



## بررسی زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه‌گذاران خرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

سید فرزاد هاشمی\*<sup>۱</sup>، محمد کربلائی<sup>۲</sup>

چکیده	اطلاعات مقاله
<p>این پژوهش با هدف بررسی زمان ورود سرمایه‌گذاران خرد به بازار سهام و اثر تمایل سرمایه‌گذاران خرد آن‌ها انجام شده است. تمرکز اصلی مطالعه بر چگونگی تأثیر ویژگی‌های روان‌شناختی و شرایط اولیه بازار بر رفتار این سرمایه‌گذاران است. برای انجام این پژوهش، از مجموعه داده‌ای منحصر به فرد شامل سوابق تراکنش در سطح حساب از یک شرکت کارگزاری بزرگ استفاده شده است. نمونه آماری شامل ۱۰۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۰ است. تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار EViews10 انجام گرفته و افزون بر تحلیل رگرسیون جداگانه برای هر متغیر مستقل، رگرسیون کلی نیز جهت بررسی اثر هم‌زمان متغیرها بر متغیر وابسته انجام شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاران خرد تمایل دارند در دوره‌هایی با بازدهی پایین‌تر، احساسات منفی‌تر بازار، نوسانات بالاتر و عدم قطعیت بیشتر سیاست اقتصادی وارد بازار شوند. هم‌چنین، اثر تمایلی در این شرایط به‌طور معنی‌داری قوی‌تر است. یافته‌ها حاکی از آن است که نوسانات بیشتر بازار به‌عنوان شاخصی از ریسک ادراک‌شده، نقش مهمی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران دارد.</p>	<p>نوع مقاله: مقاله پژوهشی</p> <p>تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۵/۰۹</p> <p>تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۳/۱۴</p>
بازار سهام، سرمایه‌گذاران خرد، ریسک سرمایه‌گذاری	کلیدواژه‌ها

ناشر: دانشگاه آزاد اسلامی واحد شهرقدس

ایمیل: Farzadehashemi@yahoo.com

\* نویسنده مسئول: سید فرزاد هاشمی

۱. استادیار، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد شهرقدس، ایران (نویسنده مسئول)

۲. دانش‌آموخته کارشناسی ارشد، گروه مدیریت، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد شهرقدس، ایران

## مقدمه

یکی از عمده‌ترین دغدغه‌های مدیران کارآمد در سطوح گوناگون، چگونگی ایجاد بسترهای مناسب برای عوامل سرمایه‌گذاری و زمان ورود به بازار سهام است، تا با حس مسئولیت و تعهد کامل به مسائل در جامعه و حرفه خود، به کار بپردازند. سرمایه‌گذاران خرد با توجه به احساسات سرمایه‌گذار حاکم بر بورس و با رعایت نوسانات بازار سهام به دنبال سرمایه‌گذاری و سود در عرضه سهام هستند. یکی از مهم‌ترین عوامل کلیدی موفقیت سازمان‌های سرمایه‌گذاری، بازده بازار در شرایط عدم قطعیت است (ابرو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). بر اساس میانگین بازده بازار، احساسات سرمایه‌گذار، نوسانات بازار و عدم قطعیت اقتصادی که در آن وجود دارد و سرمایه‌گذاران در ابتدا وارد بازار سهام شدند، به نمونه‌های فرعی تقسیم می‌کنیم. سرمایه‌گذارانی که در دوره‌های بازدهی پایین‌تر وارد بازار شده‌اند، تمایلی بیش‌تر نسبت به اثر تمایلی نشان می‌دهند. در مورد احساسات سرمایه‌گذار، در سرمایه‌گذارانی با احساسات پایین وارد بازار شده‌اند، اثر تمایلی قوی‌تری پیدا می‌کنیم (چن و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۲۱). هم‌چنین، از این ایده حمایت می‌کند که سرمایه‌گذارانی که در دوره‌های نوسانات بازار بالاتر وارد بازار می‌شوند، بیش‌تر در معرض اثر تمایلی هستند. آن‌ها اگر در دوره‌ای با عدم قطعیت اقتصادی بالاتر وارد بازار شوند، بیش‌تر مستعد اثر تمایلی هستند. با ارائه بینش‌های تازه در مورد عوامل تعیین‌کننده اثر تمایلی و پیامدهای اقتصادی تجربه قبلی یک فرد، به دو رشته ادبیات در این حوزه کمک می‌کند. شواهد تجربی در پژوهش از این ایده پشتیبانی می‌کند که تجربه قبلی سرمایه‌گذاران در بازار یک کانال توضیحی بالقوه است که ممکن است به توضیح بیش‌تر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران خرد کمک کند. هم‌چنین، پیامدهای عملی احتمالی برای سرمایه‌گذاران خرد دارد تا زمان ورود مناسب به بازار را انتخاب کنند (کوول و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۹). تا قرن بیستم، نظریه‌های مالی نئوکلاسیک الگوی غالب در بازارهای مالی بودند. در ساخت نظریه پرتفوی، فرض بر این بود که همه سرمایه‌گذاران افراد منطقی در تصمیم‌گیری هستند. بنابراین، انتظار می‌رود که کلیه تصمیم‌های اتخاذ شده از راه انواع فرآیندهای تجزیه و تحلیل منطقی، بالاترین سودمندی را ایجاد کنند. نه تنها نظریه مدرن پرتفوی، بلکه طیفی گسترده از نظریه‌های متداول مالی، مانند مدل قیمت‌گذاری دارایی سرمایه‌ای و فرضیه بازار کاراً نیز از این مفروضات بهره می‌گرفتند که سرمایه‌گذاران همیشه منطقی هستند (راهیو و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۲۱). به گفته نظریه‌پردازان حوزه مالی رفتاری، فرض عقلانیت سرمایه‌گذار به راحتی تحقق نمی‌یابد زیرا سرمایه‌گذاران در شرایطی اقدام به تصمیم‌گیری می‌کنند که گزینه‌های دیگری که شامل ریسک، احتمال و عدم اطمینان هستند نیز وجود دارد. افراد بین گزینه‌های گوناگون (یا چشم اندازه‌های گوناگون) و بر اساس چگونگی تخمین آن‌ها (به صورت مغرضانه یا نادرست) احتمال مطلوبیت هر یک از این گزینه‌ها را تعیین می‌کنند. آن‌ها هم‌چنین، بیان می‌کنند که تصمیم‌گیرندگان مالی نه تنها شامل ملاحظات منطقی و عقلایی می‌شوند بلکه جنبه‌های روان‌شناختی نیز دارند که گاه غیرمنطقی و شامل شهود است. از این رو، ممکن است از فرض عقلانیت از مفروضات اولیه نظریه‌های مالی منحرف شود (شا و اسماعیل<sup>۵</sup>، ۲۰۲۱). هدف از این پژوهش بررسی زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه‌گذاران خرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد.

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سرمایه‌گذاران در معرض انواع گوناگونی از سوگیری‌های رفتاری هستند که آنها را به خطاهای شناختی و تصمیم‌گیری‌های ضعیف سوق می‌دهد. اثر تمایلی که تمایل سرمایه‌گذاران به فروش سریع‌تر دارایی‌های سودده و نگهداری طولانی‌تر دارایی

1. Abreu et all

2. Chen et all

3. Covel et all

4. Rahayu et all

5. Sha & Ismail

های زیان‌ده تعریف میکند، یکی از مستندترین سوگیری‌های سرمایه‌گذاران در ادبیات مالی رفتاری است (آبرو و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). افزون بر این، نتایج تجربی نشان می‌دهد که اثر تمایلی، توسط ویژگی‌های جمعیتی گوناگون سرمایه‌گذاران مانند جنسیت، سن، سابقه تحصیلی و تجربه تجاری آن‌ها هدایت می‌شود. همچنین، می‌تواند تحت تأثیر عوامل خارجی، از جمله فرهنگ، تعاملات اجتماعی و شرایط گوناگون بازار قرار گیرد (لی، یین، و چان<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳؛ هایمر<sup>۳</sup>، ۲۰۱۶؛ بریت مایر، هاسو، و پلستر<sup>۴</sup>، ۲۰۱۹). با این حال، هیچ توضیح منسجمی یافت نشده است زیرا نتایج در انواع گوناگون گوناگون سرمایه‌گذار، شرایط بازار و کشورها غیرقطعی است. این اثر غیرقابل انکار است و به عنوان یک سوگیری تصمیم‌گیری معمولی در بین سرمایه‌گذاران در بازار مالی در نظر گرفته می‌شود (لی، ماسا، ژانگ، و ژانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۲۱). این نوعی سوگیری شناختی سرمایه‌گذاران است که از دانش و تجربه قبلی آن‌ها شکل می‌گیرد. مطالعات قبلی ارتباط بین تصمیم‌های مالی سرمایه‌گذاران و تجربیات اولیه زندگی آن‌ها را بر اساس تئوری نقش‌پذیری<sup>۶</sup> ایجاد کرده است. به طور خاص، پژوهش‌ها در روانشناسی شواهدی را ارائه می‌دهد که شخصیت و ترجیحات یک فرد را می‌توان توسط تجربیات قبلی شکل داد (بتزر، لیمباخ، راو، و شورمان<sup>۷</sup>، ۲۰۲۱) و برداشت‌های اولیه تمایل دارند اطلاعات دریافت شده را تحت الشعاع قرار دهند (چن و همکاران<sup>۸</sup>، ۲۰۲۱). هیرشلیفر، لوری، روچتی و تروونگ<sup>۹</sup> (۲۰۲۱) با توجه به تأثیر تجربه و برداشت‌های قبلی افراد بر قضاوت و تصمیم‌گیری مالی آن‌ها استدلال می‌کنند که پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران مالی از یک شرکت نسبت به برداشت‌های قبلی آن‌ها، قابل پذیرش‌تر است. بتزر و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۲۱) شواهدی ارائه می‌دهد که مدیران بودجه‌ای که تجربیات منفی در اوایل زندگی خود دارند، اثر تمایلی قوی‌تری از خود نشان می‌دهند. ناگل و مالمندیر<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۱) نشان دادند که مدیران عاملی که رکود اقتصادی کلان را تجربه می‌کنند تمایل بیشتری به ریسک‌گریزی در سیاست‌های مالی خود دارند. جفینکو<sup>۱۲</sup> (۲۰۲۲) دریافت که مواجهه قبلی مدیران شرکت با بلایای طبیعی ممکن است بر نگرش آن‌ها نسبت به ریسک تأثیر بگذارد و تأثیر بالقوه‌ای بر تصمیم‌های تأمین مالی شرکت آن‌ها داشته باشد.

در این پژوهش نشان می‌دهد که سرمایه‌گذارانی که در ماه‌هایی با تمایل کم‌تر وارد بازار شده‌اند، بیش‌تر مستعد اثر تمایلی هستند. سوماً ما ماه‌های ورود سرمایه‌گذاران را بر اساس سطوح گوناگون نوسانات بازار دسته‌بندی می‌کنیم، زیرا نوسانات بالاتر بازار در ماه ورود نشان‌دهنده ریسک بیش‌تر بازار در آغاز تجربه سرمایه‌گذاری آن‌ها است که می‌تواند شناخت متعاقب آن‌ها از نگرش ریسک را تحت تأثیر قرار دهد. مطالعات نشان می‌دهد که در میان سرمایه‌گذارانی که در ماهی با نوسانات بالاتر بازار سهام وارد بازار سهام شده‌اند، اثر تمایلی قوی‌تر است. در نهایت، ما نمونه خود را با عدم قطعیت سیاست اقتصادی (EPU) در ماه ورود سرمایه‌گذاران به بازار سهام جدا می‌کنیم تا تأثیر عدم قطعیت در تجربه سرمایه‌گذاری قبلی سرمایه‌گذاران بر تعصب تصمیم‌گیری آن‌ها را بررسی کنیم. سرمایه‌گذارانی که تحت عدم قطعیت بالاتر وارد بازار شده‌اند، اثر تمایلی قوی‌تری را از خود نشان می‌دهند. تا آنجا که می‌دانیم، این پژوهش تلاش می‌کند زمان ورود سرمایه‌گذاران به بازار را به اثر تمایل متصل کند. این پژوهش به دو شاخه از مطالعات کمک می‌کند. نخست اینکه، در مورد عوامل احتمالی اثر تمایلی، دیدگاه‌هایی را ایجاد می‌کنیم. با این که بسیاری از مطالعات موجود در مورد رابطه بین عوامل خارجی و اثر

<sup>1</sup>. Abreu et all

<sup>2</sup>. Lee, Yen, & Chan

<sup>3</sup>. Heimer

<sup>4</sup>. Breitmayer, Hasso, & Pelster

<sup>5</sup>. Li, Massa, Zhang, & Zhang

<sup>6</sup>. imprinting theory

<sup>7</sup>. Betzer, Limbach, Rau, & Schürmann

<sup>8</sup>. Chen et all

<sup>9</sup>. Hirshleifer, Lourie, Ruchti & Truong

<sup>10</sup>. Betzer et al.

<sup>11</sup>. Nagel and Malmendier

<sup>12</sup>. Jifinceo

تمایلی عمدتاً بر شرایط فعلی تمرکز دارند، مطالعات کمی تاثیر تجربه سرمایه‌گذاری اولیه سرمایه‌گذاران بر تعصب رفتاری آینده آن‌ها را مدنظر قرار دادند. مطالعات در زمینه برداشت اولیه سرمایه‌گذاران خرد از بازار سهام بر اساس اثر تمایلی آن‌ها، شواهد تجربی فراهم می‌کند. سهم دوم مربوط به تاثیر تجارب زندگی قبلی سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری آن‌هاست. بر خلاف مطالعات موجود در مورد تجربه افراد در مراحل اولیه زندگی، در این مطالعه به بررسی تجارب و برداشت سرمایه‌گذاران در مراحل اولیه حرفه سرمایه‌گذاری آن‌ها می‌پردازد. نخستین تاثیر سرمایه‌گذاری در نخستین ورود به بازار سهام، به طور قابل توجهی با رفتار تجاری بعدی او مرتبط است. با این مجموعه داده منحصر به فرد مبتنی بر بازار سهام، عوامل تعیین کننده تعصب رفتاری سرمایه‌گذار در کشورهای دیگر را روشن کند. با توجه به توضیحاتی که در بالا در خصوص مسئله پژوهش مطرح شد عبارت است از:

چگونه بررسی زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه‌گذاران خرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تاثیر گذار می‌باشد؟

### پیشینه پژوهش

پناهی و همکاران (۱۴۰۱)، در مقاله پژوهشی خود به بررسی هدف از این پژوهش بررسی الگوی ارتباطی بین رفتارهای گذشته زمان ورود بازار سهام و سواد مالی با قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام با نقش میانجی متغیرهای سرمایه‌گذاران خرد بوده است. روش این پژوهش از نظر هدف، پژوهشی کاربردی و در دسته پژوهش‌های توصیفی- علمی قرار دارد. قلمرو موضوعی پژوهش در حوزه رفتاری مالی است و از نظر موضوعی در حوزه بررسی الگوی ارتباطی بین رفتارهای گذشته و سواد مالی با قصد سرمایه‌گذاری خرد در زمان ورود بازار سهام با نقش میانجی متغیرهای فردی است. جامعه مورد پژوهش شامل سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار در شهر اصفهان بوده که برای سنجش وضعیت موجود از پرسش‌نامه ۲۰ سوالی استفاده شد که پس از تایید روایی و پایایی برای گردآوری داده‌ها مورد استفاده قرار گرفت. در این پژوهش برای بررسی روابط بین اجزاء مدل از معادلات ساختاری استفاده شده است. از نرم افزار لیزرل برای تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها استفاده شده است. با توجه به تجزیه و تحلیل داده‌ها نتایج حاکی از آن بوده است که نگرش، هنجارهای ذهنی، کنترل رفتاری ادراک شده و رفتار گذشته تاثیر مثبت و معنادار بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام دارد. رفتار گذشته، سرمایه‌گذاران خرد و زمان ورود بازار سهام تاثیر مثبت و معنادار بر نگرش دارد و سواد مالی تاثیر مثبت و معنادار بر کنترل رفتاری ادراک شده دارد. رفتار گذشته و سواد مالی تاثیر مثبت و معنادار بر قصد سرمایه‌گذاران خرد در زمان ورود بازار سهام از راه نگرش دارد و سواد مالی تاثیر مثبت و معنادار بر قصد سرمایه‌گذاری در بازار سهام از طریق کنترل رفتاری ادراک شده دارد. نتایج پژوهش حاکی از تایید تمام فرضیات به جزء فرضیه چهارم است؛ یعنی رفتار گذشته تاثیر مثبت و معنادار بر قصد سرمایه‌گذاری خرد در زمان ورود بازار سهام ندارد.

دیزجی و همکاران (۱۴۰۱)، هدف مطالعه حاضر، بررسی تاثیر درآمدهای نفتی و نرخ ارز بر میزان سرمایه‌گذاری خرد در بازار سهام با استفاده از داده‌های فصلی در بازه زمانی ۱۳۹۵-۱۳۸۷ می‌باشد. بدین منظور، تاثیر درآمد های نفتی، نرخ ارز و حجم نقدینگی بر میزان سرمایه‌گذاری در بازار سهام در ایران با استفاده از مدل دو رژیمه مارکوف- سوئیچینگ برآورد شده است. نتایج حاصل از تخمین مدل نشان می‌دهد درآمد های نفتی، نرخ ارز و حجم نقدینگی اثرات متفاوتی بر میزان سرمایه‌گذاری در بازار سهام در ایران دارد. بر این اساس، برآورد رژیم (۱) مرتبط با رژیم واریانس و میانگین بالا (رونق) و رژیم (۲) مرتبط با رژیم واریانس و میانگین پایین (رکود) است. گفتنی است که در رژیم (۱) تنها حجم نقدینگی تاثیر مثبت و معنادار بر میزان سرمایه‌گذاری در بازار سهام داشته، ولی در رژیم (۲) نرخ ارز تاثیر منفی و معنادار و درآمدهای نفتی تاثیر مثبت و معنادار بر میزان سرمایه‌گذاری در بازار سهام داشته است.

ژانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۲)، در مقاله پژوهشی خود به بررسی این مقاله اثرات بلندمدت و پایدار نخستین برداشت سرمایه‌گذاران از مشارکت در بازار سهام و اثر تمایلی را بررسی می‌کند. در این مطالعه با استفاده از یک مجموعه داده منحصر به فرد از سوابق تراکنش‌های حساب‌های مشتریان یک شرکت کارگزاری بزرگ در چین، شواهد قوی مبنی بر وجود اثر تمایلی سرمایه‌گذاران خرد چینی پیدا کردیم. نتایج تجربی ما نشان می‌دهد که اگر سرمایه‌گذاران در ابتدای ورود به بازار سهام با دوره‌هایی با بازده بازار کم‌تر، احساسات سرمایه‌گذار کم‌تر، نوسانات بازار بیش‌تر، یا عدم قطعیت سیاست اقتصادی بالاتر (EPU) مواجه شوند، اثر تمایلی قوی‌تری از خود نشان می‌دهند. این شواهد، درک ما را از نقش تجربه اولیه سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های بازار سهام و عوامل تعیین‌کننده سوگیری‌های رفتاری در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری تقویت می‌کند.

لیو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۲)، در مقاله پژوهشی خود تحت هدف از سرمایه‌گذاری خرد در سهام شرکتها توسط سرمایه‌گذاران، پیشینه‌کردن سود و افزایش رفاه و ورود به بازار سهام می‌باشد. برای رسیدن به این هدف سرمایه‌گذاران خرد و ورود به بازار سهام باید تصمیم‌های مناسبی را اتخاذ کند. از مهم‌ترین منابع اطلاعاتی سرمایه‌گذاران خرد، ویژگی‌های سهام است. این ویژگی‌ها می‌تواند قیمت هر سهم، سود هر سهم، نرخ بازده جاری سهامداران خرد، نسبت قیمت به سود هر سهم باشد. لذا، در این پژوهش به بررسی تاثیر ویژگی‌های سهام در تصمیم‌های سرمایه‌گذاران خرد جهت سرمایه‌گذاری در سهام و ورود به بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازیم. نمونه آماری پژوهش شامل ۹۲ شرکت در سال‌های ۲۰۱۱ تا ۲۰۲۰ بوده است. در این پژوهش از نرم افزارهای SPSS و نرم افزار Clementine استفاده شده است. با یک بررسی لاجیت رگرسیون دریافتیم که دو نسبت سود هر سهم و نرخ بازده جاری سهامداران به عنوان عوامل موثر بر تصمیم‌گیری تجاری سرمایه‌گذاران خرد می‌باشند، ولی نسبت‌های قیمت هر سهم و نسبت قیمت به سود هر سهم تاثیری بر تصمیم‌گیری تجاری سرمایه‌گذاران خرد ندارند.

ابرو و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۲)، در مقاله پژوهشی خود به بررسی صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاران خرد با یک قرن سابقه، ابزارهای مالی در ورود به بازار سهام هستند که مبادرت به گردآوری سرمایه‌های اندک سرمایه‌گذاران خرد کوچکی که احتمالاً از آشنایی کافی برای سرمایه‌گذاری برخوردار نیستند، سرمایه‌های بزرگی را تشکیل می‌دهند. آن‌ها با سرمایه‌گذاری وجوه گردآوری شده در اوراق بهاداری مانند سهام، اوراق قرضه و سایر ابزارهای بازار پول، از منافع و سود کسب شده، سرمایه‌گذاران و ارکان صندوق را منتفع می‌سازند. این صنعت که حلقه واسطه‌ای برای مشارکت خانوارها در بورس اوراق بهادار ورود به بازار سهام بشمار می‌رود؛ با وجود فراز و نشیب‌هایی که داشته به سرعت گسترش یافته و نقشی قابل توجه در تجهیز و تامین منابع مالی برای رونق بازارهای پولی داشته است. بنابراین، هدف اصلی و علمی این پژوهش بررسی ارتباط بین قابلیت مالی انواع سرمایه‌گذاران با میزان درآمد سرمایه‌گذار و مبلغ سرمایه‌گذاری آنان در صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری ترکیه با توجه به قابلیت در ۳ حوزه مدت سرمایه‌گذاری، مالیات بندی و اطلاعات مالی سرمایه‌گذاران می‌باشد. متغیرهای مورد بررسی در این پژوهش عبارتند از قابلیت مالی و مولفه‌های آن که از پژوهش پلینن و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۰) استخراج شده است. روش پژوهش از نوع توصیفی - پیمایشی و جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی سرمایه‌گذاران صندوق‌های مشترک سرمایه‌گذاری ترکیه شامل کارگزاری بانک‌ها می‌باشد. ابزار گردآوری داده‌ها پرسش‌نامه بوده که داده‌های مربوطه در نیمه دوم سال ۲۰۱۹ گردآوری و از پرسش‌نامه استاندارد ترکیبی راش<sup>۵</sup> (۲۰۲۰) و پلینن استفاده شده است. در نتیجه، یک ارتباط مستقیم و معناداری بین قابلیت مالی در سه حوزه مدت سرمایه‌گذاری، مالیات بندی و اطلاعات

<sup>1</sup>. Zhang et all

<sup>2</sup>. Liu et all

<sup>3</sup>. Abro et all

<sup>4</sup>. Plinen et all

<sup>5</sup>. Rash

مالی سرمایه‌گذاران با درآمد و میزان مبلغ سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران خرد در ورود به بازار سهام وجود داشت. در واقع، با توجه به مطالبی که در این پژوهش بیان شد، فرضیه‌های زیر مطرح می‌شود:

- سرمایه‌گذاران خرد بر ویژگی‌های روان‌شناختی متداول تاثیرگذاری دارد.
- سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با بازدهی پایین‌تر بر بازار سهام تاثیرگذاری دارد.
- سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با تمایل سرمایه‌گذاران پایین‌تر بر بازار سهام تاثیرگذاری دارد.
- سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با نوسانات بیش‌تر بر بازار سهام تاثیرگذاری دارد.
- سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با عدم قطعیت اقتصادی بالاتر بر بازار سهام تاثیرگذاری دارد.

در واقع دلایل متفاوتی وجود دارد که نشان دهد تاثیر سرمایه‌گذاری برای ترقی و پیشرفت اقتصاد و جامعه به قدری زیاد است که آن را به عنوان یکی از عوامل مهم برای دستیابی به توسعه همیشگی معرفی می‌کنند. بازارهای سرمایه نقش اساسی در اقتصاد دارند چراکه نقدینگی افرادی را که خود دانش استفاده از آن را ندارند، به سوی کسانی که این مهارت را دارند، منتقل می‌کنند. مطمئناً بازده مناسب این بازارها نتیجه‌ای جز تداوم رشد اقتصادی نخواهد داشت. بنابراین، اگر بازارهای سرمایه‌گذاری کارا باشند، پیشرفت اقتصادی حاصل می‌شود. از سوی دیگر، به دلیل تصمیم‌گیری غیراصولی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه خطاهای سیستماتیک اتفاق می‌افتند و همین موضوع باعث ضعیف شدن کارایی بازار خواهد شد. نقش پررنگ سرمایه‌گذاران حقیقی حرفه‌ای در بازار سرمایه کشور ایران و وضعیت اقتصادی، سیاسی، فرهنگی و زیرساختی حاکم بر کشور که زمینه ساز بسیاری از این اختلال در سرمایه‌گذاران در هنگام تصمیم به سرمایه‌گذاری است، آگاهی از انواع آن‌ها، سازماندهی و طبقه‌بندی و نیز اولویت بندی و اهمیت سنجی آن‌ها و اتخاذ راهکارهای اثربخش در قبال سوگیری‌های رفتاری ارجح، نقشی بسزا در بهبود کارکرد بازار سرمایه و رشد و تعالی وضعیت اقتصادی کشور خواهد داشت. با توجه به وجود عدم قطعیت‌های محیطی که یکی از محرک‌های اصلی بروز سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بشمار می‌رود؛ نظرسنجی و جذب و تفسیر دیدگاه سرمایه‌گذاران حقیقی حرفه‌ای با اتکا به رویکردهای مبتنی بر عدم قطعیت می‌تواند زمینه‌ساز تجزیه و تحلیل صحیح سوگیری‌های رفتاری و اتخاذ استراتژی‌های مقتضی در مواجهه با آن‌ها خواهد بود.

### اهداف پژوهش

هدف از این پژوهش بررسی زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه‌گذاران خرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد.

### مدل ریاضی و رگرسیونی پژوهش

مدل رگرسیونی آزمون فرضیه‌های براساس رگرسیونی به‌صورت زیر می‌باشد:

$$P_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 TGI_{i,t} + \alpha_2 TLI_{i,t} + \alpha_3 Gender_{i,t} + \alpha_4 age_{i,t} + \alpha_5 EXP_{i,t} + \alpha_6 FREQ_{i,t} + \alpha_7 WEALTH + \alpha_8 MV + \alpha_9 GLA + \alpha_{10} ReturnEM + \alpha_{11} ISIEM + \alpha_{12} EPUEM + \alpha_{13} MR + \alpha_i \epsilon_{it}$$

متغیر مستقل و متغیرهای وابسته شامل موارد زیر می‌باشند:

متغیر مستقل  $P_{it}$ : سرمایه‌گذاری خرد به ارائه خدمات مالی به منابع کم درآمد گفته می‌شود. سرمایه‌گذاری خرد به نوعی از سرمایه‌گذاری گفته می‌شود که با سرمایه کم انجام شود؛ البته، این مقدار از دیدگاه اشخاص گوناگون نسبت بودجه، سرمایه‌ای مشخص خواهد شد.

متغیر وابسته  $EXP$ : تجربه معاملاتی سرمایه‌گذاران خرد که برابر با سال معامله منهای سال ثبت حساب است.

مجموع متغیرهای فرعی کنترلی همچون:

۱. سرمایه‌گذاران سطح خرد:  $P_{it}$ : نسبت تعداد معاملات خرید به تعداد معاملات خرید و فروش هر سهم  $P_{it}$  میانگین  $P_{it}$  در دوره  $t$

**TGI:** یک متغیر ساختگی برای سود معاملاتی، که وقتی سهام معامله شده با سود همراه می‌شود، مقدار ۱ و در غیر این صورت صفر می‌شود.

**TLI:** یک متغیر ساختگی برای زیان معاملاتی، که وقتی سهام معامله شده با زیان همراه می‌شود، مقدار ۱ و در غیر این صورت صفر می‌شود.

**Gender:** یک متغیر ساختگی که اگر سرمایه‌گذار مرد باشد یک و در غیر این صورت صفر است.

**Age:** سن سرمایه‌گذار

**Freq:** لگاریتم طبیعی تعداد معاملات در طول دوره نمونه

**Wealth:** لگاریتم طبیعی مقدار وجوه حساب (به RMB)

**MV:** میانگین متحرک پنج روزه حجم بازار

**MR:** میانگین متحرک پنج روزه بازده بازار (/)

**GLA:** مقدار سود/زیان واقعی هر پوزیشن در هر روز (به ۱۰۰ RMB). برای سهامی که SWAPP آنها زیر قیمت پایین روزانه است، GLA برابر است با پوزیشن ضرب در تفاوت قیمت پایین روزانه منهای SWAPP. برای سهامی که SWAPP بالاتر از قیمت روزانه است، GLA برابر است با پوزیشن ضرب در تفاوت SWAPP منهای قیمت بالای روزانه. برای سهامی که به عنوان سهام سر به سر در نظر گرفته می‌شوند، GLA برابر با ۰ است.

**ReturnEM:** بازده بازار ماهانه شاخص CSI 300 در ماه ورودی سرمایه‌گذاران

**ISIEM:** شاخص ترکیبی احساسات سرمایه‌گذاران در ماه ورودی سرمایه‌گذاران

**EPUEM:** شاخص عدم قطعیت سیاست اقتصادی کشور در ماه ورودی سرمایه‌گذاران

ادبیات و فرضیات ارائه شده، مدل پژوهش به صورت بالا طراحی و تدوین شده است و با بررسی این ابعاد سوال اصلی مطرح می‌شود که در این پژوهش به آن پاسخ می‌دهیم: چگونه بررسی زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه‌گذاران خرد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تاثیر گذار می‌باشد؟

## روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر گردآوری داده‌ها جز پژوهش‌های با رویکردی اکتشافی، از یک طرح پایش توصیفی (از نوع همبستگی) استفاده کرده است و از نظر هدف در زمره پژوهش‌های بنیادی بشمار می‌رود تا به بررسی زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه‌گذاران خرد بپردازد و اینکه چگونه استفاده از آنها می‌تواند بر سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تاثیر گذار باشد.

جامعه آماری این پژوهش شامل تمامی شرکت‌هایی صنعتی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است، دوره مورد مطالعه سال‌های ۱۳۹۸ تا ۱۴۰۰ را در برمی‌گیرد و روش انتخاب شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و روش گردآوری داده‌ها به شرح زیر است:

(۱) بمنظور قابلیت مقایسه اطلاعات، دوره مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

(۲) حداقل یک سال پیش از سال ۱۳۹۸ در بورس اوراق بهادار فعال بوده باشند.

(۳) داده‌های مورد نیاز پژوهش از شرکت‌ها در دسترس باشند. نمونه اولیه از تقاطع داده‌های بازده سهام هفتگی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس با داده‌های مالی سالانه می‌باشد. بنابراین، با اعمال شرایط مذکور تعداد اعضای جامعه این پژوهش ۵۲۰ شرکت تعیین شده است و به دلیل تعداد کم شرکت‌های دارای شرایط مزبور، همه ۱۰۹ شرکت مورد مطالعه قرار گرفتند. در این مطالعه حجم نمونه ۱۰۹ شرکت صنعتی گوناگون موجود در بورس اوراق بهادار را در یک زمان تحلیل و انتخاب میکند در واقع، فرآیند انتخاب شرکت‌ها با استفاده از قاعده‌ی حذف سیستماتیک انجام گرفته است. متغیرهای این پژوهش می‌بایست قابلیت سنجش و اندازه‌گیری را پیدا کنند؛ یعنی باید به شاخص‌ها و مفاهیمی عینی‌تر تبدیل

شوند که بتوان آنها را مشخص و اندازه گیری کرد. در غیر این صورت، امکان سنجش اندازه گیری آنها وجود نداشته و پژوهشگر نمی تواند فرضیه های پژوهش خود را ارزیابی کند.

### تجزیه و تحلیل داده ها

پژوهشگر پس از این که روش پژوهش خود را مشخص کرد و با استفاده از ابزارهای مناسب، داده های مورد نیاز را برای آزمون فرضیه های خود جمع آوری کرد، اکنون نوبت آن است که با بهره گیری از روش های آماری مناسبی که با روش پژوهش و نوع متغیرها سازگاری دارد، داده های جمع آوری شده را دسته بندی و تجزیه و تحلیل نماید و در نهایت، فرضیه هایی را که تا این مرحله او را در پژوهش هدایت کرده اند، را مورد آزمون قرار دهد و تکلیف آن ها را روشن کند و سرانجام بتواند راه حل و پاسخی برای پرسش پژوهش بیابد. پیوند دادن موضوع پژوهش به رشته ای از اطلاعات موجود، مستلزم اندیشه ای خلاق است، معمولاً موضوعی به ذهن محقق خطور می کند که یافتن منابع داده های موجود، برای بررسی آن مستلزم خلاقیت ذهنی محقق است، آرایش و تنظیم داده ها نیز مستلزم خلاقیت است. فرآیند تجزیه و تحلیل داده ها، فرایندی چند مرحله ای است که طی آن داده هایی که از راه بکارگیری ابزارهای گردآوری در جامعه (نمونه) آماری فراهم آمده اند، خلاصه، کدبندی، دسته بندی و در نهایت، پردازش می شوند تا زمینه برقراری انواع تحلیل ها و ارتباطها بین این داده ها بمنظور آزمون فرضیه فراهم آید (خاکی، ۱۳۹۷). در اینجا نخست بمنظور تجزیه و تحلیل داده های حاصل از اجرای تحلیل داده ها به تحلیل محتوا و هم چنین، از آمار استنباطی به استنباط فرضیات و مدل پژوهش می پردازند. با استفاده از نرم افزار Eviews10 داده ها نظم بندی شده و برحسب همراستایی با اهداف مورد تفسیر قرار گرفتند. نتایج تحلیل آمار استنباطی پژوهش نشان می دهد که تمامی فرضیه ها و مدل های پژوهش تایید شده است.

### یافته های پژوهش

با توجه به نتایج این آزمون مقدار رگرسیون نشان می دهد که چه مقدار از متغیر وابسته بر متغیر مستقل یعنی بررسی زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تبیین می شود و مقدار سطح معنی داری این ستون معناداری آماری مدل رگرسیون را نشان می دهد که چنان چه میزان بدست آمده کم تر از ۰/۰۵ باشد نتیجه می گیریم که مدل بکار رفته، پیش بینی کننده خوبی برای متغیرهای بررسی زمان ورود به بازار سهام و اثر تمایلی سرمایه گذاران خرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است میزان معناداری در فرضیه های پژوهش ما کم تر از میزان ۰/۰۵ است که بیان گر این است که مدل رگرسیونی معنادار است. در این پژوهش برای ارزیابی پنج فرضیه پژوهش از رگرسیونی (ژانگ و همکاران، ۲۰۱۵)<sup>۱</sup> استفاده می کنیم که به شرح زیر می باشد. بر اساس نتایج بدست آمده از برآورد مدل یک پژوهش کل رگرسیون را تأیید می کند. و از سوی دیگر، ضریب تعیین بیان می کند که درصد تغییرات در متغیر وابسته از راه متغیرهای مستقل مدل قابل توضیح است. فرضیه های پژوهش بیان می کند:

### فرضیه نخست

سرمایه گذاران خرد بر ویژگی های روان شناختی متداول تاثیر گذاری دارد.

<sup>۱</sup> Zhang et all

## جدول ۱. آزمون رگرسیون فرضیه نخست

متغیر وابسته: ویژگی های روانشناختی متداول				
نام متغیر	ضریب برآورد	انحراف برآورد	آماره T	سطح معناداری
c	۰/۲۱۷۶۱	۰/۳۴۵۸۹	۲/۷۸۹	۰/۰۰۲۶
سرمایه‌گذاران خرد	۰/۲۵۶۹۰	۰/۳۴۲۶۰	۴/۵۵۹	۰/۰۰۲
دوربین - واتسون			۳/۷۸۹	
F آماره			۳/۰۶	
سطح معناداری			۰/۰۰۳	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۴۴۲	
R			۰/۷۱	

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول ۱ ارائه شده است نشان می‌دهد که مقدار آماره، F برابر ۳/۰۶ و سطح معنی داری محاسبه شده برای آماره F مدل کم‌تر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد. ضریب متغیر سرمایه‌گذاران خرد بر ویژگی‌های روان‌شناختی متداول برابر با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰/۰۰۳ که کم‌تر از پنج درصد است، معنی‌دار می‌باشد که نشان می‌دهد بین سرمایه‌گذاران خرد بر ویژگی‌های روان‌شناختی متداول در شرکت‌ها در سطح بالا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۳/۷۸۹ می‌باشد که بیش‌تر از بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و بیانگر مطلوبیت بالا و عدم وجود همبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۴۴۲ هست که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران خرد بر ویژگی‌های روان‌شناختی متداول تاثیرگذاری مثبتی دارد و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است.

## فرضیه دوم

سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با بازدهی پایین‌تر بر بازار سهام تاثیرگذاری دارد.

## جدول ۲. آزمون رگرسیون فرضیه دوم

متغیر وابسته: بازار سهام				
نام متغیر	ضریب برآورد	انحراف برآورد	آماره T	سطح معناداری
c	۰/۴۲۲۲	۰/۲۱۴۶	۲/۹۱۰	۰/۰۰۵
سرمایه‌گذاران خرد در دوره ای با بازدهی پایین	۰/۴۱۷۹	۰/۴۱۲۵	۴/۴۱۳	۰/۰۰۸
دوربین - واتسون			۳/۱۰	
F آماره			۳/۰۱	
سطح معناداری			۰/۰۰۸	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۳۴۰	
R			۰/۸۰	

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول ۲ ارائه شده است نشان می‌دهد که مقدار آماره، F برابر ۳/۰۱ و سطح معنی‌داری محاسبه شده برای آماره F مدل کم‌تر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد.

ضریب متغیر سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با بازدهی پایین‌تر بر بازار سهام برابر با توجه به سطح خطای مورد پذیرش  $0/008$  که کم‌تر از پنج درصد است، معنی‌دار می‌باشد. که نشان می‌دهد بین سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با بازدهی پایین‌تر بر بازار سهام در شرکت‌ها در سطح بالا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر  $3/10$  می‌باشد که بیش‌تر از بازه  $1/5$  تا  $2/5$  قرار دارد و بیانگر مطلوبیت بالا و عدم وجود همبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین تعدیل شده  $0/340$  هست که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با بازدهی پایین‌تر بر بازار سهام تاثیرگذاری مثبتی دارد و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است.

### فرضیه سوم

سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با تمایل سرمایه‌گذاران پایین‌تر بر بازار سهام تاثیرگذاری دارد.

### جدول ۳. آزمون رگرسیون فرضیه سوم

متغیر وابسته بازار سهام				
نام متغیر	ضریب برآورد	انحراف برآورد	آماره T	سطح معناداری
C	$0/4125$	$0/41250$	$4/125$	$0/001$
سرمایه‌گذاران خرد در دوره ای با تمایل سرمایه‌گذاران پایین‌تر	$0/3124$	$0/41798$	$5/458$	$0/000$
دوربین - واتسون			$2/56$	
آماره F			$1/98$	
سطح معناداری			$0/003$	
ضریب تعیین تعدیل شده			$0/510$	
R			$0/90$	

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول ۳ ارائه شده است نشان می‌دهد که مقدار آماره، F برابر  $1/98$  و سطح معنی‌داری محاسبه شده برای آماره F مدل کم‌تر از سطح خطای  $5$  درصد بوده و معنادار می‌باشد. ضریب متغیر سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با تمایل سرمایه‌گذاران پایین‌تر بر بازار سهام برابر با توجه به سطح خطای مورد پذیرش  $0/003$  که کم‌تر از پنج درصد است، معنی‌دار می‌باشد. که نشان می‌دهد بین سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با تمایل سرمایه‌گذاران پایین‌تر بر بازار سهام در شرکت‌ها در سطح بالا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر  $26/5$  می‌باشد که بیش‌تر از بازه  $1/5$  تا  $2/5$  قرار دارد و بیانگر مطلوبیت بالا و عدم وجود همبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین تعدیل شده  $0/510$  هست که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با تمایل سرمایه‌گذاران پایین‌تر بر بازار سهام تاثیرگذاری مثبتی دارد و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است.

### فرضیه چهارم

سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با نوسانات بیش‌تر بر بازار سهام تاثیرگذاری دارد.

## جدول ۴. آزمون رگرسیون فرضیه چهارم

متغیر وابسته بازار سهام				
نام متغیر	ضریب برآورد	انحراف برآورد	آماره T	سطح معناداری
C	۰/۷۸۵۵	۰/۴۱۲۵۵	۲/۱۰۲	۰/۰۰۱
سرمایه‌گذاران خرد در دوره ای با نوسانات بیش‌تر	۰/۶۴۲۴۴	۰/۳۱۴۵۸	۴/۵۶۵	۰/۰۰۱۲
دوربین - واتسون			۳/۱۲	
F آماره			۲/۰۱	
سطح معناداری			۰/۰۰۱	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۳۱۰	
R			۰/۶۹	

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول ۴ ارائه شده است نشان می‌دهد که مقدار آماره، F برابر ۲/۰۱ و سطح معنی داری محاسبه شده برای آماره F مدل کم‌تر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد. ضریب متغیر سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با نوسانات بیش‌تر بر بازار سهام برابر با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰/۰۰۱ که کم‌تر از پنج درصد است، معنی‌دار می‌باشد. که نشان می‌دهد بین سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با نوسانات بیش‌تر بر بازار سهام در شرکت‌ها در سطح بالا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد. مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۳/۱۲ می‌باشد که بیش‌تر از بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و بیانگر مطلوبیت بالا و عدم وجود همبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است. میزان ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۳۱۰ هست که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با نوسانات بیش‌تر بر بازار سهام تاثیرگذاری مثبتی دارد و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است.

## فرضیه پنجم

سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با عدم قطعیت اقتصادی بالاتر بر بازار سهام تاثیرگذاری دارد.

## جدول ۵. آزمون رگرسیون فرضیه پنجم

متغیر وابسته بازار سهام				
نام متغیر	ضریب برآورد	انحراف برآورد	آماره T	سطح معناداری
C	۰/۴۱۰۱	۰/۵۳۱۱	۷/۱۵۵	۰/۰۰۸
تامین مالی بازار سرمایه و رشد شرکت	۰/۳۴۱۷	۰/۴۱۲۵	۳/۱۹۸	۰/۰۰۲
دوربین - واتسون			۲/۷۵	
F آماره			۱/۹۹	
سطح معناداری			۰/۰۰۵	
ضریب تعیین تعدیل شده			۰/۴۱۸	
R			۰/۹۰	

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول ۵ ارائه شده است نشان می‌دهد که مقدار آماره، F برابر ۱/۹۹ و سطح معنی‌داری محاسبه شده برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد.

ضریب متغیر سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با عدم قطعیت اقتصادی بالاتر بر بازار سهام برابر با توجه به سطح خطای مورد پذیرش ۰/۰۰۵ که کمتر از پنج درصد است، معنی‌دار می‌باشد. که نشان می‌دهد بین سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با عدم قطعیت اقتصادی بالاتر بر بازار سهام در شرکت‌ها در سطح بالا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

مقدار آماره دوربین واتسون برابر ۲/۷۵ می‌باشد که بیش‌تر از بازه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد و بیانگر مطلوبیت بالا و عدم وجود همبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است.

میزان ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۴۱۸ هست که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران خرد در دوره‌ای با عدم قطعیت اقتصادی بالاتر بر بازار سهام تاثیرگذاری مثبتی دارد و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است.

### مدل اصلی پژوهش

$$P_{it+1} =$$

$$\alpha_0 + \alpha_1 TGI_{i,t} + \alpha_2 TLI_{i,t} + \alpha_3 Gender_{i,t} + \alpha_4 age_{i,t} + \alpha_5 EXP_{i,t} + \alpha_6 FREQ_{it} + \alpha_7 WEALTH + \alpha_8 MV + \alpha_9 GLA + \alpha_{10} ReturnEM + \alpha_{11} ISIEM + \alpha_{12} EPUEM + \alpha_{13} MR + \alpha_{it}$$

جدول ۶. آزمون رگرسیون مدل اصلی

معناداری	انحراف معیار	آماره (t)	ضریب (β)	نماد متغیرها	نام متغیر
۰/۰۰۶	۰/۴۲۶۵	۲/۴۵۸۱	۰/۲۱۵۶	c	عدد ثابت
۰/۰۰۶	۰/۴۲۶۵	۳/۷۲۱	۰/۲۱۵۹	EXP	تجربه معاملاتی سرمایه‌گذاران
۰/۰۰۵	۲/۴۹۵	۶/۴۱۰	۰/۷۸۹۸	TGI	سود معاملاتی
۰/۰۰۶	۱/۲۵۸	۵/۷۰۰	۰/۷۸۰۰	TLI	زیان معاملاتی
۰/۰۰۱	۰/۸۴۵۸	۶/۷۱۲	۰/۶۷۸۹	GENDER	جنسیت سرمایه‌گذاران
۰/۰۰۲	۰/۸۰۱۲	۶/۴۵۶	۰/۷۰۰۲	AGE	سن سرمایه‌گذاران
۰/۰۰۳	۱/۵۲۵	۷/۴۰۲	۰/۴۶۸۹	FREQ	تعداد معاملات
۰/۰۰۶	۰/۷۴۱۱	۳/۴۲۰	۰/۷۵۲۲	WEALTH	مقدار وجوه بازار
۰/۰۰۷	۰/۹۵۵۶	۲/۴۵۸	۰/۸۲۲۱	MV	میانگین حجم بازار
۰/۰۰۱	۰/۹۸۷۲	۴/۵۷۵	۰/۷۷۰۲	MR	میانگین بازده بازار
۰/۰۰۱	۰/۸۹۸۷	۵/۱۵۸	۰/۸۹۸۸	GLA	سود/زیان واقعی
۰/۰۰۲	۰/۷۸۸۰	۶/۱۵۶	۰/۷۴۵۱	RET	بازده بازار در ماه ورود سرمایه
۰/۰۰۸	۰/۶۲۳۵۱	۷/۸۹۸	۰/۶۸۷۷	ISI	احساسات سرمایه‌گذاران
۰/۰۰۱	۰/۱۵۴۷	۵/۱۲۵	۰/۵۳۱۵	EPU	عدم قطعیت اقتصادی
دوربین واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	معناداری	آماره F	آماره رگرسیون
۲/۲۴۰	۰/۵۱۷	۰/۵۳۵	۰/۰۰۰۵	۲/۲۱۶	۰/۸۱۷

با توجه به نتایج آزمون فرضیه که در جدول ۶ ارائه شده است نشان می‌دهد که مقدار آماره، F برابر ۲/۲۱۶ و سطح معنی‌داری محاسبه شده برای آماره F مدل کمتر از سطح خطای ۵ درصد بوده و معنادار می‌باشد.

۱. سرمایه‌گذاران سطح خرد:  $P_{it}$ : نسبت تعداد معاملات خرید به تعداد معاملات خرید و فروش هر سهم  $P_{it}$  میانگین  $P_{it}$  در دوره t

ضریب متغیرهای کنترلی با توجه به سطح خطای مورد پذیرش  $0/005$  که کم‌تر از پنج درصد است، معنی‌دار می‌باشد که نشان می‌دهد بین زمان ورود به بازار سهام، اثر تمایلی سرمایه‌گذاران خرد، ویژگی‌های روانشناختی در شرکت‌ها در سطح بالا پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است.

مقدار آماره دوربین واتسون برابر  $2/240$  که در بازه  $1/5$  تا  $2/5$  قرار دارد و بیانگر عدم وجود همبستگی بین جملات خطا در رگرسیون است.

میزان ضریب‌تعیین و ضریب‌تعیین تعدیل شده به ترتیب  $0/535$  و  $0/517$  هستند که نشان می‌دهد زمان ورود به بازار سهام، اثر تمایلی سرمایه‌گذاران خرد، ویژگی‌های روان‌شناختی تاثیرگذاری مثبتی دارد و متغیرهای کنترلی قابل تبیین است.

### بحث و نتیجه‌گیری

این پژوهش با مستندسازی پیامدهای بالقوه درازمدت تجربیات قبلی سرمایه‌گذاران برای رفتارهای سرمایه‌گذاری بعدی آنها، به ادبیات نوظهور در مورد امور مالی رفتاری و تجربیات اولیه سرمایه‌گذاران و نخستین برداشت از بازار در هنگام ورود اولیه به بازار به بررسی پرداخته است، در این مطالعه داده‌های معاملاتی منحصر به فرد و بزرگ در سطح حساب سرمایه‌گذاران خرد از یک شرکت کارگزاری پیشرو به ما امکان می‌دهد تا وجود اثر واگذاری و میزان تأثیر زمان ورود سرمایه‌گذاران خرد به بازار را بررسی کنیم، هدف از این پژوهش بررسی زمان‌های گوناگون ورود سرمایه‌گذاران به بازار در سطح تأثیر وضعیت آنها می‌باشد، که بر اساس میانگین بازده بازار، احساسات سرمایه‌گذاران به نمونه‌های فرعی تقسیم می‌کنیم، نوسانات بازار و عدم شرایط اقتصادی سرمایه‌گذاران در ابتدا وارد بازار سهام شدند. در این پژوهش متوجه شدیم که سرمایه‌گذارانی که در دوره‌های بازدهی پایین‌تر وارد بازار شده‌اند، تمایل بیشتری نسبت به اثر تمایل نشان می‌دهند. احساسات سرمایه‌گذاران، اثر تمایل قوی‌تری را در سرمایه‌گذارانی می‌یابیم که در یک ماه احساسات پایین وارد بازار شده‌اند. نتایج تجربی بیان می‌کند هم‌چنین، از این ایده حمایت می‌کند که سرمایه‌گذارانی که در دوره‌های نوسانات بازار بالاتر وارد بازار می‌شوند، بیشتر در معرض اثر تمایل هستند. اگر در دوره‌ای عدم اقتصادی بالاتر وارد بازار شوند، بیش‌تر مستعد تأثیرات تصمیم‌گیری هستند (هم‌مالین و همکاران، ۲۰۱۹). الگوهای خاص مربوط به فرهنگ در کشور ایران و تأثیر آن‌ها بر رفتارهای شخصی و جمعی افراد بویژه در بازار سرمایه باید ایده‌ها و الگوهای تحلیلی و شناختی رفتار مالی را برای فعالان بازار بدانند. این که بعضاً در معاملات خود به جای تقاضاهای دو طرفه و بودن هم‌زمان خریدار و فروشنده با تقاضای یک سمت و صف‌های خرید طولانی یا فقط فروش رو به رو هستیم، قطعاً از نمونه‌های مدل‌های رفتاری خاص غالب بر بازار است. مالی رفتاری کمک می‌کند تا با فرموله کردن الگوهای رفتاری، بهتر بتوان بازار سرمایه را درک کرد و در رفع بعضی موانع ناشی از مدل‌های رفتاری عمل کرد (جمشیدی و همکاران، ۱۳۹۸). در مالی رفتاری، قابلیت‌های رفتاری که بر مراحل تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران تأثیرگذارند بررسی می‌شوند. این ویژگی‌ها «تورش‌ها یا سوگیری‌های رفتاری» نام دارند (طاهری و همکاران، ۱۴۰۱). سوگیری‌های رفتاری بخش جدایی‌ناپذیر از رفتار سرمایه‌گذاران است که میزان آن‌ها می‌تواند برای برخی از تصمیم‌های افزایش یا کاهش یابد، اما حذف کامل آن‌ها از رفتار ذاتی سرمایه‌گذاران، امکان‌پذیر نیست (زاهر و بانسال، ۲۰۱۸). پژوهش‌های متنوعی در حوزه انواع خطاهای ادراکی و نحوه اثرگذاری آن‌ها بر تصمیم‌های مالی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی انجام شده و این نتیجه حاصل شده است که تصمیم‌های سرمایه‌ای افراد تحت تأثیر چندین نوع خطا قرار می‌گیرد (طاهری و همکاران، ۱۴۰۱). با این‌که سرمایه‌گذاران حقیقی حرفه‌ای در بازار سهام کشور ایران از اثرگذارترین افراد هستند و به طور میانگین بیش‌تر از نیمی از حجم معاملات کوچک در بازار را شامل می‌شوند، اما روی اقدامات و عملکرد واقعی این سرمایه‌گذاران پژوهش‌ها و بررسی‌های زیادی انجام نگرفته است (جمشیدی و

1. Harmaline et all

2. Zahera & Bansal

همکاران، ۱۳۹۸). پژوهش‌ها نشان داده‌اند افرادی که دارای درآمد ناچیز و سطح سواد مالی پایینی هستند، در خطر اتخاذ تصمیم‌های نادرست سرمایه‌گذاری خواهند بود (سون و پارک<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹).

در این مطالعه سیاست‌گذاران، آموزش مالی را به عنوان راه حلی برای مقابله با تصمیم‌های ضعیف سرمایه‌گذاری در نظر می‌گیرند، اما این که این راهکار بتواند بر رفتار سرمایه‌گذاران نیز تأثیر داشته باشد هنوز مشخص نشده است. سرمایه‌گذار باسواد قادر خواهد بود از سوگیری‌های رفتاری اجتناب ورزیده و تصمیم‌های مالی مناسب‌تری را اتخاذ کند. لازمه موفقیت سرمایه‌گذاران حقیقی حرفه‌ای در این عرصه، آگاهی از سوگیری‌های رفتاری متداول در بازار و درجه اهمیت آن‌ها و رسیدن به درجه‌ای مناسب از خودکنترلی و خویشتن‌داری در قبال فضای معاملاتی هیجانی است. روی هم رفته، وقتی افراد در موقعیت تصمیم‌گیری پیچیده قرار می‌گیرند، به دلیل توجه به راه‌حل‌های سریع ذهنی، می‌توان تصمیم‌هایی گرفت که به آن توجه نمی‌شود. نکته کلیدی که در رفتار وجود دارد این است که افراد در جوامع گوناگون به دلیل تاریخچه تکاملی مشترکشان مستعد تکیه بر رفتارهای غیرمنطقی یکسان و متعاقباً جانب‌دارانه هستند. خطاها و سوگیری‌ها در تصمیم‌هایی رخ می‌دهد که آگاهی از آنها برای سرمایه‌گذاران مفید است. این سوگیری‌ها بخاطر علاقه به روش‌های آسانتر و تأکید بر خبرگی، ظن و حساب کتاب غیردقیق و در حقیقت تفاوت با آنچه واقعیت دارد رخ می‌دهد. اگرچه بعضاً این سوگیری‌ها نتایج دلخواه را دربر دارند، اما احتمال رخ دادن نتیجه‌های منفی بر اثر آنها بیش‌تر است. به همین دلیل استفاده از استراتژی‌های مالی برای سرمایه‌گذاری کردن با بازده موردنظر و تأمین مالی درخور، نقش بسزایی در رشد سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی دارد (طاهری و همکاران، ۱۴۰۱).

نتایج پژوهش انجام شده در ارتباط با سوگیری‌های رفتاری نشان می‌دهد که این سوگیری‌ها هم در میان سرمایه‌گذاران بازارهای پیشرفته و هم بازارهایی که تازه بوجود آمده‌اند با درجاتی گوناگون وجود دارد و این سوگیری‌ها می‌توانند کارکرد سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد. گرچه میزان رخ دادن این سوگیری‌ها و اثر گذاشتن آن‌ها بر کارکرد افراد در بازارهای متفاوت فرق می‌کند. در بسیاری از موارد می‌توان بر اساس نظریه اثرگذاری توضیح داد که تجربه اولیه فرد در زندگی، چه اثری بر تصمیم‌گیری دارد که این نظریه تأثیر را بر حسب تمایل فرد به تحت تأثیر قرار گرفتن از تجربه خود و توسعه برخی ویژگی‌های شخصیتی تازه در دوره حیاتی حساسیت تعریف می‌کند. دوره حساسیت معمولاً در آغاز کار تازه فرد اتفاق می‌افتد. خلاء پژوهشی نشان داده است که در دوره‌های انتقال بسیاری از مشاغل، از جمله دانشمندان، متخصصان مالی و سرمایه‌گذاران، پدیده نقش‌پذیری به گونه گسترده وجود دارد. در ضمن، پژوهشگران در زمینه امور مالی رفتاری، شواهد قوی ارائه کردند که اثرات تجربه افراد از شرایط اقتصادی بر تصمیم‌گیری متعاقب‌شان را نشان می‌دهد. مدیران شرکت که کار خود را در طول دوره رکود اقتصاد کلان آغاز کرده‌اند، بیش‌تر در معرض اتخاذ تصمیم‌های عملیاتی محافظه‌کارانه قرار دارند. حسابرسی‌ها که رکود اقتصادی را در ابتدای حرفه خود تجربه می‌کنند، تمایل به صدور یک نظر حسابرسی اصلاح شده دارند که تمایل به ریسک‌گریزی در فرآیند تصمیم‌گیری آن‌ها را نیز نشان می‌دهد. در ضمن مدیران صندوق که در طول رکود اقتصادی وارد بازار کار شده‌اند، توانایی بهتری برای انتخاب سهام دارند زیرا آن‌ها قضاوت بهتری در مورد تغییرات چرخه کسب و کار در طول دوره‌های اولیه شغلی خود دارند. از دیگر اهمیت نتایج این پژوهش عوامل تعیین‌کننده اثر تمایلی را بررسی کردند که یکی از مهم‌ترین و قوی‌ترین سوگیری‌های تجاری سرمایه‌گذاران خرد بشمار می‌رود. بیش‌تر مطالعات موجود، اثر تمایلی را براساس نظریه چشم انداز، حسابداری ذهنی و افسوس‌گریزی توضیح می‌دهند. این مطالعه به این امر مهم می‌رسد که هم ویژگی‌های فردی و هم عوامل محیطی خارجی بر تمایل سرمایه‌گذاران خرد تأثیر می‌گذارند. به عنوان مثال در میان سرمایه‌گذاران زن، اثر تمایلی شایع‌تر است زیرا آن‌ها ریسک‌گریز تر از سرمایه‌گذاران مرد هستند و مردان تمایل دارند در تصمیم‌گیری خود بیش از حد اعتماد به نفس داشته باشند. سرمایه‌گذاران جوان در مقایسه با سرمایه‌گذاران مسن اثر تمایلی کم‌تر را نشان می‌دهند. در ضمن سرمایه‌گذارانی با درآمد بالاتر، سابقه تحصیلی بهتر، تجربه تجاری بیش‌تر و مشاغل مربوط به امور مالی، دارای اثر تمایلی ضعیف‌تری هستند، با توجه به نتایج پیشنهاد زیر در این پژوهش مطرح می‌شود:

<sup>۱</sup>. Son & Park

پیشنهاد می‌شود در تعیین تامین مالی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و بررسی عملکرد مالی رشد شرکت آنها فرصت‌های رشد موجود در بازه‌های زمانی گوناگون را در نظر می‌گیرند تا میزان سود را با توجه به اندازه هیئت مدیره افزایش و میزان ضرر کاهش دهند، این امر موجب تنظیم بازده دارایی در شرکت‌ها می‌شود و نیز پیشنهاد می‌شود مدیران مالی براساس عامل‌های ترکیب ساختار هیئت مدیره، رشد شرکت و اعمال اصلاحات سازمانی بر روند رشد دارایی تامین مالی در ایجاد نظام مالی در حوزه‌ی مکانیزاسیون سوددهی موجب افزایش بهره‌وری شرکت‌ها شده است و همچنین، پیشنهاد می‌شود در ملاحظات خود ساختار تامین مالی بازار سرمایه‌گذاران خرد را مورد توجه قرار دهند زیرا با بهبود رشد شرکت ساختار مالکیت هم متمکزتر می‌شود. لذا، کنترل شرکت در دست عده معدودی قرار می‌گیرد.

### منابع

آریایی نژاد، زهرا، و غلامی، رضا. (۱۴۰۱). بررسی رابطه میان معاملات سرمایه‌گذاران خرد و نقد شوندگی بازار سهام در بازه زمانی گوناگون، سومین کنفرانس بین‌المللی چالش‌ها و راهکارهای نوین در مهندسی صنایع، مدیریت و حسابداری، چابهار. پناهی، بلال، فتحی، محمد رضا، مهدیه نجف‌آبادی، علی، و رضی محب سراج، سمیه. (۱۴۰۱). بررسی الگوی ارتباطی بین رفتارهای گذشته و سواد مالی با قصد سرمایه‌گذاری خرد در زمان ورود بازار سهام با نقش میانجی متغیرهای فردی، مجله توسعه و سرمایه، ۷(۲)، ۱۸۹-۱۷۳.

جمشیدی، حبیب‌الله، و صیادی. (۱۳۹۸). بررسی استنباط اخلاقی در فرآیند تصمیم‌گیری اخلاقی حسابداران حرفه‌ای، هشتمین کنفرانس بین‌المللی علوم مدیریت و حسابداران، همدان.

خاکی، غلامرضا. (۱۳۹۷). روش تحقیق با رویکردی به پایان‌نامه نویسی، نتهران: بازتاب فوژان.

دیزجی، منیره، حاجی پور، اعظم، (۱۴۰۱)، درآمد‌های نفتی، نرخ ارز و سرمایه‌گذاری خرد در زمان بازار سهام در ایران: شواهدی از الگوی مارکوف سوئیچینگ، دو فصلنامه علمی مطالعات و سیاست‌های اقتصادی، ۹(۱)، ۲۴۳-۲۲۰.

سلیمانی مارشک، مجتبی، هاشمی، سیدعباس، و صمدی، سعید. (۱۳۹۹). سرمایه‌گذاری صنعت پایه و سرمایه‌گذاران خرد، فصلنامه تحقیقات مالی، ۱۹(۴)، ۵۷۸-۵۵۷.

طاهری، امیرحسین، بکائی، نرجس خاتون، و مرادی، روح‌الله. (۱۴۰۱). بررسی دانش مالی رفتاری و شناسایی رابطه بین مولفه‌های مالی رفتاری و عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی، نخستین کنفرانس بین‌المللی و دومین کنفرانس ملی یافته‌های نوین در مدیریت، روانشناسی و حسابداری، تهران.

نوروزنژاد، زهره، و دهقان اشکدری، مهدی. (۱۳۹۹). نقش عوامل کارکردی بر رفتار سرمایه‌گذاران خرد در بورس اوراق بهادار <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2017.1>

- Ali, A., & Ramakrishnan, S. (2022). Financial development and natural resources. Is there a stock market resource curse? *Resources Policy*, (75), 102457.
- Anderu, K. S. (2020). Capital market and economic growth in Nigeria. *Jurnal Perspektif Pembiayaan dan Pembangunan Daerah*, 8(3), 295-310.
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593-1636.
- Barberis, N., & Xiong, W. (2019). What drives the disposition effect? An analysis of a long-standing preference-based explanation. *Journal of Finance*, 64(2), 751-784.
- 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, André and Limbach, Peter and Rau, P. Raghavendra and Schürmann, Henrik, Till Death (or Divorce) Do Us Part: Early-Life Family Disruption and Investment Behavior (January 12, 2021). *Journal of Banking and Finance*, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3764536> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3764536>
- Breitmayer, B., Hasso, T., & Pelster, M. (2019). Culture and the disposition effect. *Economics Letters*, 184, Article 108653.
- Chen, D., Wang, F., & Xing, C. (2021). Financial reporting fraud and CEO payperformance incentives. *Journal of Management Science and Engineering*, 197-210. DOI:10.1016/j.jmse.2020.07.001

- Covel, E.O. Winne, R.L. (2019). Measuring the disposition effect. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 29, Article 100468. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100468>
- Harmaline, A. (2019). The disposition effect and underreaction to news. *The Journal of Finance*, 61(4), 2017–2046.
- Heimer, R. (2016). Peer pressure: Social interaction and the disposition effect. *Review of*, 25(2), 325–364
- Hirshleifer, A.M. Lourie, B.N. Ruchti, K.L. & Truong, O.T. (2021). Asymmetric volatility spillover between oil-importing and oil-exporting countries' economic policy uncertainty and China's energy sector. *International Review of Financial Analysis*, 75, Article 101739.
- jfineco. 2004.01.004 Ma, Y., Wang, Z., & He, F. (2022). Do Economic Policy Uncertainties Affect Stock Market Volatility? -Evidence from G7 countries. *International Journal of Finance & Economics*, (27), 2303–2325.
- Lee, J. S., Yen, P. H., & Chan, K. C. (2022). Market states and disposition effect: Evidence from Taiwan mutual fund investors. *Applied Economics*, 45(10), 1331–1342.
- Lerner, J. S., & Keltner, D. (2001). Fear, anger, and risk. *Journal of Personality and Social Psychology*, 81(1), 146. <https://doi.org/10.1037/0022-3514.81.1.146>
- 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. (2021). 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.
- Palinin, C.Y., & Keloharju, M (2010). How distance, language, and culture influence stockholdings and trades. *The Journal of Finance*, 56(3), 1053–1073.
- qje/qjw024. Advance Barber, B. M., & Odean, T. (2000). Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *The Journal of Finance*, 55(2), 773–806.
- Rahayu, Costa Jr, N., Mineto, C., & Da Silva, S. (2021). Disposition effect and gender. *Applied Economics Letters*, 15, 411–416.
- Rash, D. M. (2020). Bayes rule as a descriptive model: The representativeness heuristic. *The Quarterly Journal of Economics*, 95(3), 537.
- SHa, R. A., Esmail, R. P., Steele, C. M., & Nisbett, R. E. (2021). Protecting the self from the negative consequences of risky decisions. *Journal of Personality and Social Psychology*, 62(1), 26–37.
- Sven, A., Park, G., & Wright, D. (2018). Investor characteristics and the disposition effect. *Pacific-Basin Finance Journal*, (31), 1–12.
- Tinn, Katrin, Everyone is a Stock Trader Now: Retail Investors and Covid-19. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4958191> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4958191>

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی



## Examining the Time of Entry into the Stock Market and the Effect of the Desire of Small Investors of Companies Admitted to the Stock Exchange

Seyed Farzad Hashemi<sup>1\*</sup>, Mohammad Karbalaei<sup>2</sup>

Article Info	Abstract
<b>Article type:</b> Research Article	The purpose of this study was to investigate the timing of retail investors entering the stock market and the effect of retail investor inclination. The main focus of the study is on how psychological characteristics and initial market conditions affect the behavior of these investors. Method: For this study, a unique dataset including account-level transaction records from a large brokerage firm was used. The statistical sample included 109 companies listed on the Tehran Stock Exchange between 2019 and 2021. Data analysis was performed using EViews10 software, and in addition to separate regression analysis for each independent variable, a general regression was also performed to examine the simultaneous effect of the variables on the dependent variable. Findings: The research findings showed that retail investors tend to enter the market in periods with lower returns, more negative market sentiment, higher volatility, and greater economic policy uncertainty. Also, the inclination effect is significantly stronger in these conditions. The findings suggest that greater market volatility, as an indicator of perceived risk, plays an important role in investors' decision-making.
<b>Keywords</b>	Stock market, retail investors, investment risk

**Publisher:** Islamic Azad University Qods Branch

**Corresponding Author:** Seyed Farzad Hashemi

**Email:** Farzadhashemi@yahoo.com

1. Assistant Professor, Department of Management, Islamic Azad University, Shahr-e-Quds Branch, Iran (Corresponding Author)

2. Master's degree student, Department of Management, Islamic Azad University, Shahr-e-Quds Branch, Iran



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی