

## بررسی رابطه بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد

جعفر نصاری پور<sup>۱\*</sup>

نرگس صبوری<sup>۲</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۱۷ تاریخ چاپ: ۱۴۰۲/۰۳/۰۴

### چکیده

با توجه به مطالعه ژانگ و همکارانش در سال ۲۰۲۲، مدیران شرکت‌ها در تلاش هستند تا بتوانند سرمایه گذاران بیشتری را به شرکت جذب نمایند و باعث شوند آنها به شرکت تمایل نشان دهند که این کار با رید و فروش به موقع سهام امکان پذیر است؛ به همین منظور این احتمال وجود دارد که زمان ورود به بازار سهام برای آنها دارای اهمیت باشد؛ از این رو هدف از انجام پژوهش بررسی رابطه بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) میباشد. برای تجزیه و تحلیل داده‌های آماری از روش داده‌های پانل دیتا و با استفاده از اثرات ثابت استفاده شد؛ و در بخش تجزیه و تحلیل از آمار توصیفی و آمار استنباطی انجام گردید و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم افزار Eviews نسخه ۱۳ صورت گرفت. جامعه آماری و داده‌های آن، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران که از بین سال‌های ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۰، به مدت ۵ سال در نظر گرفته شده است؛ نمونه آماری نیز ۱۲۴ شرکت با روش حذفی انتخاب شد. روش پژوهش مورد استفاده در این پژوهش، توصیفی-تحلیلی بوده و داده‌ها از نوع تاریخی با مراجعه به صورت‌ها و گزارشات مالی شرکتها با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین جمع‌آوری و طبقه‌بندی گردید. با توجه به تحلیل نتایج، فرضیه اصلی مورد تأیید قرار گرفت و مشخص شد که بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت و معناداری وجود دارد به طوری که در این پژوهش برای زمان ورود به بازار سهام چهارشاخص نظیر بازده بازار، احساسات سرمایه گذار، نوسانات بازار، عدم قطعیت سیاست اقتصادی در نظر گرفته شد و نشان داد با سرمایه گذاری توسط سرمایه گذاران خرد اثر تمایلی دارد.

### واژگان کلیدی

زمان ورود بازار سهام، سرمایه گذاران خرد، بازده بازار، احساسات سرمایه گذار، عدم قطعیت سیاست اقتصادی.

۱. حسابرس ارشد مالیاتی، اداره امور مالیاتی، کنگان، ایران. (نویسنده مسئول: [jafarnasari63@gmail.com](mailto:jafarnasari63@gmail.com))

۲. مدرس دانشگاه، دانشگاه آزاد اسلامی، اوز، ایران. ([Narges.saboori2013@gmail.com](mailto:Narges.saboori2013@gmail.com))

## مقدمه

این مطالعه اثرات بلندمدت و پایدار اولین برداشت سرمایه گذاران از مشارکت در بازار سهام و اثر تمایلی را بررسی می کند. در این مطالعه با استفاده از یک مجموعه داده منحصر به فرد از سوابق تراکنش های حساب های مشتریان یک شرکت کارگزاری بزرگ در چین، شواهد قوی مبنی بر وجود اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد چینی پیدا کردیم. نتایج تجربی نشان می دهد که اگر سرمایه گذاران در ابتدای ورود به بازار سهام با دوره هایی با بازده بازار کمتر، احساسات سرمایه گذار کمتر، نوسانات بازار بیشتر، یا عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالاتر<sup>۱</sup> (EPU) مواجه شوند، اثر تمایلی قوی تری از خود نشان می دهند. این شواهد، درک را از نقش تجربه اولیه سرمایه گذاران در تصمیم گیری های بازار سهام و عوامل تعیین کننده سوگیری های رفتاری در تصمیم گیری های سرمای گذاری تقویت می کند. سرمایه گذاران در معرض انواع مختلفی از سوگیری های رفتاری هستند که آنها را به خطای شناختی و تصمیم گیری های ضعیف سوق می دهد. اثر تمایلی که تمایل سرمایه گذاران به فروش سریع تر دارایی های سودده و نگهداری طولانی تر دارایی های زیانده تعریف می شود، یکی از مستندترین سوگیری های سرمایه گذاران در ادبیات مالی رفتاری است. مطالعات قبلی، پیامدهای اقتصادی اثر تمایلی بر سرمایه گذاران و بازار مالی را بررسی کرده اند. وجود اثر تمایلی، سود سرمایه گذاران را کاهش می دهد و بر انباشت وجوه آنها تأثیر می گذارد (کووال و شاموی<sup>۲</sup>، ۲۰۰۵). علاوه بر این، ممکن است واکنش قیمت سهام نسبت به بیانیه های اطلاعاتی جدید را کمتر کند و باعث انحراف قیمت سهام از ارزش بنیادی آن شود که منجر به قیمت گذاری غیر نرمال نادرست می شود (فرازینی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۶). این مطالعه با اثبات اثرات بلندمدت و بالقوه تجربیات قبلی سرمایه گذاران بر رفتارهای بعدی سرمایه گذاری، به ادبیات نو ظهور در مورد مالی رفتاری کمک می کند. به طور خاص، تجربیات اولیه و اولین برداشت سرمایه گذاران از بازار در بدو ورود به بازار، بر اثر تمایلی آنها تأثیر می گذارد. مجموعه داده های منحصر به فرد و بزرگ از تراکنش های سطح حساب سرمایه گذاران خرد یک شرکت کارگزاری برجسته در چین امکان می دهد تا وجود اثر تمایلی و میزان تأثیر زمان ورود سرمایه گذاران خرد به بازار را بررسی نمایند. به دنبال گفته های فنگ و سیشولز در سال ۲۰۰۵، از تجزیه و تحلیل بقا با تابع خطر وایبول برای اندازه گیری اثر تمایلی استفاده نمودند. در رگرسیون پایه خود، شواهدی پیدا کردند که نشان می دهد اثر تمایلی در سرمایه گذاران خرد در سراسر بازار در طول دوره نمونه مورد نظر وجود دارد. با توجه به تعیین کننده های جمعیت شناختی در سطح فردی اثر تمایلی، یک اثر تمایلی قوی تر را بر روی سرمایه گذاران زن و مسن مشاهده نمودند. نتایج برای مجموعه ای از بررسی های استحکام قوی، همچنان باقی می ماند (ژانگ و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۲). از این رو، تلاش این پژوهش بر این است که بررسی رابطه بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد را مورد سنجش قرار دهد.

## ادبیات و مبانی نظری پژوهش

اثر واگذاری در انواع مختلف سرمایه گذاری دارایی و در بین سرمایه گذاران مختلف در سراسر جهان مشاهده شده است (لوکا و مان<sup>۵</sup>، ۲۰۰۶)؛ بنابراین، این پدیده به طور فشرده توسط محققان در امور مالی رفتاری مورد بررسی و مطالعه قرار گرفته است. درک بهتر اثر تمایل می تواند به کاهش ضررهای ناشی از سوگیری شناختی کمک کند. بسیاری از تبیین های اثر گرایش مبتنی بر نظریه حسابداری ذهنی و پشیمانی از بیزاری چشم انداز است. علاوه بر این، نتایج تجربی نشان می دهد که اثر گرایش توسط ویژگی های جمعیتی مختلف سرمایه گذاران، مانند جنسیت، سن، سابقه تحصیلی و تجربه تجاری معنادار است (موهل و تالپسپ<sup>۶</sup>، ۲۰۱۸). همچنین می تواند تحت تأثیر عوامل خارجی، از جمله فرهنگ، تعاملات اجتماعی و شرایط مختلف بازار قرار گیرد (بریتمایر و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۱۹). با این حال، هیچ توضیح منسجمی یافت نشد، زیرا نتایج در انواع مختلف سرمایه گذار، شرایط بازار و کشورها غیرقابل قطعیت است (رائو<sup>۸</sup>، ۲۰۱۴). این اثر غیرقابل انکار است و به عنوان یک سوگیری تصمیم گیری معمولی در بین سرمایه گذاران در بازار مالی در نظر گرفته می شود (لی و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۲۱). این نوعی سوگیری شناختی سرمایه گذاران است که از دانش و تجربه قبلی آنها شکل می گیرد. مطالعات قبلی ارتباط بین تصمیمات مالی سرمایه گذاران و تجربیات اولیه زندگی آنها را بر اساس تئوری چاپ ایجاد کرده است. به طور خاص، تحقیقات در روانشناسی شواهدی ارائه می دهد که شخصیت و ترجیحات یک فرد را می توان با تجربیات قبلی شکل داد و برداشت های اولیه تمایل دارند اطلاعات دریافت شده را تحت الشعاع قرار دهند (بتزر و همکاران<sup>۱۰</sup>، ۲۰۲۱). با توجه به تأثیر تجربیات و برداشت های قبلی افراد بر قضاوت مالی و تصمیم گیری آنها، استدلال می کنند که پیش بینی های تحلیلگران مالی از یک شرکت مستعد برداشت های قبلی آنها است. بتزر و همکاران در سال ۲۰۲۱، شواهدی را ارائه می دهند که مدیران دارای صندوق سرمایه گذاری که تجربیات منفی در ابتدای کار دارند یک اثر تمایل قوی تری نشان می دهد و می تواند باعث شود در میزان سرمایه گذاری توسط سرمایه گذاران خرد اثراتی ایجاد نماید که باعث بهبود وضعیت شرکت گردد و از طرفی اعتماد به نفس سهامداران را تقویت نماید تا بتواند با اشتیاق بیشتری به سرمایه گذاری خود ادامه دهد و یا برای تأمین مالی با دقت لازم به انجام رساند (بتزر و همکاران، ۲۰۲۱). مدیران عاملی که رکود اقتصادی کلان را تجربه می کنند، تمایل دارند در سیاست های مالی خود ریسک گریزتر هستند (مالمیندر و ناگل<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۱). مطالعات قبلی نشان داد مدیران شرکت با بلاای طبیعی ممکن است بر نگرش آنها نسبت به ریسک تأثیر بگذارد و تأثیر بالقوه ای بر تصمیمات تأمین مالی شرکت آنها داشته باشد (برنیل و همکاران<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۷). هدف از انجام این پژوهش بررسی رابطه بین تجربه سرمایه گذاری

اولیه سرمایه‌گذاران خرده‌فروش و تأثیر تمایل آنها است. به طور خاص، وجود اثر انحرافی را در بازار سهام و تأثیر بالقوه زمان ورود سرمایه‌گذاران خرد به بازار سهام را آزمایش نمودند که اولین برداشت آنها از سرمایه‌گذاری در بازار سهام را در ابتدای ورود به بازار، بر روی تأثیر آنها تشکیل می‌دهد. برای پیوند بهتر اثر تمایل به زمان‌بندی ورود به بازار در سطح فردی، از یک مجموعه داده منحصربه‌فرد حاوی داده‌های تراکنش در سطح حساب استفاده کردند که تعدادی سرمایه‌گذار فردی را از آوریل تا دسامبر ۲۰۱۲ از یک شرکت کارگزاری پیشرو (شرکت اوراق بهادار) در چین پوشش می‌دهد. بر اساس روش تجزیه و تحلیل، نتایج تجربی شواهدی را ارائه می‌کنند که نشان می‌دهد اثر تمایل در میان سرمایه‌گذاران خرده‌فروش چینی برای کل دوره نمونه وجود دارد که با کار قبلی لی و همکاران مطابقت دارد. علاوه بر این، با توجه به ویژگی‌های فردی، نتیجه نشان می‌دهد که در فعالیتهای تجاری خود، سرمایه‌گذاران مرد و سرمایه‌گذاران جوان‌تر اثر تمایل کمتری از خود نشان می‌دهند. این یافته‌ها با مطالعات قبلی در مورد بازار سهام نیز همراستا بوده است؛ اما در ایران نیز ممکن است با انجام این پژوهشی به چنین نتایجی دست یافت. پس ضرورت دارد به انجام موضوع فوق پرداخته شود. علاوه بر این، شواهد بیشتری برای حمایت از فرضیه خود پیدا کردند که میزان اثر انحراف در بین سرمایه‌گذارانی که در دوره‌های مختلف بازار وارد بازار سهام شده‌اند متفاوت می‌باشد. ابتدا، زمان ورود سرمایه‌گذاران خرد به بازار سهام را به دو نمونه فرعی بر اساس بازده ماهانه بازار طبقه‌بندی نمودند که ممکن است باعث شود سرمایه‌گذاران انتظارات متفاوتی از بازده آتی خود داشته باشند. آنها متوجه شدند که سرمایه‌گذارانی که در دوره بازدهی پایین‌تر وارد بازار شده‌اند، اثر تمایل بیشتری را نشان می‌دهند. سپس زمان ورود سرمایه‌گذاران خرد به بازار سهام را بر اساس شاخص احساسات سرمایه‌گذار طبقه‌بندی نمودند، زیرا می‌تواند احساسات یک فرد را تقویت کند (رائو، ۲۰۱۵). از این رو، مطالعه حاضر به بررسی رابطه بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه‌گذاران خرد (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار) پرداخته می‌پردازد؛ در ادامه با متغیرهای تحقیق آشنا خواهیم شد.

زمان ورود به بازار سهام: زمان ورود به بازار سهام یا TTM یکی از عوامل کلیدی موفقیت در تجارت است. فقط کافی نیست که یک شرکت نمونه‌های جدیدی از محصولات بهبود یافته خود را ارائه دهد، مهم است که این محصولات جدید به موقع یا حداقل در سریع‌ترین زمان ممکن وارد بازار شوند. اگر شما هم مانند دیگر ورودی‌های جدید به بازار خواهان مزایایی از قبیل سهام بازار، درآمد و رشد فروش هستید، باید توجه به شاخص زمان به بازار را در اولویت قرار دهید. به ویژه اگر استراتژی توسعه‌ی محصولاتتان به شدت وابسته به این باشد که در بازار حرف اول را بزنید. مدت زمانی است که یک شرکت برای ایجاد یک محصول تا عرضه آن به فروش می‌گذارد. برای برخی از برندها، TTM یکی از اولویتهای شاخص کلیدی عملکرد است. به ویژه در صنایعی که محصولات به سرعت قدیمی می‌شوند؛ مانند تلفن همراه، پوشاک، بازی و غیره. اصولاً زمان به بازار به دو صورت قابل بررسی است: (۱) کمی (۲) کیفی. برای هر محصول یک زمان ایده‌آل برای ورود به بازار وجود دارد. هرچند در بسیاری موارد، ورود سریع به بازار می‌تواند ضامن موفقیت بعضی کسب‌وکارها شود؛ اما برای برخی کسب‌وکارها، موفقیت در بازار به معنی سرعت ورود به آن نیست. در واقع، این زمان ایده‌آل برای کسب‌وکارهای مختلف متفاوت است. شما باید بسته به شرایط مختلف و با توجه به استراتژی توسعه‌ی محصول خود بهترین زمان ممکن برای ورود به

بازار را تعیین کنید. بد نیست بدانید که برای دستیابی به بهترین زمان به بازار به موارد زیر نیاز دارید: الف) سازگاری ب) توانایی یادگیری سریع ج) انعطاف پذیری. در واقع تنها با رعایت فاکتورهای فوق است که می‌توانید در بازار پررقابت این روزها بهترین زمان به بازار را برای کسب و کار خود داشته باشید (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۲). در اینجا برای سنجش و روشن شدن مفهوم ورود بازار سهام به شاخص‌هایی نظیر بازده بازار، احساسات سرمایه‌گذار، نوسانات بازار، عدم قطعیت سیاست اقتصادی اشاره شده است.

اثر تمایلی سرمایه‌گذاران خرد: سرمایه‌گذاری خرد روشی از سرمایه‌گذاری است که با مقادیر کم پول و به صورت متداول انجام می‌شود. این روش دارای محبوبیت روزافزون است و مخصوصاً در میان جوانان بسیار رایج شده است. امروزه جوانان برای تامین آینده خود حتی زمانی که در مدرسه هستند، سرمایه‌گذاری خرد را شروع می‌کنند. قبل از ظهور وبسایت‌ها و برنامه‌های سرمایه‌گذاری، این فضا کاملاً در اختیار کارگزاری‌ها بود و این کارگزاری‌ها هزینه‌ها و کارمزدهای سنگینی را برای سرمایه‌گذاری می‌گرفتند. امروزه ارزشهای دیجیتال فرآیند سرمایه‌گذاری خرد را تسهیل کرده‌اند و افراد با مبلغی کم می‌توانند وارد این فضا شوند. اینک وبسایت‌ها و برنامه‌های سرمایه‌گذاری مختلف، بسیاری از واسطه‌ها را از میان برداشته‌اند و دیگر نیاز به پرداخت کارمزد و هزینه بالا نیست. برنامه‌های سرمایه‌گذاری از طریق شما پول کسب می‌کنند. آنها سرورها را مدیریت می‌کنند، محصول را مهندسی می‌کنند، دارای خدمات مشاوره هستند و غیره. در عوض این خدماتی که این برنامه‌ها برای شما فراهم می‌کنند، شما نیز کارمزد کوچکی پرداخت می‌کنید که لطمه‌ای به شما وارد نخواهد کرد. با استفاده از سرمایه‌گذاری خرد می‌توانید از همه ریز دلارهای خود استفاده کنید. فرضاً شما می‌توانید پول خرد خود را سرمایه‌گذاری کنید و این پول خردهایی را که به عنوان بقیه خریدهای خود می‌گیرید به عنوان سرمایه‌گذاری مورد استفاده قرار دهید، یا می‌توانید برای خود محرک‌های سرمایه‌گذاری تعیین کنید، باید خود را ملزم به سرمایه‌گذاری کنید. محرک‌های سرمایه‌گذاری می‌توانند بر اساس چیزهایی مانند برنامه و یا تراکنش باشند و یا می‌توانید شرایط و قوانینی را تعیین کنید که با توجه به آنها اقدام به سرمایه‌گذاری کنید. برنامه‌های سرمایه‌گذاری مزایای زیادی دارند. این برنامه‌ها سرمایه‌گذاری خرد را برای شما آسان می‌کنند. با استفاده از این برنامه‌ها می‌توان سرمایه‌گذاری خرد را خودکار و قابل تنظیم کرد. با استفاده از این برنامه‌ها می‌توان قوانین و محرک‌هایی را برای خود تعیین کرد. البته فراموش نکنید که این برنامه‌ها به صورت سالیانه یا ماهانه هزینه‌هایی از شما می‌گیرند و باید سرمایه‌گذاری صورت گرفته توسط آنها بتواند این هزینه‌ها و کارمزدها را پوشش دهد (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

### مروری بر نتایج تجربی پژوهش

مریدی پور و همکاران (۱۴۰۱)، تبیین نقش گرایش احساسی سرمایه‌گذاران خرد بر نقدشوندگی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمایند. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که در شرکت‌های کوچک هر چه گرایش‌های احساسی پایین و بالای سرمایه‌گذاران رو به افزایش باشد نقدشوندگی سهام کاهش پیدا میکند و هر چه این گرایش‌های احساسی پایین تر باشد نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد. شاخص ویژگی‌های احساسی سرمایه‌گذار بر نقدشوندگی سهام شرکتهای بزرگ تاثیر منفی و معنی داری دارد ولی فرضیه مربوط به وجود رابطه معنی دار بین

ویژگی های احساسی بالا و پایین سرمایه گذاران با نقدشوندگی سهام در شرکت های بزرگ تایید نشد. با توجه به سطح معنی داری متغیرهای تعدیل کننده مدل پژوهش، ویژگی های احساسی بالا و پایین در شرکتهای کوچک رابطه ی معنی دار منفی با نقدشوندگی سهام دارند ولی وجود رابطه معنی دار برای شرکت های بزرگ تایید نگردید. هم چنین با توجه با آماره F که کمتر از ۵ و با ضریب تقریبا صفر، می توان معنی دار بودن کل مدل رگرسیونی را نتیجه گرفت؛ و با توجه به مقدار آماره دوربین واتسون که کمتر از ۲ می باشد، خود همبستگی شدید سریالی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد.

صالحی (۱۴۰۰)، در پژوهشی تحت عنوان تاثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی بازار سهام با تأکید بر معیارهای آمیهد، حجم معامله و شکاف قیمتی به این نتیجه دست یافت که بین قدرت حاکمیت شرکتی و نقدشوندگی سهام بر اساس معیارهای سه گانه آمیهد، حجم معامله و شکاف قیمتی رابطه مثبت معنی دار وجود دارد.

اصغری (۱۳۹۹)، در پژوهشی تحت عنوان تاثیر گرایش احساساتی سرمایه گذاران خرد بر نقد شوندگی بازار سرمایه، به این نتیجه دست یافتند که بالا بودن سطح نقدینگی در سال قبل، تاثیر مثبتی بر نقدشوندگی بازار در سال جاری دارد. همچنین احساسات سرمایه گذاران خرد تاثیر مثبت و معنی داری بر نقدشوندگی بازار سرمایه دارد. نرخ رشد حجم پول و نرخ رشد تولیدات صنعتی نیز بر نقد شوندگی بازار تاثیر مثبت و معنی داری دارد.

ژانگ و همکاران (۲۰۲۲)، به بررسی رابطه بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکتهای چینی پرداختند. نتایج نشان داد که اثر تمایل در میان سرمایه گذاران خرده فروش چینی برای کل دوره نمونه وجود دارد که با کار قبلی لی و همکاران مطابقت دارد. علاوه بر این، با توجه به ویژگی های فرد، نتیجه نشان می دهد که در فعالیتهای تجاری خود، سرمایه گذاران خرد و سرمایه گذاران جوان تر اثر تمایل کمتری از خود نشان می دهند.

آشیش سی متا و آبا مرادیا<sup>۱۳</sup> (۲۰۲۱)، در پژوهشی تحت عنوان مطالعه رفتار سرمایه گذاران حقیقی برای سهام و طلا دریافتند که سرمایه گذاران عموما پس از مدتی معامله در بازار سهام، احساس می کنند تجربه گذشته آن ها را قادر می سازد بازار سهام را بهتر پیش بینی کنند. آن ها دیدگاه بیش از حد خوش بینانه ای نسبت به تحرکات بازار سهام دارند. آن ها زمانی که قیمت ها افزایش می یابد از سرمایه گذاری خود اطمینان بیش از حد معقول دارند که این نوع رفتار سرمایه گذاری نمی تواند در بلند مدت مفید باشد. هم چنین این پژوهش گران در راستای نتایج پژوهش خود بیان می کنند که سرمایه گذاران چون نسبت به زیان بیزار هستند، ترجیح می دهند قبل از اینکه به منطقه زیان برسند سهامشان را بفروشند.

دیوید ابودی و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۲۰)، در پژوهشی از بازده های کوتاه مدت برای توضیح احساسات خاص سرمایه گذاران استفاده نمودند. آنها معتقدند که بازده های کوتاه مدت میتواند در شرایط احساسی پایدار باشد اگر سرمایه گذاری در آنچه که آن ها شرکت های با ارزش می گویند رخ دهد. آن ها معتقدند که پایداری بازده های کوتاه مدت می تواند برای اندازه گیری احساسات مورد استفاده قرار گیرد.

با توجه به مطالعه ژانگ و همکاران (۲۰۲۲)، فرضیات اصلی و فرعی به صورت ذیل تدوین شده است:

فرضیه اصلی: بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

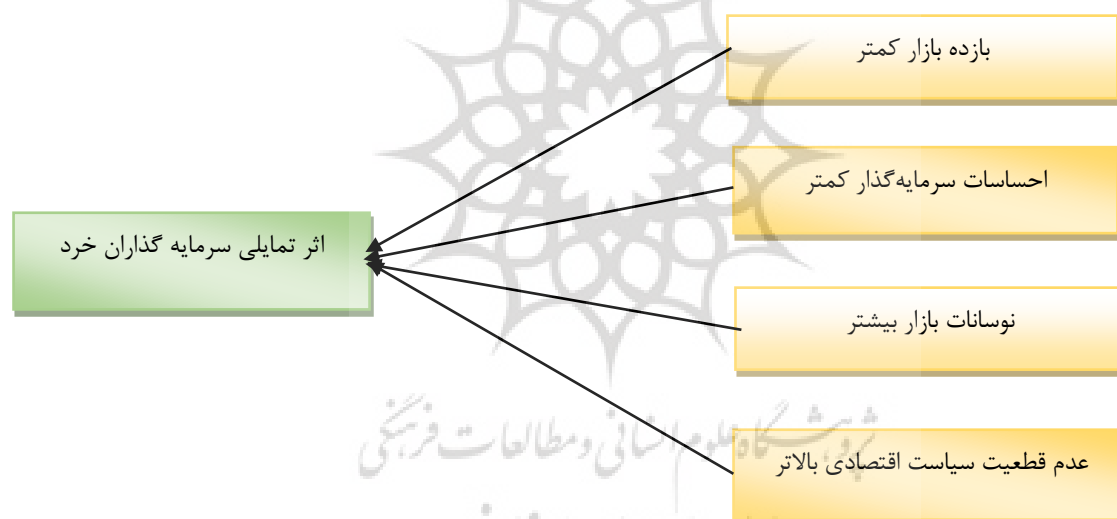
فرضیه فرعی اول: بین بازده بازار کمتر و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین احساسات سرمایه گذار کمتر و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین نوسانات بازار بیشتر و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالاتر و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.

### مدل مفهومی پژوهش:



نمودار ۱: مدل مفهومی پژوهش (اقتباس شده از مدل ژانگ و همکاران، ۲۰۲۲)

### روش تحقیق

روش مورد استفاده از نوع پژوهش‌های نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و الگوهای اقتصادسنجی انجام شده است. فرضیه‌های پژوهش بر اساس داده‌های پانلی یا تابلویی مورد آزمون قرار گرفته است. براساس موضوع انتخابی، روش پژوهش توصیفی - تحلیلی و از نوع کاربردی می‌باشد. براساس هدف این موضوع، از روش تحقیق همبستگی استفاده شده است چرا که بررسی رابطه بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد (مطالعه موردی: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران) می‌باشد.



جامعه آماری منتخب در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در بین سال‌های ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۰ و به مدت ۵ سال می‌باشد. بنابراین جهت تعیین حجم نمونه به روش حذفی سیستماتیک بایستی دارای شرایط ذیل باشند:

- ۱- در بازه زمانی مورد بررسی اطلاعات شرکتها در دسترس باشد و دارای نقص نباشد.
- ۲- سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه باشد تا قابلیت مقایسه داشته باشد.
- ۳- در سالهای مورد بررسی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
- ۴- در طول زمان تحقیق، شرکتها عضو بورس باشند و از عضویت آنها ۲ سال گذشته باشد.
- ۵- حقوق صاحبان سهام شرکتها منفی نباشد.
- ۶- در شرکتها وقفه معاملاتی بیشتر از ۶ ماه اتفاق نیفتاده باشد.

### جدول ۱- تعیین نمونه آماری

۶۲۰	کلیه مشاهدات مربوط به نمونه آماری از سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۰
(۱۰۶)	اطلاعات مالی شرکتها در دسترس نبوده و یا ناقص بوده است.
(۹۸)	پایان سال مالی شرکتها اسفندماه نباشد و یا تغییر سال مالی داشته باشند.
(۹۵)	شرکتها زیان انباشته داشته باشند و حقوق صاحبان سهام آنها منفی باشد.
(۱۰۴)	شرکتها در طول دوره تحقیق عضو بورس نباشند یا از زمان عضویت آنها ۲ سال گذشته باشد.
(۹۳)	شرکتها دارای وقفه مالیاتی بیش از ۶ ماه نباشند.
۱۲۴	نمونه انتخابی

مدل رگرسیونی اقتباس شده از مدل ژانگ و همکاران (۲۰۲۲) به صورت زیر است:

$$VERI = \beta_0 + \beta_1 MR_{it} + \beta_2 IS_{it} + \beta_3 MF_{it} + \beta_4 UEP_{it} + \beta_5 BTM_{it} + \beta_6 Size_{it} + \beta_7 Lev_{it} + \beta_8 ROA_{it} + \beta_9 CFO_{it} + \varepsilon$$

متغیر وابسته:

➤ اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد (VERI) ادر سال t

متغیرهای مستقل:

➤ بازده بازار (MR) ادر سال

➤ احساسات سرمایه گذار (IS) ادر سال

➤ نوسانات بازار (MF) ادر سال

➤ عدم قطعیت سیاست اقتصادی (UEP) ادر سال

متغیرهای کنترلی:

➤ ارزش دفتری به ارزش بازار (BTM) ادر سال t



- اندازه شرکت (Size)  $t$  در سال
- اهرم مالی (Lev)  $t$  در سال
- بازده دارایی ها (ROA)  $t$  در سال
- نسبت خالص جریان نقدی (CFO)  $t$  در سال

### روش اندازه گیری متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته:

اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد (VERI): با در نظر گرفتن فروض نرمال بودن توزیع بازده دارایی، بازار کامل بدون مالیات (بدون هزینه معاملاتی)، ممنوعیت فروش استقراضی (نامنفی بودن اوزان دارایی) و تقسیم پذیر بودن دارایی ها، مدل مارکوویتز به صورت زیر بیان می شود (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۲؛ ابراهیمی و عمادی، ۱۳۹۶):

$$\begin{aligned} & \min \sum \sum \sigma_{ij} x_i x_j \\ & \text{Subject to} \\ & \sum r_i x_i \geq re \\ & \sum x_i = 1 \\ & x_i \geq 0 \quad i = 1, \dots, n \end{aligned}$$

که در آن متغیرها به شکل زیر قابل تعریف می باشد:

$N$ : تعداد دارایی های موجود

$X_i$ : ام  $i$  نسبت (وزن) سرمایه گذاری در دارایی

$\sigma_{ij} x_i x_j$ : کوواریانس بین بازده دارایی

$R_i$ : ام  $i$  بازده دارایی

$Re$ : حداقل بازده مورد انتظار سرمایه گذار

متغیرهای مستقل:

زمان ورود به بازار سهام (TTM): مهم ترین معیار برای اندازه گیری زمان به بازار، عامل زمان است؛ یعنی تعداد هفته ها، ماه ها یا سال های مورد نیاز برای تبدیل یک کانسپت به محصول و ورود و فروش آن در بازار هدف (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۲)؛ اما در این مطالعه از چهار ویژگی برای ارزیابی زمان ورود به بازار سهام انتخاب شده است:

بازده بازار (MR): بازده سرمایه گذاری از دو بخش بازده قیمتی و بازده نقدی تشکیل می شود که در ادامه نحوه محاسبه آن ها را بررسی می کنیم.

بازده سرمایه یا بازده قیمتی: بازده سرمایه به تفاوت بین قیمت خرید و فروش یک ورق بهادار یا دارایی خاص گفته می شود و از طریق فرمول زیر محاسبه می شود:

$$\text{قیمت خرید} / (\text{قیمت خرید} - \text{قیمت فروش}) = \text{بازده قیمتی}$$

بازده نقدی سرمایه گذاری: به سودی که به صورت جریان نقد در دوره به دست سرمایه گذار می رسد، بازده نقدی می گوئیم. به عنوان مثال؛ بازده نقدی سهام که به DPS معروف است و سالانه دریافت می شود، جریان نقد دوره ای محسوب

می‌شود. البته، گاهی ممکن است طی دوره سرمایه‌گذاری، جریان نقد دوره‌ای وجود نداشته باشد. در چنین شرایطی بازدهی نقدی صفر در نظر گرفته می‌شود. بازده نقدی با فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{قیمت خرید} / \text{جریان نقد} = \text{بازده نقدی}$$

محاسبه بازده کل سرمایه‌گذاری: برای محاسبه بازده کل کفایت تا بازده نقدی و بازده سرمایه‌ای که از فرمول‌های بالا به دست آورده شده است را با یکدیگر جمع کنید. پس فرمول بازده کل نیز به صورت زیر خواهد بود:

$$\text{بازده نقدی} + \text{بازده سرمایه‌ای} = \text{بازده کل}$$

همانطور که مشاهده کردید، محاسبه بازده سهام به راحتی انجام می‌شود. البته، این محاسبات مختص به دست آوردن درصد بازده سهام نیست. سرمایه‌گذاران دیگر بازارهای مالی نیز با توجه به نوع سرمایه‌گذاری و استراتژی معاملاتی خود می‌توانند بازده سرمایه‌گذاری‌های مختلف را محاسبه کنند (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۲).

احساسات سرمایه‌گذار (IS): طبق روش بیکر و وارگلر با استفاده از روش تحلیل مولفه‌های اصلی نرخ گردش بازار، تعداد عرضه اولیه سهام، بازده عرضه اولیه سهام، افزایش سرمایه و صرف سود تقسیمی به یک متغیر جهت اندازه‌گیری گرایش احساسات سرمایه‌گذار نسبت به سهام تبدیل می‌شود. بر همین اساس احساسات سرمایه‌گذاران از رابطه ذیل بدست می‌آید:

$$TNES_t = \beta_1 TURN_t + \beta_2 NIPO_t + \beta_3 RIPO_t + \beta_4 P(D - ND)_t + \beta_5 S_t$$

$TNES_t$ : گرایش احساسات سرمایه‌گذاران در زمان  $t$  است.

$TURN_t$ : نرخ گردش بازار سهام که از تقسیم تعداد سهام معامله شده در دوره  $t$  بر کل سهام شرکتها بدست می‌آید.

$NIPO_t$ : تعداد عرضه عمومی اولیه سهام در دوره  $t$

$RIPO_t$ : بازده عرضه اولیه سهام در دوره  $t$

$P(D - ND)_t$ : صرف سود تقسیمی که از لگاریتم اختلاف میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکتها می‌گردد. بیش از ۱۰ درصد سود خالص مربوط به سود سهام پرداخت کرده اند

$S_t$ : میزان تأمین مالی شرکتها از طریق سهام در هر دوره را نشان می‌دهد که حاصل تقسیم مقدار سهام منتشر شده هر دوره به کل اوراق (سهام و بدهی) منتشر شده است (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۲؛ آقابائی و مدنی، ۱۴۰۰).

نوسانات بازار (MF): برای اندازه‌گیری نوسانات بازار از سه شاخص میانگین متحرک، باندهای بولینگر و میانگین دامنه واقعی استفاده می‌گردد که در این پژوهش از میانگین دامنه واقعی استفاده شده است. ابزاری عالی برای اندازه‌گیری نوسانات بازار است زیرا میانگین دامنه معاملاتی بازار برای مدت زمان  $X$  را به ما می‌گوید.

وقتی که میانگین دامنه واقعی در حال ریزش است، نشان دهنده این است که نوسانات بازار در حال کاهش است.

هنگامی که میانگین دامنه واقعی در حال افزایش است، نشانه این است که نوسانات بازار رو به افزایش است.

عدم قطعیت سیاست اقتصادی (UEP): در این پژوهش از شاخص بازار سهام تهران و شاخص بهای مصرف‌کننده استفاده شد. برای محاسبه شاخص عدم قطعیت اقتصادی از مدل ناهمسانی واریانس شرطی استفاده می‌شود. در مدل‌های ناهمسانی واریانس شرطی، تغییرات پیش‌بینی ناپذیری که ناشی از عوامل تصادفی است، معادل عدم قطعیت متغیرهای شاخص بهای مصرف‌کننده و شاخص بازار سهام گرفته می‌شود و معیار عدم قطعیت واریانس جمله خطا می‌باشد. به عنوان مثال در مورد

بازدهی سهام، همچنان که مقدار بازدهی به طور متوسط افزایش مییابد، ممکن است عدم قطعیت نسبت به آن (مثال واریانس یا انحراف معیار آن که بیانگر ریسک است) نیز افزایش یابد. در چنین حالتی،  $r$  نمی تواند ثابت باشد و بیانگر تغییراتی است که ناشی از عوامل تصادفی می باشد و معیاری از عدم قطعیت در خصوص متغیر مربوطه است. (ژانگ و همکاران، ۲۰۲۲؛ متین فرد و چهارمحالی، ۱۴۰۱).

متغیرهای کنترلی: متغیرهای کنترلی بر مبنای مطالعه ژانگ و همکاران (۲۰۲۲)، انتخاب شده اند:

ارزش دفتری به ارزش بازار (BTM): ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام تقسیم بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام بدست آمده است.

اندازه شرکت (Size): از لگاریتم طبیعی دارایی ها بدست آمده است.

اهرم مالی (Lev): از تقسیم بدهی های کل به دارایی های کل بدست آمده است.

بازده دارایی ها (ROA): از تقسیم سود خالص به کل دارایی ها بدست آمده است.

نسبت خالص جریان نقدی (CFO): از جریان نقدی حاصل از عملیات مقیاس بندی شده بر اساس کل داراییها بدست آمده است.

### یافته های پژوهش

#### جدول ۲- آمار توصیفی متغیرها

نماد	متغیر	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	میانه	میانگین
Y	اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد	۲/۰۷	۱/۸۴	۰/۰۴	۰/۲۲	۰/۲۴
X 1	بازده بازار	۲/۸۲۴	۰/۶۱۳	۰/۲۰۹	۰/۷۱	۰/۶۷
X 2	احساسات سرمایه گذار	۹/۸۱۶	۲/۰۲۰	۰/۴۶۴	۰/۶۸	۰/۷۰
X 3	نوسانات بازار	۷/۸۳۵	۱/۵۸۲	۰/۵۰۷	۰/۱۶	۰/۱۸
X 4	عدم قطعیت سیاست اقتصادی	۳/۱۸۲	۲/۶۵۵	۰/۲۲۴	۰/۱۴۸	۰/۲۱۱
X 5	ارزش دفتری به ارزش بازار	۸/۸۱۴	۲/۱۵۴	۰/۱۶۴	۰/۱۵	۰/۱۶
X 6	اندازه شرکت	۴/۷۷۱	۱/۲۷۴	۰/۱۳۴	۰/۱۴	۰/۱۷
X 7	اهرم مالی	۲/۹۹۲	۱/۴۰۵	۱/۹۹۶	۰/۶۰	۰/۶۳
X 8	بازده دارایی ها	۷/۷۳۲	۱/۵۸۸	۰/۵۱۳	۰/۴۱	۰/۴۳
X 9	نسبت خالص جریان نقدی	۹/۸۱۲	۰/۵۵۹	۰/۲۸۲	۰/۱۰۵	۰/۱۲

چنانچه در جدول فوق ملاحظه می شود در اکثر متغیرها مقادیر میانه و میانگین به هم نزدیک می باشند و این نشان دهنده توزیع نامتقارن داده های آماری می باشد. همچنین چولگی بدست آمده برای همه متغیرها مثبت می باشد که نشان دهنده توزیع نامتقارن داده ها با کشیدگی به سمت مقادیر بالاتر یا چولگی مثبت می باشد.

## ضریب همبستگی پیرسون

## جدول ۳- همبستگی بین متغیرهای مدل

Correlation Probability	x1	x2	x3	x4	x5	x6	x7	x8	x9	Y
x1	1.000000 ----									
x2	0.001465 0.9485	1.000000 ----								
x3	0.036155 0.1110	0.020666 0.3625	1.000000 ----							
x4	0.017653 0.4366	0.022755 0.3160	0.135030 0.0000	1.000000 ----						
x5	0.006412 0.7775	0.021537 0.3426	0.170877 0.0000	0.914783 0.0000	1.000000 ----					
x6	0.003089 0.8917	0.019687 0.3856	0.035136 0.1215	0.602610 0.0000	0.656860 0.0000	1.000000 ----				
x7	0.024113 0.2879	0.004544 0.8413	0.033885 0.1353	0.401480 0.0000	0.411014 0.0000	0.384300 0.0000	1.000000 ----			
x8	-0.015203 0.5029	-0.032705 0.1495	0.046316 0.0412	-0.068051 0.0027	0.000173 0.9939	0.024985 0.2709	0.024862 0.2732	1.000000 ----		
x9	0.029287 0.1968	-0.007251 0.7494	0.004530 0.8418	0.006010 0.7911	0.007028 0.7568	0.007319 0.7471	0.004904 0.8289	0.012500 0.5818	1.000000 ----	
Y	-0.034079 0.1331	-0.022208 0.3278	0.196741 0.0000	0.372476 0.0000	0.421223 0.0000	0.292978 0.0000	0.205343 0.0000	0.163880 0.0000	0.007573 0.7386	1.000000 ----

برای رد فرضیه صفر و تایید معنیدار بودن همبستگی می بایست سطح معنیداری کمتر از ۰/۰۵ باشد. در جدول بالا میزان همبستگی در سطر اول و معنیداری همبستگی در سطر دوم نوشته شده است. در صورتی که معنیداری کمتر از ۰/۰۵ باشد همبستگی مورد نظر از نظر آماری معنی دار است.

## آزمون همخطی VIF

## جدول ۴- نتیجه آزمون VIF برای معادله رگرسیونی مورد بررسی

نتیجه	تلورانس	آماره VIF	معادله مورد نظر
تایید عدم همخطی	۰/۷۱	۱/۰۹	اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد
تایید عدم همخطی	۰/۷۵	۱/۰۷	بازده بازار
تایید عدم همخطی	۰/۸۲	۱/۱۱	احساسات سرمایه گذار
تایید عدم همخطی	۰/۸۱	۱/۲۱	نوسانات بازار
تایید عدم همخطی	۰/۸۶	۱/۰۷	عدم قطعیت سیاست اقتصادی
تایید عدم همخطی	۰/۷۷	۱/۰۸	ارزش دفتری به ارزش بازار
تایید عدم همخطی	۰/۷۶	۱/۰۵	اندازه شرکت

تایید عدم همخطی	۰/۷۳	۱/۰۸	اهرم مالی
تایید عدم همخطی	۰/۷۲	۱/۱۱	بازده دارایی ها
تایید عدم همخطی	۰/۷۱	۱/۲۱	نسبت خالص جریان نقدی

اگر تورم واریانس کمتر از ۵ و تلورانس کمتر از یک باشد همخطی در مدل وجود ندارد. یکی دیگر از فروض رگرسیون عدم وجود همخطی بین متغیرهای مستقل در مدل رگرسیونی میباشد. در جدول بالا مشخص گردید که با توجه به آماره بدست آمده برای تورم واریانس و تلورانس متغیرهای مدل، همخطی در مدل رگرسیونی وجود ندارد.

### بررسی مدل پژوهش با استفاده از آزمون‌های چاو و هاسمن

#### جدول ۵- نتیجه آزمون چاو و هاسمن

نام آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
آزمون چاو	۱۲/۰۴	(۷۴۳ و ۱۲۳)	۰/۰۰۰	استفاده از مدل پانل
هاسمن	۰/۰۰۰	۹	۱/۰۰۰	نا مشخص

برای رد فرضیه صفر و تایید استفاده از پانل دیتا میبایست سطح معنی داری کمتر از ۰/۰۵ باشد. همانطور که در جدول ۵ ملاحظه می شود سطح معناداری آزمون چاو بیش از  $\alpha=0/05$  محاسبه شده لذا با اطمینان ۹۵٪ امکان برآورد مدل با استفاده از روش پانل تأیید می شود. با توجه به اینکه فرض صفر آزمون چاو مبنی بر برابری عرض از مبدأها رد شد، در ادامه به منظور تشخیص وجود اثرات ثابت یا وجود اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می شود.

ملاحظه می شود سطح معناداری آزمون هاسمن  $prob=1/000$  محاسبه شده لذا در تخمین از اثرات ثابت استفاده میشود. در جدول ذیل توانایی اثرات تصادفی در تبیین مدل خلاصه شده است:

#### جدول ۶- توانایی اثرات تصادفی در تبیین مدل پانل دیتا

مقدار توانایی اثرات تصادفی	مقدار ناتوانی اثرات تصادفی	نتیجه
۰/۴۱	۰/۵۹	استفاده از اثرات ثابت

با توجه به اینکه مطابق جدول بالا اثرات تصادفی کمتر از پنج دهم از تغییرات را قادر به توضیح دادن است، بنابراین در تخمین از اثرات ثابت استفاده می شود.

### آزمون فرضیه‌ها

همانطور که در این جدول مشاهده می شود، نتایج بدست آمده از تخمین الگوی رگرسیونی مربوط به فرضیه اصلی رابطه بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد شرکت‌ها دارد.

## جدول ۶- نتایج برازش مدل رگرسیونی

متغیر وابسته = اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد			
متغیرهای مستقل	ضرایب رگرسیونی	آماره آزمون t	سطح معناداری
ثابت معادله (C)	۰/۰۱۷۷	۵/۴۹۲۶	۰/۰۰۰
بازده بازار	۰/۰۳۳۷	۱۰/۷۹۷۹	۰/۰۰۰
احساسات سرمایه گذار	۰/۰۰۴۹	۵/۲۰۰۲	۰/۰۰۰
نوسانات بازار	۰/۰۱۲۳	۱۰/۷۱۱۲	۰/۰۰۰
عدم قطعیت سیاست اقتصادی	۰/۰۰۴۱	۳/۷۰۸۰	۰/۰۰۰
ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۰۰۱۲	۹/۴۵۰۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۰۱۱۷	۳/۸۷۸۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	۰/۰۰۱۲	۵/۴۰۱۵	۰/۰۰۰
بازده دارایی ها	۰/۰۱۱۶	۷/۵۳۸۱	۰/۰۰۰
نسبت خالص جریان نقدی	۰/۰۰۲۰	۷/۰۸۶۶	۰/۰۰۰
آماره آزمون $F = 27/36$	سطح معناداری = ۰/۰۰۰		
آماره دوربین واتسون: ۲/۱۸	ضریب تعیین = ۰/۸۵		
ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۸۱			

با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون آماری در جدول ۴-۷ در خصوص رابطه بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سطح معناداری، برابر با ۰/۰۰۰ می باشد که این عدد زیر ۰/۰۵ است؛ بنابراین میان این دو متغیر رابطه برقرار است و چون عدد آماره  $t$  بازده بازار کمتر، احساسات سرمایه گذار کمتر، نوسانات بازار بیشتر، عدم قطعیت سیاست اقتصادی بیشتر (۱۰/۷۹، ۵/۲۰، ۱۰/۷۱، ۳/۷۰) منفی می باشد ارتباط مثبتی میان دو متغیر اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد وجود دارد یعنی با افزایش نقش متغیر مستقل در شرکت، متغیر وابسته کاهش پیدا می کند.

در خصوص تاثیر متغیرهای کنترلی، آنهایی که کمتر از ۰/۰۵ شده اند بر رابطه بین متغیر وابسته و مستقل تأثیر گذار هستند و متغیرهایی که سطح معناداری آنها بیشتر از ۰/۰۵ شده است هیچ اثری بر متغیرهای مستقل و وابسته ایجاد نمی کنند. سطح معناداری آماره  $F$  (۰/۰۰۰) می باشد؛ بنابراین مدل رگرسیونی مربوط به این فرضیه معنادار (نرمال) می باشد. آماره دوربین واتسون برابر ۲/۱۸ میباشد که این عدد باید بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد و نشانگر عدم همبستگی بین باقی مانده های مدل می باشد.

ضریب تعیین برابر ۰/۸۵ می باشد و نشان میدهد که متغیرهای مستقل و کنترلی به میزان ۰/۸۵ بر متغیر وابسته تاثیر دارد.

## بررسی فرضیه‌ها

## جدول ۸. نتایج بررسی فرضیه‌ها

نتیجه	فرضیه	ردیف
تأیید	بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.	فرضیه اصلی
تأیید	بین بازده بازار کمتر و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.	فرضیه ویژه اول
تأیید	بین احساسات سرمایه گذار کمتر و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.	فرضیه ویژه دوم
تأیید	بین نوسانات بازار بیشتر و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.	فرضیه ویژه سوم
تأیید	بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالاتر و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد.	فرضیه ویژه چهارم

## بحث و نتیجه گیری

بر اساس نتایج بدست آمده و تجزیه و تحلیل صورت گرفته مشخص شد که بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد به طوری که زمان ورود به بازار سهام برای سرمایه گذاران خرد اهمیت دارد اما شاخصهایی هستند که ممکن است بر آنها اثر داشته باشد و سرمایه گذاری خود را تغییر دهند و تمایلی که به آن دارند را کم و زیاد کند. در این مطالعه ۴ شاخص مدنظر قرار گرفت که هر یک از آنها به نوعی باعث ایجاد سرمایه گذاری توسط سرمایه گذاران خرد میشود؛ گاهی اوقات این سرمایه گذاران به دلیل ترس از دست دادن سرمایه خود سعی میکنند با کوچکترین واکنش به سرمایه گذاری بپردازند و گاهی اوقات نیز سعی دارند سرمایه اندک خود را حفظ نمایند و میلی به سرمایه گذاری در آنها ایجاد نمیشود. بازده بازار، احساسات سرمایه گذار، نوسانات بازار، عدم قطعیت سیاست اقتصادی از جمله شاخصهایی بودند که بر سرمایه گذاری سرمایه گذاران خرد اثر گذار هستند و باعث میشوند اثر تمایلی در سرمایه گذاران خرد افزایش یا کاهش یابد؛ اما وجود شاخصهایی مانند تورم و افزایش نرخ ارز نیز ممکن است در اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد موثر باشد و باعث شود تمایلی برای سرمایه گذاری نشان ندهند چراکه سرمایه گذاران خرد دارای روحیه ریسک گریزی هستند.

نتایج پژوهش در خصوص فرضیه اصلی حاکی از آن است که رابطه بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد تأیید قرار گرفت؛ با توجه به تحلیل مدل رگرسیونی زمان ورود به بازار سهام می تواند بر سرمایه گذاران خرد اثر تمایلی داشته باشد؛ به طوری که با توجه به آزمون  $t$  در این پژوهش، نقش متغیر مستقل بر متغیر وابسته به صورت مثبت و مستقیم می باشد به عبارتی هر ۴ شاخص مربوط به زمان ورود به بازار



سهام مانند بازده بازار کمتر، احساسات سرمایه گذار کمتر، نوسانات بازار بیشتر، عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالاتر باعث ایجاد اثر تمایلی قوی تری در سرمایه گذاران خرد میشود. این نتایج با پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۲)، آشیش سی متا و آبهمرادیا (۲۰۲۱)، مریدی پور و همکاران (۱۴۰۱)، هم راستا و هم سو می باشد.

نتایج پژوهش در خصوص فرضیه فرعی اول حاکی از آن است که رابطه بین بازده بازار کمتر و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد تأیید قرار گرفت؛ با توجه به تحلیل مدل رگرسیونی بازده بازار کمتر می تواند اثر تمایلی کمتری در سرمایه گذاران خرد ایجاد کند؛ به عبارتی دیگر سرمایه گذاران خرد که دارای سرمایه کمتری می باشند، اگر بازده بازار کم باشد، برای سرمایه گذاری تمایلی ندارند و سعی میکنند سرمایه خود را در جایی سرمایه گذاری نمایند که بازده بالاتری داشته باشد. این نتایج با پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۲)، دیوید ابودی و همکاران (۲۰۲۰)، صالحی (۱۴۰۰)، هم راستا و هم سو می باشد.

نتایج پژوهش در خصوص فرضیه فرعی دوم حاکی از آن است که رابطه بین احساسات سرمایه گذار کمتر و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد تأیید قرار گرفت؛ با توجه به تحلیل مدل رگرسیونی، چنانچه گفته شد احساسات سرمایه گذار کمتر نیز میتواند اثر تمایلی کمتری در سرمایه گذاران خرد ایجاد نماید، چراکه سرمایه گذاران خرد در صورتی میل به سرمایه گذاری می نمایند که ابتدا احساسات سرمایه گذاری را در خود داشته باشند، این سرمایه گذاران دارای سرمایه اندکی هستند و ریسک گریز میباشند بنابراین در سرمایه گذاری با استرس بیشتری رو به رو می باشند و بیشتر از این ترس دارند که ممکن است سرمایه خود را از دست بدهند. این نتایج با پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۲)، دباتا و همکاران (۲۰۱۹)، اصغری (۱۳۹۹)، هم راستا و هم سو می باشد.

نتایج پژوهش در خصوص فرضیه فرعی سوم حاکی از آن است که رابطه بین نوسانات بازار بیشتر و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد تأیید قرار گرفت؛ با توجه به تحلیل مدل رگرسیونی، چنانچه گفته شد نوسانات بازار بیشتر نیز میتواند اثر تمایلی بیشتری در سرمایه گذاران خرد ایجاد نماید، چراکه سرمایه گذاران خرد با وجود داشتن سرمایه کم سعی دارند به سرمایه گذاری بپردازند که ارزش سرمایه خود را از دست ندهند بنابراین زمانی که نوسانات بازار زیاد میشود، میل به سرمایه گذاری در سرمایه گذاران خرد نیز بیشتر میشود. این نتایج با پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۲)، سلابرامانین و هارپر (۲۰۱۸)، حسین پور (۱۳۹۹)، هم راستا و هم سو می باشد.

نتایج پژوهش در خصوص فرضیه فرعی چهارم حاکی از آن است که رابطه بین عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالاتر و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد تأیید قرار گرفت؛ با توجه به تحلیل مدل رگرسیونی، چنانچه گفته شد عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالاتر نیز میتواند اثر تمایلی بیشتری در سرمایه گذاران خرد ایجاد نماید، چراکه سرمایه گذاران خرد به دلیل داشتن سرمایه کم سعی بر این دارند که سرمایه خود را بیشتر نمایند اما وقتی عدم قطعیت سیاست اقتصادی بیشتر شود به این دلیل که ممکن است اوضاع اقتصادی از شرایط موجود بدتر شود، سعی می کنند به سرمایه گذاری تمایل نشان دهند. این نتایج با پژوهش ژانگ و همکاران (۲۰۲۲)، بوژو و فنگگ نی یو (۲۰۱۷)، نصیری و کامیابی (۱۳۹۸)، هم راستا و هم سو می باشد.

## پیشنهادات کاربردی و برای محققان آتی

با توجه به نتایج فرضیه اصلی می‌توان به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و مدیران شرکت‌ها پیشنهاد نمود تا به منظور افزایش اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد، برنامه‌هایی تنظیم نماید تا آن‌ها نیز بتوانند با توجه به زمان ورود بازار سهام به سرمایه گذاری بپردازند؛ می‌توان استراتژی‌ها و خط‌مشی‌هایی را تنظیم نمود که فقط مختص سرمایه گذاران خرد باشد تا آن‌ها اعتماد بیشتری به سرمایه گذاری در بازار سهام نشان دهند و یا اینکه با توجه به تورم و افزایش نرخ ارز و وجود نوسانات برای سرمایه گذاران خرد نیز راهکارهایی ارائه نمایند تا آنها نیز تمایل بیشتری به سرمایه گذاری در بازار سهام یا در شرکت‌های سهامی نشان دهند. همچنین می‌توان به صورت مرتب آموزشها و نکات سرمایه گذاری را به سرمایه گذاران خرد گوشزد کرد تا آنها با اطلاع و شناخت کافی به سرمایه گذاری خود واکنش نشان دهند.

با توجه به نتایج فرضیه فرعی اول می‌توان پیشنهاد نمود به سازمان بورس اوراق بهادار و مدیران شرکت‌ها جهت افزایش اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد به سرمایه گذاری در بازار سهام به بازده بازار توجه نمایند و زمانی که بازده بازار مناسب است، سرمایه گذاری خود را انجام دهند و برای سرمایه گذاری با سرمایه کم نیز راهکارهایی ارائه دهند تا آنها نیز با اطمینان بیشتری به سرمایه گذاری بپردازند و ترس اینکه سرمایه آنان به خطر بیفتد را نداشته باشند. همچنین می‌توان از سرمایه گذاران کلان خواست تا با سرمایه گذاران خرد همکاری داشته باشند و باعث شوند آنها را حمایت نمایند.

با توجه به نتایج فرضیه فرعی دوم می‌توان پیشنهاد نمود به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و مدیران شرکت‌ها جهت افزایش اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد و اشتیاق آنها به سرمایه گذاری، به احساسات سرمایه گذار نیز توجه نمایند؛ سرمایه گذاران به دلیل داشتن سرمایه کم، دارای اطمینان کمتری نسبت به سرمایه گذاری می‌باشند، بنابراین میبایست احساسات سرمایه گذار را به سمت نتایج مثبت سوق نمود و با حمایت از آنها و یا با برنامه‌هایی که توسط اقتصاددانان و تحلیلگران انجام میشود، به سرمایه گذاری در بازار سهام نمایند و باعث شوند طبق خط‌مشی‌های تنظیم شده پیش بروند.

با توجه به نتایج فرضیه فرعی سوم می‌توان پیشنهاد نمود به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و مدیران شرکت‌ها جهت افزایش اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد و اشتیاق آنها به سرمایه گذاری، به نوسانات بازار توجه نمایند و برای اینکه سرمایه گذاری نمایند، از سرمایه گذاران خرد حمایت شود و در صورت خسارت از این افراد خسارت کمتری اخذ شود و یا به حمایت بیشتری از سوی بورس و سرمایه گذاران کلان داشته باشند. در این راستا خط‌مشی‌ها و استراتژی‌ها ارائه شده توسط تحلیلگران و اقتصاددانان می‌تواند به آنها کمک نماید.

با توجه به نتایج فرضیه فرعی چهارم می‌توان پیشنهاد نمود به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و مدیران شرکت‌ها جهت افزایش اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد و اشتیاق آنها به سرمایه گذاری، به عدم قطعیت سیاست اقتصادی نیز توجه نمایند و تمام موارد مربوط با سرمایه گذاری خود را با دقت و آشنایی کامل انجام دهند و براساس سیاست اقتصادی و راهکارهایی که توسط تحلیلگران و اقتصاددانان تنظیم شده است پیش بروند و به تورم و دیگر شاخصهای کلان اقتصادی نیز توجه نمایند. میتوان آموزشهای لازم را در اختیار سرمایه گذاران خرد قرار داد تا با شناخت و آگاهی کافی به سرمایه گذاری بپردازند.

با توجه به نتایج پژوهش می‌توان برای پژوهشگران آتی پیشنهاد نمود:

- در این پژوهش به بررسی رابطه بین زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه‌گذاران خرد پرداخته شده است؛ پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی همین موضوع را با توجه به دیگر شاخص‌ها مانند نمونه‌های زیر انجام دهند.
- با توجه به بحران اقتصادی، عوامل محیطی و شرایط عدم اطمینان بازار با استفاده از منطق فازی
  - با توجه به مالکیت دولتی و مالکیت حقیقی؛ نقش تهیه‌کنندگان صورت‌های مالی
  - با توجه به نقش اجتناب و فرار مالیاتی؛ عوامل فرهنگی و کاربرد آن؛
  - با توجه به نقش حسابرس و حق‌الزحمه حسابرسی؛ همین موضوع را براساس رویکرد معادلات ساختاری
  - با توجه به مدیریت سود، تقسیم سود؛ اعتبار تجاری و ارزش شرکت
  - براساس عدم تقارن اطلاعاتی و کارایی سرمایه‌گذاری؛ با توجه به احتمال وقوع ورشکستگی

### یادداشت‌ها:

1. Economic policy uncertainty
2. Coval, J. D., & Shumway, T
3. Frazzini, A
4. Zhang and etal
5. Locke, P. R., & Mann, S. C
6. Muhl, S., & Talpsepp, T
7. Breitmayer and etal
8. Rau, H. A
9. Li and etal
10. Betzer and etal
11. Malmendier, U., & Nagel, S
12. Bernile and etal
13. Ashis c. mehta, Abha moradia
14. David Aboody and etal

### منابع و مأخذ

- اصغری، ابراهیم (۱۳۹۹). تاثیر گرایش احساساتی سرمایه‌گذاران خرد بر نقدشوندگی بازار سرمایه، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز. ۱۲(۱).
- صالحی، اله کرم (۱۴۰۰). تاثیر قدرت حاکمیت شرکتی بر نقدشوندگی بازار سهام با تأکید بر معیارهای آمیهد، حجم معامله و شکاف قیمتی، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۱۰(۳۷).
- مریدی پور، حمید، همت فر، محمود، جنانی، محمدحسن (۱۴۰۱). تبیین نقش گرایش احساسی سرمایه‌گذاران خرد بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۱۱(۲)، ۴۳۵-۴۵۳.

Ashis c. mehta, Abha moradia.(2021). " A Study Of Individual Investor Behavior For Stocks And Gold".*International Journal of Research in Commerce, Economics & Management*. 11(2). 8-16

- Bernile, G., Bhagwat, V., & Rau, P. R. (2017). What doesn't kill you will only make you more risk-loving: Early-life disasters and CEO behavior. *Journal of Finance*, 72(1), 167–206.
- Betzer, A., Limbach, P., Rau, P. R., & Schürmann, H. (2021). Till death (or divorce) do us part: Early-life family disruption and investment behavior. *Journal of Banking and Finance*, 124, Article 106057.
- Breitmayer, B., Hasso, T., & Pelster, M. (2019). Culture and the disposition effect. *Economics Letters*, 184, Article 108653.
- Coval, J. D., & Shumway, T. (2005). Do behavioral biases affect prices? *The Journal of Finance*, 60(1), 1–34.
- David Aboody, Omri Even-Tov, Reuven Lehavy (2020) "Overnight Returns and Firm-Specific Investor Sentiment". *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, Forthcoming.
- Frazzini, A. (2006). The disposition effect and underreaction to news. *The Journal of Finance*, 61(4), 2017–2046.
- Li, J. J., Massa, M., Zhang, H., & Zhang, J. (2021). Air pollution, behavioral bias, and the disposition effect in China. *Journal of Financial Economics*, 142(2), 641–673.
- Locke, P. R., & Mann, S. C. (2005). Professional trader discipline and trade disposition. *Journal of Financial Economics*, 76(2), 401–444.
- Malmendier, U., & Nagel, S. (2011). Depression babies: Do macroeconomic experiences affect risk taking? *Quarterly Journal of Economics*, 126(1), 373–416.
- Muhl, S., & Talpsepp, T. (2018). Faster learning in troubled times: How market conditions affect the disposition effect. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 68, 226–236.
- Rau, H. A. (2014). The disposition effect and loss aversion: Do gender differences matter? *Economics Letters*, 123(1), 33–36.
- Rau, H. A. (2015). The disposition effect in team investment decisions: Experimental evidence. *Journal of Banking and Finance*, 61, 272–282.
- Zhang, X. Wang, Z. Hao, J. Liub. J. (2022). Stock market entry timing and retail investors' disposition effect. *International Review of Financial Analysis* 82 (2022) 102205

## Examining the relationship between the time of entry into the stock market and the effect of the desire of small investors

Jafar Nasaripour<sup>\*1</sup>  
Narges Sabouri<sup>2</sup>

### Abstract

According to the study of Zhang and his colleagues in 2022, company managers are trying to attract more investors to the company and make them show the desire to the company, which is possible with reed and timely sale of shares; For this reason, there is a possibility that the time of entering the stock market is important for them; Therefore, the purpose of the research is to investigate the relationship between the time of entry into the stock market and the effect of the desire of small investors (case study: companies admitted to the Tehran Stock Exchange). To analyze the statistical data, the panel data method was used using fixed effects; And in the analysis section, descriptive statistics and inferential statistics were performed and data analysis was done using Eviews version 13 software. The statistical population and its data, the companies admitted to the Tehran Stock Exchange, which are considered for 5 years from 2016 to 2021; The statistical sample was also 124 companies selected by elimination method. The research method used in this research is descriptive-analytical and the historical data was collected and classified by referring to the statements and financial reports of the companies using Rahavard Novin software. According to the analysis of the results, the main hypothesis was confirmed and it was found that there is a positive and significant relationship between the time of entry into the stock market and the effect of the desire of retail investors in the companies listed on the Tehran Stock Exchange, so that in this research for The time of entering the stock market four indicators such as market returns, investor sentiments, market fluctuations, uncertainty of economic policy were considered and it showed that it has a tendency effect with investment by retail investors.

### Keywords

Stock market entry time, retail investors, market returns, investor sentiments, economic policy uncertainty

1. Senior Tax Auditor, Department of Tax Affairs, Kangan, Iran (Responsible Author: jafarnasari63@gmail.com)

2. University Lecturer, Islamic Azad University, Oz, Iran (Narges.saboori2013@gmail.com)