‌کننده خودکار مکانیزم‌های اساسی هستند که توسط بازارها بکار گرفته تا نوسان بازار را محدود ساخته و از رفتارهای شتابزده فعالان بازار که ممکن است به ورشکستگی بازار بیانجامد جلوگیری کند. (مهدوی راد، ۱۳۹۵)

در بازارهای مالی متوقف‌کننده های خودکار به دو شکل اصلی به کار گرفته می‌شوند که عبارتند از:

الف) توقف معاملات^۳: که عبارتست از ممانعت از انجام معامله یک ورقه بهادار یا کل بازار در یک زمان مشخص در شرایط ضروری و یا بر اساس نظر مسولان بازار. هدف اصلی از توقف معاملات این است که فرصت لازم به سرمایه‌گذاران جهت عکس‌العمل نسبت به اطلاعات جدید داده شود تا از طریق سفارشی‌هایی که پس از تجزیه و تحلیل اخبار جدید وارد سیستم می‌شود، قیمت سهم به سطح تعادل جدید برسد. بنابراین هدف از اعمال توقف، اطمینان خاطر از دسترسی منصفانه و برابر همه سرمایه‌گذاران به اطلاعات در زمان ورود اطلاعات جدید یا وقوع تغییرات قابل ملاحظه می‌باشد. (علی‌محمدی، ۱۳۹۳)

ب) حد نوسان قیمت سهام: حداقل و یا حداکثر تغییر مجاز قیمت در یک روز به طوری که انجام معامله در خارج از دامنه تعیین شده در هر روز غیر ممکن باشد (مهدوی ۱۳۹۵)، به شکل منطقی حد نوسان قیمت سهام دارای دو ویژگی است که باعث کنترل نوسان قیمت سهام می‌شود این دو ویژگی عبارتند از:

در بورس اوراق بهادار تهران نیز به شرح جدول زیر می باشد.

جدول ۲ - تاریخچه دامنه مجاز نوسان در بورس اوراق بهادار تهران

دامنه مجاز نوسان قیمت سهام	بازه زمانی
کنترل شده به صورت قضاوتی	از ابتدای ۱۳۷۸ تا ابتدای ۱۳۸۰
دامنه متقارن ۱ تا ۵ درصدی با توجه به نسبت p/e	از ابتدای ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۲/۳/۷
دامنه نوسان متقارن ۵ درصدی	از ۱۳۸۲/۳/۷ تا ۱۳۸۴/۱۱/۲۴
دامنه نوسان متقارن ۲ درصدی	از ۱۳۸۴/۱۱/۲۴ تا ۱۳۸۷/۲/۲۱
دامنه نوسان متقارن ۳ درصدی	از ۱۳۸۷/۲/۲۱ تا ۱۳۸۸/۸/۱۶
دامنه نوسان متقارن ۳/۵ درصدی	از ۱۳۸۸/۸/۱۶ تا ۱۳۸۹
دامنه نوسان متقارن ۴ درصدی	از ۱۳۸۹/۴/۷ تا ۱۳۹۴/۳/۲
دامنه نوسان متقارن ۵ درصدی	از ۱۳۹۴/۳/۲ تا کنون

منبع: مهدوی راد، ۱۳۹۵

همانگونه که ملاحظه می شود نرخ تغییرات دامنه نوسان قیمت در ایران بین ۱ تا ۵ درصد در دو دهه اخیر متغیر می باشد که نسبت به متوسط نرخ دامنه نوسانات در سایر کشورها از میزان کمتری برخوردار است.

با این توصیف در ارتباط با قاعده محدودیت نوسانات قیمت محاسن زیر بر شمرده شده است.

- کشف قیمت واقعی: وقتی قیمت سهام به حدود نوسان نزدیک می شود تغییرات قیمت سهام متوقف می شود این توقف فرصتی را برای سرمایه گذاران ایجاد می کند تا پیرامون قیمت سهم و ارزش واقعی آن تامل و بدور از هیجان تصمیم گیری کنند (مهدوی راد، ۱۳۹۵).
- جلوگیری از دستکاری قیمت ها: وجود دامنه مجاز نوسان قیمت باعث می شود سهامداران بزرگ و سفته بازان نتوانند با ایجاد هیجان و

جو کاذب در بازار باعث دستکاری قیمت سهام و ایجاد تغییرات قیمت سهام شوند.

۳) کاهش تلاطم بازار: با وجود دامنه مجاز نوسان، تغییرات قیمتی سهام محدود شده و فراتر از این حد نخواهند شد و از بروز تغییرات ناگهانی قیمت سهام جلوگیری شده و بازار از ثبات بیشتری برخوردار خواهد شد (اسکندری، ۱۳۹۰).

اما علی رغم محاسن ذکر شده در فوق برای ایجاد دامنه نوسان قیمت سهام، برای اعمال حد قیمت سهام اشکالاتی از قبیل موارد زیر ذکر شده است.

- تاخیر در کشف قیمت^۴.
- دخالت در معاملات^۵.
- سرایت تلاطم^۶ به معنی انتقال وضعیت قیمتی سهام به روزهای آتی.
- اثر ربایش.

از میان موارد ذکر شده اثر ربایش به عنوان یکی از مقوله های مهم مورد بحث محققان بوده است. اثر ربایش به پدیده ای اشاره دارد که در آن قیمت سهم در زمان نزدیک شدن به حدود سقف و کف دامنه نوسان قیمت باعث ایجاد ربایش به بالاترین و پایین ترین میزان دامنه نوسان می شود.

یکی از دلایل بروز اثر ربایش این است که معامله گران بواسطه ترس از محدودیت در نقد شوندگی و یا قفل شدن خرید و فروش بواسطه محدودیت قیمتی اقدام به اتخاذ استراتژی های تهاجمی نموده و این رویه می تواند منجر به تغییرات در حجم معاملات گردد.

متغیر بعدی عامل رفتاری سرمایه گذاران است که ناشی از تاثیر روانی دامنه مجاز نوسان بر معاملات در زمان نزدیک شدن به حد مجاز است؛ که معامله گران انتظار دارند قیمت به سقف و کف برسد و همین انتظار سبب سرعت گرفتن حرکت قیمت به سمت حد مجاز می شود (مهدوی راد، ۱۳۹۵).

۲-۱- پیشینه تحقیق

دو و همکاران^۷ (۲۰۰۵) به بررسی و کنکاش اطلاعات معاملات در بورس کره پرداختند و به این نتیجه رسیدند که محدودیت‌های قیمتی کوچک و باریک اثرهای ربایشی شدید و قوی‌تری ایجاد می‌کند، آنان اثر ربایش را در پنج زیر ساختار شامل نرخ بازدهی، حجم معاملات، میزان نوسان، جریان سفارشات و نوع سفارشات مورد مطالعه قرار دادند. در این مطالعه دو نتیجه عمده حاصل شده است اول اینکه بین میزان دامنه مجاز نوسان و اثر ربایش در پنج متغیر بالا رابطه عکس وجود دارد یعنی هرچه دامنه مجاز نوسان بیشتر باشد اثر ربایش کمتر مشاهده می‌شود و بالعکس، نتیجه دوم نیز این بود که در دامنه‌های بالایی، حجم معاملات سرمایه‌گذاران و سرعت نوسان بیشتر می‌شود که دو دلیل عمده برای این موضوع ذکر گردید که یکی متأثر از عوامل روانشناسی سرمایه‌گذاران می‌باشد و دیگری عدم فروش استقراری در بورس کره است. همچنین در این مطالعه دیده شد وقتی که قیمت‌ها به حدود دامنه مجاز نوسان نزدیک می‌شود سرمایه‌گذاران رفتار معاملاتی خود را تغییر می‌دهند به نحوی که با بالا رفتن قیمت حجم خرید زیاد شده و با پایین آمدن قیمت سرمایه‌گذاران حجم عمده از معاملات فروش را به عهده می‌گیرند.

یافته‌های هیسه و همکاران^۸ (۲۰۰۹) با استفاده از مدل لاجیت، اثر ربایش را در بورس تایوان نشان می‌دهد. این پژوهش برای اندازه‌گیری میزان فاصله‌های متفاوت قیمت به حد مجاز دامنه نوسان اجرا گردیده و مشخص شده که در چه میزان از فاصله قیمت تا حدود دامنه مجاز نوسان، اثر ربایش آغاز می‌شود. مدل مزبور نشان می‌دهد، زمانی اثر ربایش شروع می‌شود که فاصله قیمت تا حد بالای دامنه مجاز نوسان به کمتر از ۹ پرش و تا حد پایین دامنه مجاز کمتر از ۴ پرش برسد.

ونگ و همکاران^۹ (۲۰۰۹) به بررسی حجم معاملات و سایر متغیرهای بازار سهام تایوان پرداختند

و به این نتیجه رسیدند که اثر ربایش به وسیله سرمایه‌گذاران انفرادی ایجاد می‌گردد، در این مطالعه به بررسی وجود اثر ربایش در بازار سهام تایوان از ابتدای سال ۲۰۰۲ تا انتهای سال ۲۰۰۴ پرداختند؛ لازم به ذکر است که در آن سال ۷۱۱ شرکت در بازار تایوان مورد پذیرش قرار گرفته بودند که با قرار دادن محدودیت‌هایی، نمونه مورد مطالعه به ۲۳۲ شرکت تقلیل دادند. در این مطالعه قیمت‌ها و حجم معاملات را به صورت سری زمانی ۵ دقیقه مورد تجزیه و تحلیل قرار داده و به وجود اثر ربایش پی‌بردند. در گام دوم با قرار دادن نسبت‌های حجم معاملات اشخاص نهادی و غیر نهادی در مدل خود، به بررسی تاثیر معامله‌گران در ایجاد این اثر پرداختند و به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های نمونه که اثر ربایش در آن به اثبات رسیده، معامله‌گران انفرادی سهم بالایی در این اثر داشتند.

دیوید و همکاران^{۱۰} (۲۰۰۳) یکی از مهمترین مطالعات را درباره اثر ربایش انجام دادند. مطالعه آن‌ها در بورس تایوان در بازه زمانی ۳ ژانویه ۱۹۹۸ تا ۲۰ مارچ ۱۹۹۹ و در مجموع ۳۲۴ روز معاملاتی صورت گرفته است. در بورس تایوان در بازه زمانی مورد مطالعه ۴/۷ درصد تمامی معاملات در حد بالای دامنه نوسان و ۳/۷ درصد از معاملات در حد پایین انجام شده است. آنها با بررسی خود اثر ربایش قابل توجهی را در حد بالای دامنه مجاز نوسان مشاهده کردند و در حد پایین دامنه مجاز نوسان اثر ربایش قابل ملاحظه‌ای را مشاهده نمودند. ایشان مطالعات خود را براساس بازدهی ۵ دقیقه‌ای در طی روز سهام بورس تایوان قرار دادند. ایشان به منظور نشان دادن این موضوع که اثر ربایش بدلیل وجود دامنه مجاز ایجاد می‌گردد همین موضوع را با تغییراتی جزئی در تعریف متغیرهای توضیح دهنده در مورد ۹۰ سهم از بازار استفاده کردند، در این بررسی اثر ربایش در بازار سهام فوق مشاهده نشد و نکته حایز اهمیت این بود که در این سهام‌ها در مورد حد پایین دامنه نوسان اثر ربایش منفی گزارش شد.

بررسی های برکمن^{۱۱} (۱۹۹۸) نشان می‌دهد که در بازار آتی اثر ربایش وجود ندارد او در مطالعه خود قیمت‌های آتی شاخص نیکی که هم در بازار اوراق بهادار اوزاکا و سنگاپور معامله می‌شود را مورد بررسی قرار داده است. تفاوتی که بین این دو بازار وجود دارد این است که در بازار اوزاکا دامنه مجاز وجود دارد. اما در سنگاپور چنین محدودیتی وجود ندارد. در صورت وجود اثر ربایش، هنگام نزدیکی به سقف قیمت در بازار اوزاکا قیمت آتی نیز باید بالاتر از بازار سنگاپور باشد. اما نتایج حاصل از این مطالعه خلاف این مطلب را به اثبات رسانده است. مطالعه برکمن دلیل این موضوع را به خاطر آربیتراژ شدید دو بازار اوزاکا و سنگاپور می‌داند.

پنگ و همکاران (۲۰۰۹) با استفاده از مدل لاجیت به بررسی وجود اثر ربایش و دلیل آن در ۴۳۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تایوان در سال ۲۰۰۹ پرداختند. مدل لاجیت قادر به شناسایی اثر ربایش در سهام و همچنین مناطقی که احتمال پدیدار شدن این اثر زیاد است می‌باشد. آنان با بررسی‌های خود به این نتیجه رسیدند که اثر ربایش در شرکت‌هایی که معاملاتشان آگاهانه است خیلی کمتر مشاهده می‌گردد؛ یعنی هرچه قدر سرمایه‌گذاران با آگاهی و اطلاعات بیشتر وارد بازار شوند این اثر کمتر دیده خواهد شد. آنان با ارایه مدلی علاوه بر اینکه متغیرهای مستقلی که در اندازه اثر ربایش تاثیر گذار هستند را شناسایی کردند، با بسط مدل خود رابطه بین معاملات آگاهانه و اثر ربایش را مورد بررسی قرار دادند. در مدل اولیه که برای اندازه‌گیری بودند از نرخ بکار می‌رفت متغیرهای مستقل عبارت بودند از نرخ بازدهی استاندارد، انحراف استاندارد، حجم معاملات، اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با استفاده از روش خود همبستگی و با اجرای مدل به این نتیجه رسیدند که تمامی ضرایب ۵ متغیر بالا مثبت و معنی دار بودند. ایشان در بسط مدل خود به این نتیجه دست یافتند که بین اندازه و اثر ربایش رابطه عکس وجود دارد.

بونگ و همکاران^{۱۲} (۲۰۱۰) به بررسی بورس نوظهور چین پرداختند ایشان نمونه ای از ۱۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس شانگهای را در دوره زمانی اول جولای ۲۰۰۲ تا ۳۱ دسامبر ۲۰۰۴ انتخاب کرده و رابطه بین بازدهی‌ها و معاملات سرمایه‌گذاران نهادی و انفرادی را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که پاسخ سرمایه‌گذاران انفرادی به شوک‌های قیمتی بیشتر از سرمایه‌گذاران نهادی است. ایشان به بررسی رفتار معاملاتی دو گروه سرمایه‌گذاران فوق در موقع اعلام سود شرکت‌ها پرداختند و به این مهم دست یافتند که میانگین حجم معاملات تجمعی غیر نرمال سرمایه‌گذاران انفرادی خیلی بیشتر از سرمایه‌گذاران نهادی است و بدین ترتیب سرمایه‌گذاران انفرادی باعث ایجاد اثر ربایش می‌شوند. کریستین و همکاران^{۱۳} (۲۰۰۹) به بررسی تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس لهستان در بازه زمانی ۹ جولای تا ۱۹ نوامبر ۱۹۹۶ پرداختند و به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران نهادی اثر گله ای از خود نشان نمی‌دهند در حالیکه سرمایه‌گذاران انفرادی در معاملاتشان اثر گله‌ای را ثابت کرده‌اند؛ ایشان دریافتند این اثر در نوسانات رو به پایین نسبت به نوسانات رو به بالا از شدت بیشتری برخوردار است.

بوهل و همکاران^{۱۴} (۲۰۰۹) در زمینه رابطه بین سرمایه‌گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام پژوهشی را انجام دادند، یافته‌های ایشان حاکی از این است که افزایش مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی و غالب بودن حجم معاملات بازار بوسیله آنان باعث تشبیت نوسانات بازده سهام می‌شود. چرا که آنان قیمت سهام را به سرعت و بر اساس اطلاعات جدید تنظیم کرده و باعث کاراتر شدن بازار سهام می‌شود.

علویان قوانینی (۱۳۹۰) در پژوهش خود با عنوان "بررسی اثر ربایش با وجود دامنه مجاز نوسان در بورس اوراق بهادار تهران" به بررسی وجود یا عدم وجود اثر ربایش با مدل خود همبستگی آماری در پنج سهم پر معامله حفاری شمال، بانک سینا، صنایع دریایی ایران، سایپا و مخابرات ایران پرداخت و به این

۳- فرضیه های پژوهش

با توجه به چارچوب ارائه شده، برای پژوهش پیش رو فرضیه های زیر تعریف شده است.

- ۱) وجود حدود نوسان مجاز قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران باعث ایجاد پدیده ربایش به حداکثر و حداقل قیمت می شود.
- ۲) معاملات سرمایه گذاران نهادی در بورس اوراق بهادار تهران با پدیده اثر ربایش رابطه معکوس دارد.

۴- روش شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر توصیفی از نوع خود همبستگی مبتنی بر تحلیل داده های سری زمانی و از حیث هدف کاربردی است که با استفاده از روشهای آماری و اقتصادسنجی و نیز استفاده از محیط نرم افزاری Eviews10 به آزمون و تحلیل داده ها پرداخته است. جامعه آماری مورد مطالعه، شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ۱۳۹۵/۱/۱ لغایت ۱۳۹۵/۱۲/۲۹ در طی ۲۴۲ روز کاری برای دوره مزبور می باشد. نمونه افراز شده از جامعه آماری فوق به صورت غیر احتمالی و غربالی براساس معیارهای زیر انتخاب شده است به نحوی که نتایج بدست آمده از حداکثر اعتبار برخوردار باشد.

- شرکت مورد نظر حداقل در ۷۰ درصد روزهای معاملاتی طی دوره مورد پژوهش معامله شده باشد.
- شرکت مورد مطالعه از بالاترین درجه نقد شوندگی بین سایر شرکت ها برخوردار باشد.
- شرکت مورد مطالعه از بالاترین ارزش بازار در بین سایر شرکت ها برخوردار باشد.

براساس معیارهای ذکر شده در فوق نمونه بکار گرفته شده در تحقیق پیش رو شامل ده شرکت فولاد مبارکه اصفهان، کشتیرانی ج.ا.، پتروشیمی جم، صنایع پتروشیمی خلیج فارس، ایران خودرو، ملی صنایع مس ایران، پالایش نفت اصفهان، معدنی و صنعتی گل گهر،

نتیجه رسید که سهام این شرکت ها دارای اثر ربایش منفی در حدود دامنه مجاز نوسان خود می باشند.

فخاری و طاهری (۱۳۸۷) به بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای تئوری نظارت کارآمد و همگرایی منافع پرداختند. آنان ۱۲۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در سال مالی ۱۳۸۷ به عنوان نمونه انتخاب کرده و با استفاده از مدل رگرسیون خطی چند گانه به آزمون آن پرداختند. در این پژوهش نوسان پذیری بازده سهام به عنوان متغیر وابسته و سرمایه گذاران نهادی به عنوان متغیر مستقل به کار گرفته شده است. ایشان به این نتیجه رسیدند که میان سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام رابطه معکوس معنا داری وجود دارد.

علی محمدی (۱۳۹۳) در پژوهش خود به بررسی اثر ربایش به عنوان یکی از پیامد های اعمال دامنه نوسان مجاز پرداخته و با استفاده از مدل خود همبستگی وجود و یا عدم وجود آن را در ۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران آزمون نموده است. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که در برخی از شرکت های مورد پژوهش اثر ربایش در هر دو طیف دامنه مجاز نوسان تایید شده است.

مهدوی راد (۱۳۹۵) در پژوهش خود با عنوان " بررسی اثر ربایش در سیکل های تجاری و سرمایه گذاری " به بررسی وجود اثر ربایش پرداخته است؛ نتایج پژوهش نشان می دهد اعمال دامنه مجاز نوسان باعث بروز اثر ربایش می گردد و سرمایه گذاران به علت ترس از عدم خرید سهام به قیمت مناسب یا فروش آن قبل از سقوط کامل قیمت ها، سریعاً به حدود قیمت ها جذب می شوند؛ همچنین نتیجه دیگر پژوهش ایشان این است که در برخی از شرکت ها پدیده اثر ربایش بین سرمایه گذاران نهادی رواج بیشتری یافته است.

پس از استاندارد کردن بازدهی های بدست آمده از طریق فرمول فوق در صورتی که توزیع GARCH نرمال باشد، Z_{it} برابر است با:

$$Z_{it} = \frac{u_1}{\delta_1}$$

متوسط بازدهی قبل از شبه حد نوسان (M_t) به صورت $M_t = N^{-1} \sum Z_{it}$ محاسبه می شود.

در این گام یک شبه حد نوسان (± 2) درصدی تعریف نموده و بازدهی های قبل از شبه حد نوسان و مجموعه بازدهی های قبل از حد نوسان واقعی و تعداد بازدهی هر یک از این دو مجموعه جدا می شود. در نهایت همانگونه که اشاره شد آزمون اثررپایش با برآورد مدل زیر انجام می شود.

$$(Z_{it} - M_t) = \mu + \gamma \cdot mV_t + e_t$$

در رابطه بالا mV_t لگاریتم طبیعی اندازه شرکت است که به عنوان متغیر کنترل بکار رفته تا باعث خنثی شدن اثر تقریب بازدهی به حد بالا و پایین باشد. اگر عرض از مبدا μ مثبت و معنی دار باشد نشانگر اثر ربایش مثبت (خود همبستگی مثبت) و در صورتی که منفی معنی دار باشد بیانگر وجود اثر ربایش منفی است.

در ادامه برای مشخص شدن تأثیر انواع معامله گران بر اثر ربایش معامله فوق به صورت زیر برآورد شده است:

$$(Z_{it} - M_t) = \mu_{Bs} I_{Bs} + \mu_B I_B + \mu_s I_s + \mu I + \gamma \cdot mV_t + e_t$$

در این مدل I ها را به تفکیک خریداران و فروشندگان در فواصل زمانی 5 دقیقه افراز کرده ایم به نحوی که در مدل فوق (I_{Bs}) شاخص تابعی است که نشانگر ارزش و حجم خرید و فروش سرمایه گذاران نهادی می باشد.

(I_B) اشاره دارد به شاخص تابعی که خریده ها در اختیار نهادها باشد و (I_s) بیانگر آن است که فروش ها عمدتاً تحت تأثیر سرمایه گذاران نهادی می باشد.

ارتباطات سیار و خدمات انفورماتیک می باشد. داده های تحقیق شامل سری های زمانی 5 دقیقه ای قیمت های معامله شده در بورس تهران می باشد که از شرکت مدیریت فناوری بورس تهران استخراج گردیده است.

4- مدل مفهومی پژوهش

برای آزمون فرضیات پژوهش ابتدا از مدل پیشنهادی ونگ (2009) به شرح زیر استفاده شده است.

$$(Z_{it} - M_t) = \mu + \gamma \cdot mV_t + e_{it}$$

سری زمانی بازدهی بین روز داده ها در فواصل 5 دقیقه به 5 دقیقه برای شرکت های منتخب از فرمول $R = \ln\left(\frac{P}{P(t-1)}\right)$ محاسبه شده است.

Zit بازدهی استاندارد شده بر اساس مدل GARCH می باشد. بنحوی که ابتدا با استفاده از سری زمانی قیمت های 5 دقیقه ای معامله شده هر سهم مدل ARMA(p,q) برای بازدهی بین روز هر یک از شرکت های منتخب طبق فرمول ذیل ارایه می شود.

$$Y_t = \mu + \phi_1 Y_{t-1} + \dots + \phi_p Y_{t-p} + u_t + \theta_1 u_{t-1} + \dots + \theta_q u_{t-q}$$

در گام بعدی بر اساس پسماندهای مدل ARMA(p,q) یک مدل GARCH(p,q) برای یافتن ناهمسانی شرطی بازدهی های بدست آمده استخراج تا پس از آن Z_{it} بدست آید.

$$\delta_t^2 = a_0 + a_1 u_{t-1}^2 + \dots + a_q u_{t-q}^2 + \beta \delta_{t-1}^2 + \dots + \beta_p \delta_{t-p}^2$$

در خصوص تخصیص مقادیر (p و q) از روش باکس جنکینز و معیار های شوارتز و حنان کوئین استفاده شده است. هر مدلی که کمترین مقدار را بر اساس معیار های مذکور دارا باشد به عنوان مناسب ترین مدل انتخاب گردیده است.

معاملات حدود ۱۰ میلیون سهم (۱۰ درصد) در بازه ۳- تا ۵- درصد (بعد از نقطه شبه حدی تا کف دامنه مجاز) می باشد که موید خروجی آزمون فرض می باشد. این موضوع در مورد شرکت پتروشیمی جم به نحوی است که حجم معاملات در بازه ۳ تا ۵ درصد بعد از نقطه شبه حدی بالغ بر ۲۷ میلیون سهم (۱۰ درصد) و در بازه (۳- تا ۵-) و بعد از نقطه شبه حدی حدود ۵۰ میلیون سهم (۱۸ درصد) می باشد که در انطباق با مقادیر μ منفی و وجود اثر ربایش در بخش فروش مندرج در خروجی آزمون فرض (جدول شماره ۵) مربوط به آن شرکت می باشد. علاوه بر موارد پیشگفته بر اساس اطلاعات توصیفی متغیرهای تحقیق، عمده معاملات در شرکتهای نمونه مورد مطالعه، توسط معامله گران نهادی رخ داده است. در این ارتباط براساس اطلاعات مربوط به حجم معاملات به تفکیک خریداران و فروشندگان انفرادی و نهادی مندرج در جدول شماره (۴) در خصوص شرکتهای معدنی و صنعتی گل گهر و خدمات انفورماتیک، عمده معاملات توسط معامله گران انفرادی صورت می گیرد و از سوی دیگر بر اساس آزمون فرض اول (جدول شماره ۵) وجود اثر ربایش معنی دار در این دو شرکت تأیید شده بود این در حالی است که بر اساس آزمون فرض (۲) نقش معامله گران نهادی در ایجاد اثر ربایش در دو شرکت تأیید نشده که در انطباق با فزونی مقادیر حجم معاملات، معامله گران انفرادی در قیاس اشخاص نهادی می باشد. از سوی دیگر در ارتباط با شرکت پتروشیمی خلیج فارس به عنوان یکی از شرکتهایی که اثر ربایش در آن تأیید شده، عمده معاملات در بخش خرید و فروش توسط معامله گران نهادی صورت می گیرد. این موضوع با خروجی آزمون فرض مبنی بر وجود مقادیر مثبت و معنی دار μ در شرکت پتروشیمی خلیج فارس منطبق می باشد.

در پایان (I) نیز بیانگر آن است که هیچ یک از موارد خرید و فروش تحت کنترل سرمایه گذاران نهادی نمی باشد.

در ادامه Iها را به تفکیک خریداران و فروشندگان در فواصل زمانی ۵ دقیقه افراز کردیم بنحوی که

$$I_{Bs}=1 \text{ اگر } R_{it}^B \geq 0.5 \text{ و } R_{it}^S \geq 0.5$$

$$I_B=1 \text{ اگر } R_{it}^B \geq 0.5 \text{ و } R_{it}^S < 0.5$$

$$I_s=1 \text{ اگر } R_{it}^B < 0.5 \text{ و } R_{it}^S \geq 0.5$$

$$I=1 \text{ اگر } R_{it}^B < 0.5 \text{ و } R_{it}^S < 0.5$$

در روابط فوق R_{it}^B نسبت حجم خرید سهام شرکت نمونه در زمان t توسط خریداران نهادی به کل حجم خرید بوده و R_{it}^S نیز نسبت حجم فروش سهام شرکت نمونه در زمان t توسط فروشندگان نهادی نسبت به کل حجم خریدها می باشد.

به منظور ارزیابی پایایی مدل از آزمون معنی داری ضریب رگرسیون لاجیت و مقدار احتمال تابع درست نمایی بر اساس ضریب تعیین R_2 استفاده شده است.

۵- یافته های پژوهش

۵-۱- آمارهای توصیفی

براساس اطلاعات توصیفی مربوط به حجم و فراوانی معاملات مندرج در جدول شماره (۳)، عمده معاملات و نیز فراوانی معاملات رخ داده در بازه زمانی مورد مطالعه در دامنه نوسان (۱و۱) برای اکثر شرکت های نمونه مورد تحقیق می باشد. همانگونه که ملاحظه می شود در خصوص شرکت معدنی و صنعتی گل گهر جمعاً ۳۲ میلیون سهم (۳۲ درصد) از حجم معاملات رخ داده در دامنه نوسان ۳ تا ۵ درصد می باشد (بعد از نقطه شبه حدی تا سقف دامنه مجاز نوسان) و مشخصاً ۲۶ درصد از حجم معاملات در حدود ۵ درصد مثبت روی داده است که این موضوع در راستای تأیید خروجی آزمون آماری مربوط به شرکت یاد شده در جدول شماره (۵) می باشد که در آن اثر ربایش مثبت در جهت +۵ تأیید شده است. این در حالی است که در بخش معاملات فروش (۵- درصد) شرکت مزبور، حجم

جدول ۳) مقادیر حجم معاملات (میلیون سهم) و فراوانی (تعداد دفعات) معاملات در دامنه نوسانات مجاز به تفکیک شرکتهای نمونه

نام شرکت	حجم و فراوانی	درصد نوسان										
		-۵	-۴	-۳	-۲	-۱	۱	۲	۳	۴	۵	
پتروشیمی جم	حجم معاملات	۲۷۱	۱	۱	۴۸	۱۶	۵۸	۹۱	۲۹	۲۰	۳	۴
	درصد	%۱۰۰	xx	xx	%۱۸	%۶	%۲۱	%۳۳	%۱۰	%۷	%۱	%۲
	فراوانی معاملات	۳,۰۶۲	۱	۲۶	۱۳۲	۳۳۳	۹۱۱	۱,۲۰۰	۳۰۵	۱۰۳	۳۱	۲۰
	درصد	%۱۰۰	xx	xx	%۴	%۱۱	%۳۰	%۳۹	%۱۰	%۳	%۱	xx
معدنی و صنعتی گل گهر	حجم معاملات	۹۶	۲	۳	۵	۱۱	۱۶	۱۸	۹	۵	۱	۲۶
	درصد	%۱۰۰	%۲	%۳	%۵	%۱۱	%۱۶	%۱۸	%۹	%۵	%۱	%۲۶
	فراوانی معاملات	۸,۵۵۱	۱۱۳	۴۱۰	۷۵۵	۱,۳۷۵	۲,۳۶۶	۱,۸۷۵	۸۸۰	۴۹۱	۱۵۱	۱۳۵
	درصد	%۱۰۰	%۱	%۵	%۹	%۱۶	%۲۸	%۲۲	%۱۰	%۶	%۲	%۱

xx: ارقام کمتر از ۱٪ ، x: ارقام کمتر از یک میلیون

جدول ۴) حجم معاملات (میلیون سهم) به تفکیک خریداران و فروشندگان انفرادی و نهادی

نام شرکت	حجم معامله/درصد	فروش		خرید	
		انفرادی	نهادی	انفرادی	نهادی
صنایع پتروشیمی خلیج فارس	حجم معادله	۲۸۹	۱۰۳	۳۲۸	۶۳
	درصد	%۷۴	%۲۶	%۸۴	%۱۶
معدنی و صنعتی گل گهر	حجم معادله	۳۸	۵۹	۴۴	۵۳
	درصد	%۳۹	%۶۱	%۴۵	%۵۵
خدمات انفورماتیک	حجم معادله	۴	۹	۷	۶
	درصد	%۳۰	%۷۰	%۵۵	%۴۵

۵-۲- نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش

• آزمون فرض اول

فرضیه اول عبارت است از اینکه وجود دامنه نوسانات قیمت سهام باعث بروز اثر ربایش در نزدیکی حدود سقف و کف قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران می شود. بر اساس مدل رگرسیون تعریف شده:

$$(Z_{it}-M_{it}) = \mu + \gamma \cdot mV_t + e_{it}$$

فرض صفر و فرض یک به صورت زیر تعریف می شود:

$$H_0: \mu = 0$$

$$H_1: \mu \neq 0$$

در فرضیه آماری فوق، فرض صفر به معنی عدم وجود اثر ربایش زمانی تایید می شود که μ برابر صفر و فرض یک به معنی تایید وجود اثر ربایش در زمانی که μ مخالف صفر است تایید می شود. با توجه به توضیحات داده شده و با در

نظر گرفتن خروجی آزمون رگرسیون مزبور برای کلیه شرکتها، وجود اثر ربایش صرفاً در چهار شرکت به شرح عناوین مندرج در جدول شماره (۵) زیر تایید شده است؛ همانگونه که ملاحظه می شود مقادیر متغیر μ به عنوان عرض از مبدا مدل رگرسیون بر اساس خروجی آزمون آماری برای چهار شرکت زیر مخالف صفر بوده و در سطح معنی داری ۹۵ درصد فرض یک تایید می شود. علاوه بر این در کلیه موارد ذکر شده مقدار قدر مطلق آماره t بزرگتر از ۲ می باشد که نشان از تایید مدل می باشد. در مورد سایر شرکتها شامل ایران خودرو، ملی صنایع مس ایران، فولاد مبارکه اصفهان، ارتباطات سیار، کشتیرانی جمهوری اسلامی ایران، پالایش نفت اصفهان، در سطح معنی داری پیشگفته فرض یک تایید نمی شود. همچنین مقادیر مثبت متغیر μ بیانگر ربایش به سمت سقف دامنه نوسان و مقادیر منفی μ بیانگر ربایش به

بخش خرید و فروش برای برخی از شرکت ها از جمله μBs ، μB در شرکت پتروشیمی جم، μBs در شرکت خدمات انفورماتیک و μB در شرکت معدنی و صنعتی گل گهر مثبت می باشد اما با توجه به سطح معنی داری موجود تاثیر معاملات سرمایه گذاران نهادی در ایجاد اثر ربایش معنی دار نبوده و معاملات اشخاص نهادی با اثر ربایش رابطه معکوس دارند. که این به معنی تایید فرضیه دوم می باشد. همچنین فرضیه دوم مبنی بر وجود رابطه معکوس بین معاملات سرمایه گذاران نهادی با اثر ربایش در ارتباط با ۶ شرکت باقیمانده نیز تایید می شود یعنی بین معاملات سرمایه گذاران نهادی با وجود اثر ربایش رابطه معکوس وجود دارد اما در خصوص ضرایب متغیرهای مربوط به معاملات شرکت صنایع پتروشیمی خلیج فارس، هر چند $\mu S, \mu Bs > 0$ بوده اما صرفاً متغیر μS در سطح ۹۵ درصد معنی دار بوده و تایید می شود به این معنی که معاملات بخش فروش سرمایه گذاران نهادی در ایجاد اثر ربایش موثر می باشد، مضافاً اینکه قدر مطلق آماره t رقم ۴,۸۹ می باشد که موید نتیجه گیری فوق می باشد.

سمت کف دامنه نوسان مجاز می باشد با این توضیح در شرکت های صنایع پتروشیمی خلیج فارس و معدنی و صنعتی گل گهر وجود اثر ربایش از نوع کشش و حرکت به سمت سقف دامنه مجاز بوده (خرید) و در مورد شرکتهای خدمات انفورماتیک و پتروشیمی جم وجود اثر ربایش از نوع حرکت به سمت کف دامنه مجاز (فروش) می باشد.

جدول شماره ۵) نتایج خروجی آزمون فرضیه اول

variable	Coefficient	Std.Error	t-statistic	Prob.
صنایع پتروشیمی خلیج فارس				
γ	-۲,۶۸	۰,۳۱	-۸,۴۳	۰,۰۰
μ	۳۳,۰۹	۳,۹۴	۸,۳۷	۰,۰۰
خدمات انفورماتیک				
γ	۰,۸۳	۰,۳۷	۲,۲۱	۰,۰۲
μ	-۹,۰۱	۴,۰۸	-۲,۲۰	۰,۰۲
معدنی و صنعتی گل گهر				
γ	-۰,۰۸	۰,۰۲	-۳,۳۱	۰,۰۰۹
μ	۰,۹۰	۰,۲۷	۳,۳۲	۰,۰۰۹
پتروشیمی جم				
γ	۱,۰۹	۰,۲۹	۳,۷۵	۰,۰۰۲
μ	-۱۲,۴۵	۳,۳۱	-۳,۷۵	۰,۰۰۲

• آزمون فرضیه دوم

در خصوص رابطه معاملات سرمایه گذاران نهادی با اثر ربایش نیز خروجی آزمون مدل رگرسیون معرفی شده در پژوهش حاضر به شرح جدول شماره (۶) زیر در خصوص شرکتهای پتروشیمی جم، صنایع پتروشیمی خلیج فارس، معدنی و صنعتی گل گهر و خدمات انفورماتیک که در فرضیه اول وجود اثر ربایش در آنها تأیید شده بود معرفی می شود. همانگونه که در روش شناسی تحقیق مطرح گردید فرض صفر به این معنی است که هر یک از مقادیر ضرایب I ها شامل $\mu S, \mu B, \mu Bs$ بزرگتر از صفر و فرض یک به معنی وجود رابطه معکوس بین معاملات سرمایه گذاران نهادی و اثر ربایش در زمانی رخ می دهد که μBs ، $\mu S, \mu B$ کوچکتر و مساوی صفر باشد. بر اساس خروجی آزمون آماری هر چند مقادیر ضرایب I ها در

جدول شماره ۶) نتایج خروجی آزمون فرضیه دوم

پتروشیمی جم				
variable	Coefficient	Std.Error	t-statistic	Prob.
γ	۱,۰۲	۰,۲۹	۳,۵	۰,۰۰
μBs	۰,۰۹	۰,۰۶	۱,۴۲	۰,۱۶
μB	۰,۰۱	۰,۰۶	۰,۱۸	۰,۸۵
μS	-۰,۰۸	۰,۰۸	-۱,۰۴	۰,۹۱
μ	-۰,۰۹	۰,۰۶	-۱,۴۲	۰,۱۵

صنایع پتروشیمی خلیج فارس				
variable	Coefficient	Std.Error	t-statistic	Prob.
γ	-۲,۴۱	۰,۳۲	-۷,۴۸	۰,۰۰۰
μBs	۰,۱۳	۰,۱۱	۱,۱۶	۰,۲۴
μB	-۰,۱۶	۰,۰۷	-۲,۰۵	۰,۰۳
μS	۰,۴۲	۰,۰۸	۴,۸۹	۰,۰۰
μ	-۰,۱۳	۰,۱۷	-۱,۱۶	۰,۰۲۴

ادامه جدول شماره ۶) نتایج خروجی آزمون فرضیه دوم

معدنی و صنعتی گل گهر				
variable	Coefficient	Std.Error	t-statistic	Prob.
γ	-۰,۰۸	۰,۰۲	-۳,۲۵	۰,۰۰
μBs	-۰,۰۵	۰,۰۶	-۰,۷۷	۰,۴۴
μB	۰,۰۴	۰,۰۷	۰,۶۰	۰,۵۴
μs	۰,۰۴	۰,۰۷	۰,۶۶	۰,۵۰
μ	۰,۰۴	۰,۰۶	۰,۶۳	۰,۵۲

خدمات انفورماتیک				
variable	Coefficient	Std.Error	t-statistic	Prob.
γ	۰,۸۲	۰,۳۷	۲,۱۸	۰,۰۲
μBs	-۰,۲۰	۰,۱۶	-۱,۲۲	۰,۲۲
μB	۰,۰۹	۰,۰۵	۱,۵۹	۰,۱۱
μs	-۰,۰۰	۰,۰۹	-۰,۰۴	۰,۹۶
μ	۰,۲۰	۰,۱۶	۱,۲۲	۰,۲۲

۱۳۹۵/۱۲/۲۹ شامل ۲۴۲ روز معاملاتی می باشیم. نتایج تحقیق بیانگر این است که این اثر در سطح معنی داری ۹۵ درصد صرفاً در چهار شرکت مشاهده گردید هرچند که تغییرات قیمت در برخی از شرکت های مورد آزمون مشاهده گردید اما عدم تایید وجود اثر ربایش در برخی از شرکتها در تحقیقات پیشین نیز تایید شده بود؛ بررسی نقش برخی عوامل (از جمله دوره های رکود و رونق معاملات، ترکیب مالکیت شرکت، اندازه و ارزش بازار شرکت و میزان سهام شناور) در بروز این اثر در برخی از شرکت ها و نیز عدم وجود اثر ربایش در برخی دیگر از شرکت ها از موضوعات جالب توجه می باشد.

همچنین در بخش دوم به بررسی اثر حضور سرمایه گذاران نهادی در ایجاد و تشدید اثر ربایش پرداخته شد که بر اساس خروجی آزمون تنها در یک مورد شرکت صنایع پتروشیمی خلیج فارس اثر ربایش ایجاد شده در فاز فروش متاثر از فعالیت سرمایه گذاران نهادی بوده و در سایر معاملات شرکت ها حتی در مواردی که وجود اثر ربایش در بخش اول تایید شده بود، نقش فعالیت سرمایه گذاران نهادی مشاهده نگردید.

فهرست منابع

- * اسکندری، رسول (۱۳۹۰) "بررسی آثار حد نوسان قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، چشم انداز مدیریت مالی و حسابداری، شماره ۳، ص ص ۱۰۷-۱۲۲
- * آیین نامه معاملات در شرکت بورس و اوراق بهادار تهران.
- * پمپین، میشل ام، دانش مالی رفتاری و مدیریت دارایی ترجمه احمد بدری (۱۳۸۸)، چاپ اول انتشارات کیهان.
- * دستور العمل اجرایی نحوه انجام معاملات در بورس اوراق بهادار تهران، مصوب ۱۳ آذرماه ۱۳۸۹، سازمان بورس و اوراق بهادار.

۶- نتیجه گیری و بحث

عدم شفافیت، عمق کم و در دسترس نبودن اطلاعات به هنگام به منظور اتخاذ تصمیم صحیح از یک سو و از سوی دیگر فقدان ساختارهای مناسب و عدم حضور متخصصان خبره و بازارگردان ها باعث حاکم شده جو شایعه پراکنی و تصمیم گیری بر اساس هیجانانگیز در بازارهای مالی از جمله بازار سهام در برخی از کشورهای دنیا شده است. سیاست گذاران به منظور کاهش هیجانانگیز حاکم بر بازار و جلوگیری از متضرر شدن سهامداران راهکارهای اجرایی را اتخاذ می نمایند که از آن جمله می توان به اعمال محدودیت دامنه نوسان قیمت و تعیین کف و سقف نوسان روزانه اشاره نمود. اعمال حد قیمت منصرف از اینکه می تواند از دستکاری قیمت و تغییرات قیمت جلوگیری نماید می تواند باعث ایجاد اثرات منفی بوده که اثر ربایش در حدود قیمت سقف و کف را می توان از جمله آسیب های اعمال حدود قیمتی دانست. در این تحقیق در پی بررسی وجود اثر ربایش بر اساس اطلاعات بین روزی سری های ۵ دقیقه ای قیمت برای معاملات ۱۰ شرکت نمونه از ۱۳۹۵/۱/۵ تا

- Exchange". Pacific – Basin finance journal 18 (2010)
- * Christiane Good fellow, Martin T. bohl,. "To gether we invest? individual and institutional trading behavior in Poland." International Review of financial Analysis 18 (2009) t bohl , M , Brzezinski, j. will Fling, B
- * Bohl,M,Brzezeynski,j. wil fling,B "Institutional investors and stock returns volatility: Empirical evidence from natural experiment", journal of Banking & Finance vole 33

یادداشت‌ها

- ¹ Magnet Effect
² Price limit
³ Trading Halt
⁴ Delaged Price Discovery
⁵ Trading Interference
⁶ Volatility Spillover
⁷ Du et al
⁸ Hsieh et al
⁹ Woon K. Wong et al
¹⁰ David D. Cho et al
¹¹ Berkman
¹² Boong soo lee
¹³ Christianc et al
¹⁴ Bohel,Brzeczyskiy,Wilfling

- * رهنمای رودپشتی، فریدون و مهدوی راد، حمید (۱۳۹۵) "بررسی اثر ربایش در سیکلهای تجاری و سرمایه گذاری"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال پنجم، شماره هفدهم ص ص ۵۳-۳۷
- * سعیدی، علی، فرهنگیان، سید محمد جواد (۱۳۹۴) ، "مبانی اقتصاد و مالی رفتاری" چاپ دوم انتشارات بورس
- * فخاری، حسین، طاهری عصمت السادات (۱۳۸۹)، "بررسی رابطه سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پژوهش هاس حسابدرای و مالی، سال دوم شماره چهارم ص ص ۱۷۲-۱۵۹.
- * منجذب، محمد رضا، علی محمدی میثم، (۱۳۹۳) "بررسی اثر ربایش با وجود دامنه حد نوسان در بورس اوراق بهادار تهران" فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال سوم، شماره دوازدهم. ص ص ۹۶-۷۵
- * Du, Y , Liu, Q, Rhee, S.G, 2005, An anatomy of the magnet effect: evidence from the Korea stock Exchange high-frequency data, university of Hawaii.
- * Woon.k .Wong, Matthews. Chang, Anthony H.T 2009, Are magnet caused by uninformed traders? Evidence from Taiwan stock Exchange, pacific Basin finance journal, 17, 28-40
- * David D. cho, Jeffrey Russell. George. Tiao, Rue T say, 2003, the magnet effect of price limits: evidence from high frequency data on Taiwan stock Exchange, Journal of Empirical finance 2003, 10, 133-168
- * Berkman , H, and own steenbook. "The Influence of Daily Price Limits on Trading in Nikkei futures" journal of futures Markets 18. No.3 (1998)
- * Hsieh, Ping-Hung, Yong H Kim J Jimmy young 2009, The magnet effect of price Limits: A legit approach, Journal of Empirical finance 2009,16
- * Bong So Lee , Wei Li, Steven shuye Wang. 2010, the dynamics of individual and institutional trading on the Shanghai stock