

The Effect of Investors' Behavioral Trends in Explaining the Added Value Created Based on the Volume of Transactions in Investment Funds¹

Zahra Fakhimi², Majid Zanjirdar³, Nadia Keyvan⁴

Received: 2023/01/15

Accepted: 2023/05/30

Research Paper

Abstract

The purpose of this research is to investigate the effect of investors' behavioral trends in explaining the added value created based on the volume of transactions in investment funds accepted in the Tehran Stock Exchange. This research was applied and with the geographical scope of investment funds accepted in the Tehran Stock Exchange and the temporal scope of the years between 1392 and 1396. The research data was collected by referring to the financial statements, explanatory notes and the stock exchange monthly. In order to describe and summarize the data, descriptive and inferential statistics and to confirm and reject the hypotheses, the multivariate regression test was used in the Eviuse software environment. The factors of investors' behavioral trends including optimism, pessimism and positive and negative tendencies of investors; trading value of investors; The net trading flow of investors and the share of trading volume of investors have an effect in explaining the added value created based on the volume of transactions in investment funds. The results of this research are aimed at confirming the assumptions of behavioral finance theories in general and emotional and cognitive bias in particular. These results, in addition to increasing the knowledge of investors and capital market researchers, can help to identify other factors that have the ability to explain the changes in added value created based on the volume of transactions in investment funds.

Key Words: Behavioral Risk, Added Value Created Based on Transaction Volume, Mutual Fund.

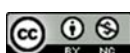
JEL Classification: D91, E21, E22, G11, G12, G23, G41.

1. doi: 10.22034/JSE.2021.11525.1660

2. M.Sc. Department of Accounting, Arak Branch, Islamic Azad University, Arak, Iran. (z.fakhimi213@gmail.com).

3. Associate Professor, Department of Financial Management, Arak Branch, Islamic Azad University, Arak, Iran. (Corresponding Author). (m-zanjirdar@iau-arak.ac.ir).

4. Ph.D. Student, Department of Financial Engineering, Arak Branch, Islamic Azad University, Arak, Iran. (Na.keyvan@yahoo.com).





سازمان بورس و اوراق بهادار، مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی

فصلنامه بورس و اوراق بهادار، سال شانزدهم، شماره ۶۲، تابستان ۱۴۰۲، صص ۵۲-۲۵

تأثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری^۱

زهرا فخمی^۲، مجید زنجیردار^۳، نادیا کیوان^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۰/۲۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۳/۰۹

مقاله پژوهشی

چکیده

هدف این پژوهش بررسی تأثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش کاربردی و با قلمرو مکانی صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سالهای بین ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۶ بوده است. جمع‌آوری داده‌های پژوهش با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار صورت پذیرفت. به منظور توصیف و تلخیص داده‌ها از آمار توصیفی و استنباطی و برای تأیید و رد فرضیه‌ها، از آزمون رگرسیون چند متغیره در محیط نرم‌افزار ایویوز استفاده شد. فاکتورهای تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران مشتمل بر خوش‌بینی، بدبینی و تمایلات مثبت و منفی سرمایه‌گذاران؛ ارزش معاملاتی سرمایه‌گذاران؛ جریان تجاری خالص سرمایه‌گذاران و سهم حجم تجاری سرمایه‌گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر گذارند. نتایج این پژوهش در راستای تأیید مفروضات تئوری‌های مالی رفتاری بطور عام و سوگیری احساسی و شناختی بطور خاص می‌باشد. این نتایج، علاوه بر افزایش دانش سرمایه‌گذاران و پژوهشگران بازار سرمایه، می‌تواند به شناسایی سایر عواملی که از توانایی توضیح دادن تغییرات ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری برخوردارند، کمک کند.

واژه‌های کلیدی: تورش رفتاری، ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات، صندوق سرمایه‌گذاری مشترک.

طبقه‌بندی موضوعی: G41، G23، G12، G11، E22، E21، D91

doi: 10.22034/JSE.2021.11525.1660

۲. کارشناس ارشد، گروه حسابداری، واحد اراک، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک، ایران. (z.fakhimi213@gmail.com).

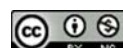
۳. دانشیار، گروه مدیریت مالی، واحد اراک، دانشگاه آزاد اسلامی، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک، ایران. (نویسنده مسئول). (m-zanjirdar@iau-arak.ac.ir).

۴. دانشجوی دکتری، گروه مهندسی مالی، واحد اراک، دانشگاه آزاد اسلامی، اراک، ایران. (Na.keyvan@yahoo.com).

حق انتشار این مستند، متعلق به نویسندگان آن است. © ۱۴۰۲. ناشر این مقاله، سازمان بورس و اوراق بهادار است.

این مقاله تحت گواهی زیر منتشر شده و هر نوع استفاده غیرتجاری از آن مشروط بر استناد صحیح به مقاله و با

رعایت شرایط مندرج در آدرس زیر مجاز است.



Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International license

(https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/)

مقدمه

تصمیم‌های مالی مردم روز به روز پیچیده‌تر و پرمخاطره‌تر می‌شود: در حالیکه نتایج این تصمیم‌ها بر شیوه زندگی مردم بسیار مؤثر است (جلیوند و رستمی نوروزآباد، رحمانی، ۱۳۹۵: ۹۷). از این رو، پژوهشگران بررسی‌های زیادی را در خصوص رفتارهای سرمایه‌گذاران به عمل آوردند. این پژوهشگران، با کشف بی‌قاعدگی‌های بازار و وجود احساسات انسانی در فرآیند تصمیم‌گیری نشان داده‌اند روانشناسی در تصمیم‌گیری مالی نقش مهمی ایفا می‌کند (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۸۹: ۵۷۵). زیربنای اساسی این دانش، انسان و پیچیدگی‌های ذاتی، رفتاری و شخصیتی است که در چارچوبی علمی، مورد پژوهش قرار گرفته است (مرادی، ۱۳۹۶: ۱۱). مکتب مالی رفتاری که از تلفیق روانشناسی و مالی بوجود آمده است (اسلامی بیدگلی و کردلویی، ۱۳۸۹: ۲۱)، مطالعه نحوه تحلیل و تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری آگاهانه است (خواجوی و قاسمی، ۱۳۸۴: ۵۶). از سال ۱۹۸۰ با مطرح شدن ادبیات مالی رفتاری، فرض منطقی بودن سرمایه‌گذاران و اعتقاد به کارا بودن بازارهای سهام مورد انتقاد قرار گرفته است (تقی‌زاده و پورربی، ۱۳۹۳: ۱). ظهور مالی رفتاری، تمامی مبانی مالی عقلایی را بهم ریخت (خواجوی و فتاحی نافچی، ۱۳۹۲: ۲۵). مالی رفتاری پارادایمی است که با توجه به آن، بازارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که دو فرض اصلی پارادایم سنتی: بیشینه‌سازی مطلوبیت مورد انتظار و عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد و در تلاش برای تفسیر رفتار سرمایه‌گذاران از منظر روان‌شناختی می‌باشد (زنجیردار، موسوی، صابری، ۱۳۹۳: ۲۰۸). به گفته رابرت اولسن در تلاش است که کاربرد فرایندهای تصمیم‌گیری روانشناسی را در شناخت و پیش‌بینی بازارهای مالی نشان دهد (دارابی، چناری بوکت، ولی‌خانی، ۱۳۹۵: ۲). تئوری‌های مالی، به این نکته پرداخته‌اند که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران، تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارند، بلکه عوامل دیگری نیز تأثیر به سزایی در رفتار آن‌ها دارند (باغدار ارم، ۱۳۹۰: ۲۳). همواره، رفتارهایی مشاهده می‌شود که می‌توانند تأثیر منفی بر بازار بورس بگذارند. شناخت این رفتارها که به تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران معروف است، از یکسو می‌تواند به این گروه کمک نماید تا با کنترل آن، بازار سرمایه را از گزند مسائل فردی - رفتاری نجات بخشیده (قنبرلو، ابراهیمی سروعلیا، مرفوع، ۱۳۹۵: ۱۳۲) و از سویی دیگر، این شناسایی باعث تقویت راهبردهای سرمایه‌گذاری و نظارتی در سطح کلان خواهد شد (تاجمیر ریاحی و دژدار، ۱۳۹۶: ۱). سرمایه‌گذاران بر اساس پیش‌بینی بازده آینده، رفتار تجاری خود را تغییر می‌دهند. بنابراین حجم معاملات به منزله یک شاخص خوب برای توصیف واکنش بازار سهام نسبت به تغییر احساسات سرمایه‌گذار است (دهاویی و باچا،

۲۰۱۷). در واقع، حجم معاملات به شکل نامتقارنی نسبت به تجزیه و تحلیل خوش‌بینی و بدبینی واکنش نشان می‌دهد (بیر و گاتمن، ۲۰۱۱، هایز، ۱۹۹۸، جکسون، ۲۰۰۵). در رابطه با تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و تأثیر آن در حوزه‌های مختلف، پژوهش‌های بسیاری صورت گرفته، اما متأسفانه تاکنون موضوع تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران (با تمرکز بر شاخص‌های خوش‌بینی، بدبینی، تمایلات مثبت، تمایلات منفی، ارزش معاملات، جریان تجاری خالص و سهم حجم تجاری)، به منظور توضیح ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار نگرفته است. پیگیری نحوه وقوع این تورش‌ها و شناسایی عوامل تأثیرگذار بر حجم معاملات، علاوه بر توسعه نظریه‌های رفتاری، موجب بهبود مدل‌های تصمیم‌گیری می‌شود. بنابراین پژوهش حاضر به واسطه تجزیه و تحلیل اطلاعات واقعی دریافت شده از بورس اوراق بهادار و بانک مرکزی، بر آنست تا مبادرت به استخراج مواردی نماید که از یک سو سرمایه‌گذاران، سهامداران و مدیران شرکت‌ها با شناخت آنها برای سرمایه‌گذاری هدایت شوند و سهم مورد نظر خود را با اطمینان بیشتری خریداری کنند و از سوی دیگر، پاسخگوی برخی ابهامات پژوهشگران و دانشجویان علاقمند به اجرای پژوهش‌های مشابه و سایر شرکت‌ها و سازمان‌ها در این زمینه باشد.

مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

مبانی نظری

تبیین تورش‌های رفتاری، از جمله مسائل روز ادبیات سرمایه‌گذاری است. هر چند مدل‌های کلاسیک سرمایه‌گذاری کماکان از مقبولیت برخوردارند، اما توسعه ادبیات مالی رفتاری منجر به توسعه پژوهش‌ها در زمینه شناسایی رفتار سرمایه‌گذاران شده است.

۱- مالی رفتاری

هنگامی که نظریه‌های نوین مالی به پیشرفت‌های کنونی دست نیافته بود، برخی از اقتصاددانان مانند آدام اسمیت، ایروینگ فیشر^۱، جان مینارد کینز^۲ و هری مارکویتز، عقیده داشتند که پدیده‌های مربوط به روانشناسی فردی، قیمت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند (راعی و

1. Irving Fisher

2. John Maynard Keynes

فلاح‌پور، ۱۳۸۳: ۷۸). از این رو می‌توان گفت، پیشینه مالی رفتاری کمابیش به اوایل دهه هفتاد باز می‌گردد (فرازیانی، ۱۳۹۷: ۴۶). اما مطالعات در این زمینه از دهه ۸۰ در ادبیات مالی مطرح شد (رهنمای رودپشتی و تاجمیر ریاحی، ۱۳۹۳: ۲). تئوری‌های مالی در چند دهه اخیر دارای دو رویکرد متفاوت بوده‌اند. رویکرد اول، رویکرد نئوکلاسیک و فرض اساسی آن کارایی بازار و عقلایی رفتار کردن سرمایه‌گذاران است. این رویکرد با مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و نظریه بازار کارا و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای میان‌مدت و نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژی در دهه ۷۰ آغاز شد. با گذشت زمان، محققان متوجه نابسامانی‌هایی در بازارهای مالی شدند که با استفاده از تئوری‌های بازار کارا قابل توجیه نبود. همین امر موجب ظهور انقلاب رفتاری در مباحث مالی با مقاله کانمن و تورسکی در سال ۱۹۷۹ شد (برجی دولت‌آباد، ۱۳۸۷: ۳۲). برپایه این رویکرد، مالی رفتاری به نظریه‌پردازان مالی گوشزد می‌کند که در کنار سایر متغیرها، رفتار انسان را نیز در نظر بگیرند (فلاح‌پور و عبداللهی، ۱۳۹۰: ۱۰۰).

۲- تورش رفتاری

بنابر ادبیات مالی رفتاری، سرمایه‌گذاران تحت تأثیر سوگیری‌های رفتاری هستند. این امر در تصمیمات مالی آنها تأثیرگذار است (سیف‌اللهی، کردلوئی، دشتی، ۱۳۹۴: ۳۳). اگر چه محققین از رویکردهای متفاوتی برای توسعه مدل خود استفاده نموده‌اند، اما تمام آنها فرض بر غیرعقلایی بودن برخی تصمیم‌های سرمایه‌گذاران دارند (لیانگ، ۲۰۱۶). متخصصان مالیه رفتاری، طبقه‌بندی‌های متفاوتی از تورش‌های رفتاری ارائه کردند که در زیر به برخی از آنها اشاره می‌شود:

جدول ۱. تورش‌های رفتاری مطرح شده از سوی پژوهشگران و متخصصان مالیه رفتاری

پژوهشگر/پژوهشگران	عنوان تورش	توضیحات
فستینگر (۱۹۵۷)	سازگارگرایی	اغلب انسانها تلاش می‌کنند از موقعیت‌های ناسازگار پرهیزند.
کانمن، اسلوویک و تورسکی (۱۹۸۲)	نماگری	سرمایه‌گذاری در شرکتی خاص از طریق قرار دادن آن در یک طبقه‌بندی آشنا و قابل درک.
کانمن و تورسکی (۱۹۸۴)	شکل‌گرایی	تصمیم‌گیرندگان به یک موقعیت خاص بر اساس نحوه ارائه آن واکنش‌های متفاوتی را نشان می‌دهند.

پژوهشگر/پژوهشگران	عنوان تورش	توضیحات
استمن و شفرین (۱۹۸۴)	پشیمان‌گریزی	گریز از احساس تأسف و پرهیز از اقدامات قاطعانه بگونه‌ای که مدت‌ها به موقعیت‌های سرمایه‌گذاری زیان‌ده خود وفادار باقی می‌مانند.
کانمن، نتش و تالر (۱۹۹۱)	دگرگون‌گریزی	چپش بدیل‌های انتخاب بگونه‌ای که فرد مجبور به انتخابی شو که شرایط فعلی و وضع موجود را تایید کند.
بنارتزی و تالر (۱۹۹۵)	زیان‌گریزی	تمایل افراد به پرهیز از زیان، بیشتر از کشش به کسب سود است.
استمن و فیشر (۲۰۰۰)	باور‌گرایی	هر آنچه را که با نظرات ما در تضاد است بی‌اهمیت جلوه می‌کند.
کلارک و استمن (۲۰۰۰) باربر و اودین (۲۰۰۱)	فرا‌اعتمادی	سرمایه‌گذاران به توانایی خود در پیش‌بینی بیش از حد اعتماد دارند.
دان (۱۹۸۹)، گرویس و اودین (۲۰۰۱)	خود‌اسنادی	افراد شکست‌های خود را به عوامل محیطی و موفقیت‌های خود را به عوامل ذاتی نسبت می‌دهند.
مانتیر (۲۰۰۲)	دیر‌پذیری	سرمایه‌گذار به اطلاعات جدید کمتر یا بیشتر از حد انتظار واکنش نشان داده و تصورات قبلی خود را حفظ می‌کند.
دی‌ورز، چرج، چارپت و آکرت (۲۰۰۳)	حساب‌انگاری	تمایل افراد به کدگذاری، طبقه‌بندی و ارزیابی پیامدهای اقتصادی از طریق گروه‌بندی امتیازات آن‌ها در مجموعه‌ای از حساب‌های ذهنی
لیست (۲۰۰۳)	داشته بیش‌نگری	افراد زمانی که از حق مالکیت یک دارایی برخوردار هستند ارزش بیشتری برای آن قائل هستند.
مانتیر (۲۰۰۳)	تازه‌گرایی	افراد وقایع گذشته را به یاد آورده و بر آنها تمرکز دارند.
سانتا کلارا و والکانوف (۲۰۰۳)	آشنا‌گرایی	افراد غالباً بطور ناخودآگاه فرض می‌کنند که تفکرات در دسترس‌تر، نشانگرهای غیرسوگیرانه‌ای از احتمالات آماری ارائه می‌دهد.
گراهام، هاروی و هانگ (۲۰۰۳)	ابهام‌گریزی	انسانها در مواجه با توزیع احتمال نامعلوم تمایلی به پذیرش ریسک ندارند و در موقعیت‌های مبهم دچار تردید می‌شوند.
فلنر (۲۰۰۴)	توان‌پنداری	انتظار موفقیتی که احتمال وقوع آن بالاتر از احتمال عینی آنست.
بنارتزی و تالر (۲۰۰۴)	کوتاه‌نگری	افراد را بر می‌انگیزاند که بجای پس‌انداز برای فردا، امروز خرج کنند.
لوت‌جی و من‌هاف (۲۰۰۴)	بهینه‌بینی	سرمایه‌گذاران تمایل دارند در مورد بازارها، اقتصاد و پتانسیل‌های عملکرد مطلوب سرمایه‌گذاری خود بیش از اندازه بهینه بیندیشند.
کوپر، گوئیرز و مارکیوم (۲۰۰۵)	رویداد‌گرایی	از قبل قابل پیش‌بینی توصیف کردن یک رویداد در جهت تقلیل شرمساری بوجود آمده و غافلگیر شدن در اتخاذ تصمیمی ناخوشایند.
شهرآبادی (۱۳۸۶)	خودفربیی	اعتماد بیش از حد به دانش و توانایی‌ها
	روش‌های ابتکاری	یکسری قواعد سرانگشتی که موجب سهولت در فرآیند تصمیم‌گیری می‌شود و همواره به تصمیم‌گیری صحیح منجر نخواهد شد.
	تعامل اجتماعی	اشخاص تمایل دارند در تصمیم‌گیری‌هایشان با دیگران هم‌نوا شوند.

پژوهشگر/پژوهشگران	عنوان تورش	توضیحات
کانمن و ریپ	قضائوتی	خطای اطمینان بیش از حد، خطای خوش بینی و بدبینی، خطای پس‌بینی، خطای واکنش افراطی به وقایع تصادفی
	ترجیحی	خطای توزین غیرخطی احتمالات، خطای ابهام در تغییرات ارزش، خطای استفاده از قیمت خرید بعنوان نقطه مرجع، خطای تمایل به دیدگاه کوتاه‌مدت، خطای جذابیت در شرط‌بندی، خطای تمایل به تکرار ریسک و شرط‌بندی، خطای چارچوب‌گرایی بسته
	حاصل از نتایج تصمیم	خطای پشیمان‌گزینی، خطای ضرر و زیان‌گزینی
جعفری و دولتی	رفتارهای مکاشفه‌ای	نظریه انتظارات، زیان‌گزینی، تورش وضع موجود، سفسطه قماربازان، تورش خودخدمتی، توهم پولی
	قالب‌بندی	قالب‌بندی شناختی، حسابداری ذهنی، ثابت‌سازی
	رفتار اقتصادی	اثر سوء جای‌گیری، اثر وقفی، مقابله به مثل، مصرف زمانی، ترجیحات با خطای محدودیت در زمان، سرمایه‌گذاری لحظه‌ای، اشتیاق و هراس، غریزه گله‌ای، سفسطه هزینه‌های واقع شده
	قیمت و بازده بازار	معمای صرف صاحبان سهام، فرضیه دست‌مزد کارا، چسبندگی قیمت حدود آریترائز، معمای سود تقسیمی، اثر تقویمی، پهن‌دنباله‌ها
پمپین	شناختی	خطای اطمینان بیش از حد، خطای دسترسی، خطای محافظه‌کاری، خطای حسابداری ذهنی، خطای پس‌بینی، خطای ناهماهنگی شناختی، خطای تأیید و تصدیق، خطای خود اسنادی، خطای ابهام‌گزینی، خطای تازه‌گرایی، خطای چهارچوب‌گرایی، خطای نمایندگی، خطای تکیه کردن و سازش، خطای توهم کنترل
	عاطفی	خطای خودکنترلی، خطای خوش‌بینی و بدبینی، خطای پشیمان‌گزینی، خطای زیان‌گزینی، خطای بخشش، خطای وضع موجود

(رهنمای رودپشتی و تاجمیر ریاحی، ۱۳۹۳: ۱۱۸-۱۱۶)

۳- ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم مبادلات

پارادایم نوین ارزش‌آفرینی بهترین ملاک و معیار برای سهامداران در عرصه سرمایه‌گذاری است. زیرا با این معیار از تمامی ابعاد می‌توان ارزش ایجاد شده سهامداران را با هدف حداکثرسازی ثروت و بالا بردن نرخ بازده برای آنان مدیریت کرد (رهنمای رودپشتی و محمودی، ۱۳۸۹: ۷۰). در مباحث مربوط به بازار سرمایه می‌توان از این معیار در قالب ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات، بهره جست. ارزش افزوده بر اساس حجم معاملات، شدت تغییرات دیدگاه‌های سرمایه‌گذاران را انعکاس می‌دهد و بیانگر درصد سهام معامله شده

روزانه حول اعلان سود هر سهم سالانه است (اپل، ۲۰۰۷). در این پژوهش منظور از ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات، اختلاف ریالی معاملات انجام شده توسط صندوق‌های سرمایه‌گذاری، طی دوره است (قالیباغی اصل، ۱۳۹۲: ۱۳۴).

۴- صندوق سرمایه‌گذاری

سرمایه هسته اصلی توسعه اقتصادی است. دستیابی به رشد بلندمدت و مداوم اقتصادی، نیازمند تجهیز و تخصیص بهینه منابع در سطح اقتصاد ملی است و این مهم بدون کمک بازارهای مالی، بویژه بازار سرمایه گسترده و کارآمد امکان‌پذیر نیست (سلیمانی امیری و عابد، ۱۳۹۲: ۲۲). در میان سناریوهای مالی، سرمایه‌گذاری در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بعنوان یکی از معروف‌ترین استراتژی‌های مالی مطرح است (چانگ، لین، لین، چیانگ، ۲۰۱۰). این صندوق‌ها، مجموعه‌ای از وجوه سرمایه‌گذاران را جمع‌آوری کرده و اقدام به خرید اوراق بهادار گوناگون طبق اساسنامه و امیدنامه صندوق می‌کند و امکان مدیریت حرفه‌ای و متنوع‌سازی مناسب را فراهم می‌آورد (مرادزاده فرد، حسین‌پور، مولایی‌نژاد، ۱۳۹۴: ۸۰). در واقع، صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک تمایل دارند از طریق مزایای تنوع‌بخشی، مدیریت حرفه‌ای، نقدشوندگی و صرفه‌جویی نسبت به مقیاس، سرمایه‌گذاران را جذب کنند (جباری، صالحی صدقیانی، امیری، ۱۳۹۱: ۲).

در پژوهش‌های پیشین به طور مجزا به بررسی تأثیر تورش‌های رفتاری (مؤلفه‌های روانشناسی) سرمایه‌گذاران پرداخته شده است. حال در زیر به گزیده‌ای از این پژوهش‌ها اشاره خواهد شد:

- لشکری و مرتاضی (۱۳۹۰)، در قالب پژوهشی اقدام به «بررسی نظریه مالی رفتاری و تأثیر آن بر حجم سرمایه‌گذاری افراد در بورس اوراق بهادار تهران»، کردند. آنها با در نظر گرفتن مؤلفه‌های عوامل بیوریتمی، کسب پرستیژ سهامدار بودن، میزان اعتماد به نفس، منطق افراد، دریافتند که حجم سرمایه‌گذاری با اعتماد به نفس افراد رابطه مستقیم و با منطق افراد رابطه عکس دارد. یعنی افراد همیشه کاملاً عقلایی عمل نمی‌کنند.

- حیدرپور، تاری وردی و محرابی (۱۳۹۰)، به «بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام» پرداختند. نتایج این پژوهش نشانگر وجود رابطه مثبت و معنی‌دار گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی است.

- صمدی، سهرابی و خزائی (۱۳۹۱)، در پژوهشی به «شناسایی سوگیری‌های رفتاری تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری سهامداران فردی در خرید و فروش سهام در تالار بورس منطقه‌ای همدان» پرداختند. یافته‌های پژوهش بیانگر آن است که سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌گیری سهامداران فردی در خرید و فروش سهام تأثیرگذار است. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سهامداران در تصمیم‌گیری برای خرید و فروش سهام خود به ترتیب دچار سوگیری‌های نمایندگی، لنگر انداختن، واکنش بیش از حد، اعتماد بیش از اندازه، دنباله‌روی از جمع، توجه بیش از حد به شایعات، واکنش کمتر از حد شده‌اند.
- خشنود، وکیلی فرد و فروغ‌نژاد (۱۳۹۲)، در پژوهشی به «ارزیابی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با روش فرایند تحلیل شبکه‌ای» پرداختند. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران در ۴۰ درصد رفتارها و تصمیمات خرید و فروش سهام، رفتار توده‌وار دارند و در ۳۳ درصد مواقع فرایند دقیق و تحلیلی را برای تصمیم خرید و فروش سهام انتخاب کرده، همچنین، حدود ۲۲ درصد رفتارهای سرمایه‌گذاران واکنشی و حدود ۵ درصد تصمیمات خرید و فروش سهام آنها شهودی است. بر اساس نتایج دیگر این پژوهش، عوامل مربوط به بازار سهام و آموزش و فرهنگ، بیش از سایر عوامل بر رفتارهای سرمایه‌گذاران مؤثر است.
- حسینی چگنی، حقگو و رحمانی‌نژاد (۱۳۹۳)، «بررسی تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بر مبنای مدل معادلات ساختاری»، را مدنظر قرار دادند. بر اساس نتایج این پژوهش، بین تورش‌های کوتاه‌نگری، بهینه‌بینی، خوداسنادی، توان‌پنداری و دیرپذیری با تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس تهران رابطه معناداری وجود دارد و تورش رفتاری ابهام‌گزینی به صورت معناداری بر سرمایه‌گذاری، تأثیر ندارد.
- ورچندی (۱۳۹۴)، در مقاله‌ای با عنوان «حجم معاملات متأثر از تغییر میزان سهام شناور آزاد»، دریافت که افزایش میزان سهام شناور آزاد، دارای تأثیر معنی‌داری بر حجم معاملات شرکت‌ها است و باعث کاهش حجم معاملات می‌شود.
- عسگری، حاجی حسن معمار و متین مطلق (۱۳۹۴)، در قالب پژوهشی به «بررسی تأثیر گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران بر جریان نقد آزاد، اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سالهای ۱۳۹۲-۱۳۸۸»،

پرداختند. نتایج بیانگر آنست که گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین ارقام تعهدی اختیاری و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

- رفیع‌زاده و برزگر (۱۳۹۵)، در پژوهشی به «بررسی ارتباط بین گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های بورسی» پرداختند. نتایج بیانگر وجود رابطه بین گرایش‌ات احساسی و قیمت‌گذاری کمتر از حد عرضه عمومی اولیه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است.
- میرزایی و همدم (۱۳۹۵)، در پژوهشی به «بررسی تأثیر ارزش افزوده اقتصادی و ارزش افزوده اقتصادی پالایش شده بر حجم معاملات در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» دریافتند که ارتباط مستقیم و معنی‌داری بین ارزش افزوده اقتصادی و پالایش شده با حجم معاملات وجود دارد.
- کشت‌کار طیولا، قلیزاده، آقاچان نشتایی (۱۴۰۲)، در پژوهشی به بررسی «مدلسازی اثرات تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بر قیمت سهام در چارچوب مدل عامل ناهمگن و بهینه‌سازی آن»، پرداختند. نتایج این مطالعه بیانگر آنست که احساسات منفی بازار به عنوان مهمترین عامل رفتاری در توضیح رفتار قیمت سهام در هنگام سقوط بورس اوراق بهادار تهران عمل می‌کند.
- کیم و ها (۲۰۱۰)، در پژوهش‌شان به «بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام» پرداختند. نتایج بیانگر آنست که گرایش‌های احساسی، قیمت سهام شرکت‌های کره‌ای با اندازه کوچک، قیمت سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازاری و درصد مالکیت نهادی را تحت تأثیر قرار می‌دهد و با اضافه کردن شاخص گرایش احساسی به مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای عملکرد مدل را تقویت بخشیده و اثرات اندازه، ارزش و مومنتوم را بهتر توضیح می‌دهد.
- چانگ و همکاران (۲۰۱۰)، از داده‌های هفتگی در دوره ژانویه ۱۹۹۰ تا دسامبر ۲۰۰۴، به منظور نظارت بر تغییرات در احساسات سرمایه‌گذاران در بازار سهام تایوان استفاده کردند. آنها دریافتند که تغییرات در حجم معاملات می‌تواند به عنوان نماینده‌ای برای احساسات سرمایه‌گذاران مطرح شود. آنها استدلال کردند که انحرافات مثبت حجم معاملات جهش احساسات سرمایه‌گذاران را به خوش‌بینی بیشتر نشان می‌دهد.

- دهاویی و خرایف^۱ (۲۰۱۴)، در پژوهشی به «بررسی میزان حساسیت تمایلات تجاری به عقاید خوش‌بینانه و بدبینانه: شواهدی از بورس فرانسه»، پرداختند. در این مقاله شواهدی ارائه شد که نشان داد، احساسات سرمایه‌گذار نقش اساسی در توضیح شدت معاملات و تغییرات روند بازار دارد. یافته‌های تجربی بیانگر آنست که احساسات بدبینانه تأثیر ویژه‌ای در روند بازار مالی فرانسه دارد. همچنین، تأثیر بدبینی بر بازده دارایی بیش از تأثیر خوش‌بینی است. در نهایت، نتایج نشان داد که ترکیب عوامل روانشناختی در مدل‌های کلان مالی منجر به نظارت و کنترل بهتر محرک‌های اصلی بازار می‌شود.
- مارزوکی و ورتینگتون^۲ (۲۰۱۵)، به «مقایسه رابطه بین جریان سرمایه‌گذاری و عملکرد برای صندوق‌های سهام اسلامی و متعارف در مالزی» پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان داده است که سرمایه‌گذاران صندوق اسلامی به اندازه سرمایه‌گذاران صندوق‌های متعارف به عملکرد صندوق و افزایش جریان وجوه نقدی واکنش نشان می‌دهند و عدم تقارن در رابطه بین جریان سرمایه‌گذاری و عملکرد تنها برای سرمایه‌گذاران صندوق اسلامی وجود دارد.
- برگران و لیزارزابورو^۳ (۲۰۱۵)، در پژوهشی به «بررسی تأثیر جریان سرمایه‌گذاری بر عملکرد صندوق» پرداختند، آنها یک رابطه محذب بین عملکرد و جریان سرمایه برای نمونه کلی از سرمایه‌ها پیدا کردند. همچنین، دریافتند که سرمایه‌های نهادی یک رابطه خطی بین عملکرد و جریان سرمایه را نشان می‌دهد.
- رایو، کیم و یانگ (۲۰۱۶)، در پژوهشی با عنوان «تمایلات سرمایه‌گذار، رفتار تجاری و بازده سهام» دریافتند که تمایلات شدید سرمایه‌گذار باعث بازده بالاتر بازار سهام می‌شود. همچنین رفتارهای تجاری سازمانی و فردی به ترتیب تأثیر مثبت و منفی بر بازده سهام دارند و نشان می‌دهد تمایلات نقش مهمی در توضیح بازده بازار سهام دارد.
- دهاویی و باچا (۲۰۱۷)، در پژوهشی به «بررسی تعصبات احساسی سرمایه‌گذار و واکنش نامتقارن به حجم معاملات»، پرداخته‌اند. یافته‌ها نشان داد که در کوتاه‌مدت، نقدینگی بازار سهام بسرعت و بصورت نامتقارن نسبت به تغییرات در اعتماد به نفس کاذب، واکنش نشان می‌دهد در حالیکه خوش‌بینی و بدبینی تأثیر کوتاه‌مدتی بر حجم معاملات دارند.

1. Dhaoui & KHraief

2. Marzuki & Worthington

3. Berggrum & Lizarzaburu

- آندریو، ماتئوس و سارتو (۲۰۱۷) در پژوهشی به «بررسی نقش ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات بر شاخص‌های ارزشیابی صندوق‌های سرمایه‌گذاری» پرداخته‌اند. یافته‌ها بیانگر آن است که، صندوق‌های سرمایه‌گذاری متقابل که بر مبنای معیارهای ارزش‌گذاری معامله می‌کنند، اغلب بهتر از سایر صندوق‌ها، عمل می‌کنند.
 - ژو و نیو (۲۰۱۶) در پژوهشی در کشور چین دریافتند که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع را تغییر می‌دهد، البته این تأثیر در دوره بدبینی و خوش‌بینی سرمایه‌گذاران متفاوت است.
 - یوسوکی^۱ (۲۰۱۷)، در پژوهشی تحت عنوان «تورش‌های رفتاری متفاوت سرمایه‌گذار و نوسانات بازار در بورس توکیو» از سه فاکتور ارزش معاملاتی سرمایه‌گذار، جریان تجاری خالص و سهم حجم تجاری بعنوان شاخص‌های تورش رفتاری استفاده کرد. نتایج بیانگر آنست که جریان تجارت سرمایه‌گذاران خارجی با نوسانات پس از آن در ارتباط است.
 - ریگر، وانگ، هوآنگ، شو (۲۰۲۲)، به بررسی «شواهد میدانی در مورد عوامل اصلی تورش‌های رفتاری»، پرداختند. آنها نه تورش رفتاری را در سه طبقه (بروزرسانی باور، خودقضاوتی و ارزش‌گذاری)، مورد مطالعه قرار دادند. نتایج بیانگر آنست که بازتاب شناختی تمایل به سوگیری‌های بروزرسانی باورها را کاهش می‌دهد، در حالی که عاطفه، به ویژه عاطفه منفی، سوگیری‌های خودقضاوتی را افزایش می‌دهد.
 - کاهیا، اکینجی (۲۰۲۲)، در پژوهشی تحت عنوان «سوگیری تمایل در بین سرمایه‌گذاران بورس استانبول: ما در مورد نوع، اندازه و فراوانی معاملات چه می‌دانیم؟»، بیان کردند که همه سرمایه‌گذاران از خود سوگیری نشان می‌دهند. اما بسامد معاملات مرتبط‌ترین ویژگی سرمایه‌گذاران با سوگیری تمایل است.
- در هر بررسی علمی که انسان بدنبال کشف حقیقت، قبل از اقدامات عملی فرضیه‌ها را پیش‌بینی می‌کند (قنبرلو و همکاران، ۱۳۹۵: ۱۴۵). از این رو، فرضیه‌های این پژوهش عبارتست از:
- فرضیه اول: خوش‌بینی، بدبینی و تمایلات مثبت و منفی سرمایه‌گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر گذارند.

فرضیه دوم: ارزش معاملاتی سرمایه‌گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری تاثیر گذارند.

فرضیه سوم: جریان تجاری خالص سرمایه‌گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده براساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری تاثیر گذارند.

فرضیه چهارم: سهم حجم تجاری سرمایه‌گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده براساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری تاثیر گذارند.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و دارای ماهیتی توصیفی با تأکید بر روابط همبستگی است. افزون بر آن، در حوزه مطالعات پس‌رویدادی و مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که با روش استقرایی به کل جامعه قابل تعمیم خواهد بود. جامعه آماری پژوهش صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۶ می‌باشد که برابر ۳۷ صندوق است. با در نظر گرفتن دو پیش فرض مطرح شده در جدول ۲ تعداد ۲۶ صندوق بعنوان نمونه پژوهش انتخاب و برای هر متغیر تعداد ۱۳۰ داده-سال، برای آزمون فرضیه‌ها در نظر گرفته شده است.

جدول ۲. مراحل مختلف نمونه‌گیری

تعداد	مراحل مختلف نمونه‌گیری
(۸)	تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری که در سالهای ۱۳۹۲ الی ۱۳۹۶ بطور مستمر در بورس حضور نداشته‌اند.
(۳)	تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری که اطلاعات مورد نیاز پژوهش حاضر را ارائه ننموده‌اند.
۲۶	تعداد صندوق‌های سرمایه‌گذاری نمونه

در زمینه مباحث تنوریک، از منابع داخلی و خارجی موجود استفاده شد. همچنین به منظور دسترسی به اطلاعات و داده‌های صندوق‌های سرمایه‌گذاری اقداماتی از قبیل: استفاده از نرم‌افزار ره‌آورد نوین، مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و مطالعه صورت‌های مالی اساسی صندوق‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران در طی سالهای ۱۳۹۲-۱۳۹۶، مطالعه اطلاعات مربوط به صورت‌های مالی از سایت اطلاعاتی بورس انجام پذیرفت. برای بررسی فرضیه‌های این پژوهش، مدل‌های آماری در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳. مدل آماری فرضیه‌ها

فرضیه	مدل	توضیحات
۱	$\Delta tv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 sp_{i,t-1}^+ + \beta_2 sp_{i,t-1}^- + \beta_3 sent_{i,t-1}^+ + \beta_4 sent_{i,t-1}^- + \beta_5 \Delta tv_{i,t-1} + \beta_6 \Delta sp_{i,t-1}^+ + \beta_7 \Delta sp_{i,t-1}^- + \beta_8 \Delta sent_{i,t-1}^+ + \beta_9 \Delta sent_{i,t-1}^- + \beta_{10} tv_{i,t-1} + \varepsilon$	$\Delta tv_{i,t}$: تغییرات ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در دوره t $sp_{i,t-1}^+$: خوش‌بینی سرمایه‌گذاران $sp_{i,t-1}^-$: بدبینی سرمایه‌گذاران $sent_{i,t-1}^+$: احساسات مثبت سرمایه‌گذار $sent_{i,t-1}^-$: احساسات منفی سرمایه‌گذار $\Delta sp_{i,t-1}^+$: تغییرات خوش‌بینی سرمایه‌گذاران $\Delta sp_{i,t-1}^-$: تغییرات بدبینی سرمایه‌گذاران $\Delta sent_{i,t-1}^+$: تغییرات احساسات مثبت سرمایه‌گذار $\Delta sent_{i,t-1}^-$: تغییرات احساسات منفی سرمایه‌گذار $tv_{i,t-1}$: ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در دوره $t-1$
۲	$\Delta tv_t = \beta_0 + \beta_1 v_{t-1} + \beta_2 \Delta tv_{t-1} + \beta_3 v_{t-1} + \beta_4 tv_{t-1} + \varepsilon$	v_{t-1} : ارزش معاملاتی سرمایه‌گذار Δtv_{t-1} : تغییرات ارزش معاملاتی سرمایه‌گذار
۳	$\Delta tv_t = \beta_0 + \beta_1 NTF_{t-1} + \beta_2 \Delta tv_{t-1} + \beta_3 \Delta NTF_{t-1} + \beta_4 tv_{t-1} + \varepsilon$	NTF_{t-1} : جریان تجاری خالص ΔNTF_{t-1} : تغییرات جریان تجاری خالص
۴	$\Delta tv_t = \beta_0 + \beta_1 S_{t-1} + \beta_2 \Delta tv_{t-1} + \beta_3 \Delta S_{t-1} + \beta_4 tv_{t-1}$	S_{t-1} : سهم حجم تجاری ΔS_{t-1} : تغییرات سهم حجم تجاری

(دُهاویی و خرایف، ۲۰۱۴)

همچنین، جدول ۴، نمادها و چگونگی محاسبه هر یک از متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۴. متغیرها و نحوه محاسبه آنها

متغیرها	نوع	نماد	نحوه محاسبه	توضیحات
خوش‌بینی	مستقل	$sp_{t,i}^+$	$sp_t^+ = \sum_{i=1}^t \Delta sp_t^+ = \sum_{i=1}^t \max(\Delta sp_i, 0)$	Δsp_t^+ : تغییرات مثبت قیمت سهام
بدبینی	مستقل	$sp_{t,i}^-$	$sp_t^- = \sum_{i=1}^t \Delta sp_t^- = \sum_{i=1}^t \max(\Delta sp_i, 0)$	Δsp_t^- : تغییرات منفی قیمت سهام
احساسات مثبت	مستقل	$sent_t^+$	$sent_t^+ = \sum_{i=1}^t \Delta sent_t^+ = \sum_{i=1}^t \max(\Delta sent_i, 0)$	$\Delta sent_t^+$: تغییرات منفی قیمت سهام R_{it} : رتبه بازده ماهانه سهام شرکت آخر ماه t $\bar{R}_t$: میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های پرتوی

متغیرها	نوع	نماد	نحوه محاسبه	توضیحات
			$SENT_{pt} = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_r)(R_{it} - \bar{R}_v)}{[\sum (R_{it} - \bar{R}_r)^2 \sum (R_{it} - \bar{R}_v)^2]^{\frac{1}{2}}} * 100, -100 \leq SENT \leq +100$	رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت R_{it} در ماه t $\bar{R}_v$ میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام پرتوی شرکت های پرتوی
احساسات منفی	مستقل	$sent_t^-$	$sent_t^- = \sum_{i=1}^t \Delta sent_t^- = \sum_{i=1}^t \min(\Delta sent_{it}, 0)$	$\Delta sent_t^-$: تغییرات منفی قیمت سهام
ارزش معاملاتی	مستقل	V_t^i	$V_t^i = \frac{1}{2} (\text{purchasing value}_{i,t} + \text{selling value}_{i,t})$	i : گروه های سرمایه گذار $\text{purchasing value}_{i,t}$: ارزش کل خرید سرمایه گذار i $\text{selling value}_{i,t}$: ارزش کل فروش سرمایه گذار i
سهام حجم تجاری	مستقل	s	$S_t^i = \frac{(\text{purchasing value}_{i,t} + \text{selling value}_{i,t})/2}{\text{Market capitalization}_t}$ $= \frac{\text{Total Trading value}_t}{\text{Market capitalization}_t}$ $= \frac{\text{Trading value}_{i,t}}{\text{Market capitalization}_t}$ $= \frac{\text{Turnover}_{i,t}}{\text{Turnover}_{M,t}}$	$\text{Market capitalization}_t$: بازار سرمایه $\text{Turnover}_{i,t}$: نسبت گردش مالی هر گروه سرمایه گذار $\text{Turnover}_{M,t}$: نسبت گردش مالی در سطح بازار
ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات	وابسته	tv_t	$BF_t^i = \frac{BF_t^i - SF_t^i}{TNA_{t-1}^i}$ $SF_t^i = \frac{SELLS_t^i + FLOW_t^i}{TNA_{t-1}^i}$ $Buys_{j,t}^i = (N_{j,t}^i - N_{j,t-1}^i) \cdot \bar{P}_{j,t}$ $Sells_{j,t}^i = (N_{j,t-1}^i - N_{j,t}^i) \cdot \bar{P}_{j,t}$ $FLOW_t^i = TNA_t^i - TNA_{t-1}^i \cdot (1 + RETURN_t^i)$ $RETURN_t^i = \frac{NAV_1 - NAV_0}{NAV_0}$ $NAV_t^i = \frac{\text{مجموع بدهی ها} - \text{مجموع دارایی ها}}{\text{تعداد واحدها}}$	BF: حجم معاملات خریداری شده SF: حجم معاملات فروش رفته BUYS: مقدار خرید سهام به ریال FLOW: جریان نقدی صندوق TNA: ارزش کل دارایی N: تعداد سهام Sells: تعداد سهام RETURN: بازده صندوق NAV: ارزش خالص
تغییرات ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در دوره $t - 1$	کنترلی	Δtv_{t-1}	-	-

(دهاوی و باجا، ۲۰۱۷، یوسوکی، ۲۰۱۷، آندریو و همکاران، ۲۰۱۷)

شایان بیان است، در این مطالعه برای اندازه گیری گرایش های احساسی سرمایه گذاران، از شاخص گرایش های احساسی بازار سرمایه ($SENT_{pt}$) استفاده شده است. این شاخص توسط

جونز (۲۰۰۵) و با تعدیل مدل ارائه شده توسط پرساود^۱ (۱۹۹۶) بسط داده شده است (دهاویی و باچا، ۲۰۱۷).

یافته‌های پژوهش

آماره‌های توصیفی متغیرها در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی شرکت‌ها

متغیرها	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
تغییرات ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات	۴/۳۳۸۹۷۴	۰/۴۶۵	۷۱/۸۴	-۱۴۱/۶۷	۱۹/۴۲۳۹۱
خوش بینی سرمایه‌گذاران	۵۷۳/۸۴۶۲	۶۰۶	۳۱۴۲	۰/۰۰۰	۵۴۲/۷۷۹۹
بدبینی سرمایه‌گذاران	-۱۶۸/۰۳۸۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۲۱۳۶	۳۷۷/۷۰۹۸
تمایلات مثبت سرمایه‌گذار	۲۱/۵۱۳۷۸	۱۱/۱۴	۱۲۴/۳۱	۰/۰۰۰	۲۵/۱۷۶۷۵
تمایلات منفی سرمایه‌گذار	-۱۴/۷۸۷۷۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	-۹۱/۲	۲۵/۲۸۵۴۱
تغییرات ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات	-۵/۸۹۵۵۷۷	-۰/۸۵	۷۱/۸۴	-۱۴۱/۶۷	۱۶/۵۲۱۴
تغییرات خوش بینی سرمایه‌گذاران	۳۹۱۰۲	۳	۱۱۰	-۱۲۴	۴۳/۳۶۷۹۸
تغییرات بدبینی سرمایه‌گذاران	۲/۲۸۸۴۶۲	۰/۰۰۰	۱۳۶	-۹۱	۴۲/۲۴۹۸
تغییرات تمایلات مثبت سرمایه‌گذار	-۲۴۴/۱۷۳۱	-۲۹۸/۵	۳۱۴۲	-۲۵۶۲	۱۰۵۲/۳۹
تغییرات تمایلات منفی سرمایه‌گذار	۶۹/۳۰۷۶۹	۰/۰۰۰	۲۱۳۶	-۲۱۳۶	-۱۷۳۱/۲۴۴
ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات	-۱/۳۸۳۷۸۲	-۰/۱۷	۱۱/۶۶	-۱۳۰	۷۸۲۱۰/۱۰
ارزش معاملاتی سرمایه‌گذار	۰/۱۲۵۰۶۴	۰/۰۹	۰/۵۱	۰/۰۰۰	۰/۱۱۶۵۷۲
مشاهدات	۱۵۶				
مقاطع	۲۶				

در این پژوهش با استفاده از آزمون جارک-بر، نرمال بودن متغیر وابسته آزمون شده است.

در جدول ۶ پایایی متغیرها با استفاده از آزمون لوین و لین مورد بحث قرار می‌گیرد.

جدول ۶. نتایج آزمون آزمون لوین و لین

متغیرها	آماره آزمون لوین، لین و چو	سطح معناداری
تغییرات ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در دوره t	۸۲۲۴/۱۰-	۰/۰۰۰۰
خوش بینی سرمایه گذار ان	۸۴۵۹/۱۰-	۰/۰۰۰۰
بدبینی سرمایه گذاران	۶۲۵۱۴/۸-	۰/۰۰۰۰
تمایلات مثبت سرمایه گذار	۹۶۰۴/۱۴-	۰/۰۰۰۰
تمایلات منفی سرمایه گذار	۲۴۲۷/۱۴-	۰/۰۰۰۰
ارزش معاملاتی سرمایه گذار	۶۰۷۴۵/۸-	۰/۰۰۰۰
جریان تجاری خالص	۳۹۱۲/۱۸-	۰/۰۰۰۰
سهم حجم تجاری	۳۳۱۹/۵-	۰/۰۰۰۰

برپایه نتایج بدست آمده، سطح معنی داری آزمون ریشه واحد در همه متغیرها کمتر از ۰/۰۵ و در نتیجه متغیرها مانا هستند. سپس برای تعیین مدل از آزمون F لیمر و هاسمن استفاده شده است. نتایج آزمون به شرح زیر است:

جدول ۷. نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

فرضیه‌ها	آزمون F لیمر	سطح معنی داری	نتیجه	آزمون هاسمن	سطح معنی داری	نتیجه
فرضیه ۱	۲۹/۳۵۵۵۰۰	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۶۲/۳۵۵۵۰۰	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
فرضیه ۲	۳۵/۶۹۸۸۸۰	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۶/۸۴۵۷۹۳	۰/۰۱۴۵	اثرات ثابت
فرضیه ۳	۶۳/۳۲۵۵۰۰	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۱۳/۲۵۸۸۰۰	۰/۰۰۰۰	اثرات ثابت
فرضیه ۴	۳۶/۲۵۸۸۰۰	۰/۰۰۰۰	تابلویی	۸/۳۲۳۴۸۹	۰/۰۰۱۳	اثرات ثابت

همان‌طور که دیده می‌شود با توجه به آزمون F لیمر، روش داده‌های تابلویی برای کلیه فرضیه‌ها پذیرفته شده است و با توجه به نتایج آزمون هاسمن، از اثرات ثابت برای تخمین و تجزیه و تحلیل مدل کلی استفاده می‌شود. حال به بررسی فرضیه‌های این پژوهش می‌پردازیم:

فرضیه اول: خوش بینی، بدبینی و تمایلات مثبت و منفی سرمایه گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده براساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه گذاری تأثیر گذارند.

$$\Delta tv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 sp_{i,t-1}^+ + \beta_2 sp_{i,t-1}^- + \beta_3 sent_{i,t-1}^+ + \beta_4 sent_{i,t-1}^- + \beta_5 \Delta tv_{i,t-1} + \beta_6 \Delta sp_{i,t-1}^+ + \beta_7 \Delta sp_{i,t-1}^- + \beta_8 \Delta sent_{i,t-1}^+ + \beta_9 \Delta sent_{i,t-1}^- + \beta_{10} tv_{i,t-1} + \varepsilon$$

$$H_0 : \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4 = 0$$

$$H_1 : \beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4 \neq 0$$

جدول ۸. خلاصه نتایج الگوی فرضیه ۱ با استفاده از روش پانل دیتا

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	۱۷۸۷۱۲/۲-	۰۰۰۲۵۳/۲	۰۸۹۲۱۸/۱-	۲۷۸۲/۰
خوش‌بینی سرمایه‌گذاران	۰۲۰۲۲۳/۰	۰۰۱۷۶۰/۰	۴۸۸۴۹/۱۱	۰۰۰۰/۰
بدبینی سرمایه‌گذاران	۰۱۹۶۶۰/۰-	۰۰۳۷۸۰/۰	۲۰۰۵۳۸/۵-	۰۰۰۰/۰
تمایلات مثبت سرمایه‌گذار	۰۳۶۳۶۰/۰	۰۰۳۸۸۱/۰	۳۶۹۷۶۸/۹	۰۰۰۰/۰
تمایلات منفی سرمایه‌گذار	۰۳۳۱۱۲/۰-	۰۰۳۸۷۶/۰	۵۴۳۱۹۰/۸-	۰۰۰۰/۰
تغییرات ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در دوره t-۱	۰۹۵۴۶۱/۰	۰۴۵۴۴۶/۰	۱۰۰۵۴۰/۲	۰۳۷۸/۰
تغییرات خوش‌بینی سرمایه‌گذاران	۰۱۵۶۶۸/۰	۰۲۱۹۶۸/۰	۷۱۳۲۳۶/۰	۴۷۷۱/۰
تغییرات بدبینی سرمایه‌گذاران	۰۲۲۴۸۵/۰-	۰۲۱۵۸۳/۰	۰۴۱۸۳۶/۱-	۲۹۹۶/۰
تغییرات تمایلات مثبت سرمایه‌گذار	۰۰۵۱۱۲/۰	۰۰۱۰۱۸/۰	۰۲۱۱۲۵/۵	۰۰۰۰/۰
تغییرات تمایلات منفی سرمایه‌گذار	۰۲۲۳۶۶/۰-	۰۰۲۸۱۷/۰	۹۳۹۶۵۸/۷-	۰۰۰۰/۰
ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در دوره t-۱	۳۱۹۲۰۵/۰	۰۶۱۵۹۲/۰	۱۸۲۵۴۵/۵	۰۰۰۰/۰
ضریب تعیین		۰/۷۹	دوربین واتسون	۲/۰۱
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۴	سطح احتمال F	۰۰۰/۰
$\Delta tv_{i,t} = -2/178712 + 0/20223 sp_{i,t-1}^+ - 0/19660 sp_{i,t-1}^- + 0/36360 sent_{i,t-1}^+ - 0/33112 sent_{i,t-1}^- + 0/95461 \Delta tv_{i,t-1} + 0/15668 \Delta sp_{i,t-1}^+ - 0/22485 \Delta sp_{i,t-1}^- + 0/05112 \Delta sent_{i,t-1}^+ - 0/22366 \Delta sent_{i,t-1}^- + 0/319205 tv_{i,t-1} + \varepsilon$				

نتایج نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای تمامی متغیرها به جز، تغییرات خوش‌بینی سرمایه‌گذاران و تغییرات بدبینی سرمایه‌گذاران معنی‌دار است. بنابراین فرض H_0 رد می‌شود، یعنی خوش‌بینی، بدبینی و تمایلات مثبت و منفی سرمایه‌گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر گذارند.

فرضیه دوم: ارزش معاملاتی سرمایه‌گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر گذارند.

$$\Delta tv_t = \beta_0 + \beta_1 v_{t-1} + \beta_2 \Delta tv_{t-1} + \beta_3 \Delta v_{t-1} + \beta_4 tv_{t-1} + \varepsilon$$

$$H_0 : \beta_1 = 0$$

$$H_1 : \beta_1 \neq 0$$

جدول ۹. خلاصه نتایج الگوی فرضیه ۲ با استفاده از روش پانل دیتا

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	۰/۸۵۹۹۱۲	۱/۹۶۴۵	۰/۴۳۷۷۱۲	۰/۶۶۲۳
ارزش معاملاتی سرمایه گذار دوره قبل	۰/۱۴۰۰۰۱	۰/۰۱۲۶۷	۱۱/۰۴۸۶۳	۰/۰۰۰۰
تغییرات ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در دوره t-۱	۰/۶۴۰۷۹	۰/۰۷۵۳۰	۸/۵۰۹۵	۰/۰۰۰۰
تغییرات ارزش معاملاتی سرمایه گذار	۰/۲۳۰۱	۰/۱۰۲۹	۲/۲۳۵۱	۰/۰۲۷۲
ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در دوره t-۱	۰/۹۰۴۳	۰/۱۸۵۹	۴/۸۶۴۵	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۸۹۱		دوربین واتسون	۲/۰۲۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۸۷۴		سطح احتمال F	۰۰۰/۰
$\Delta tv_t = ۰/۸۵۹۹۱۲ + ۰/۱۴۰۰۰۱v_{t-1} + ۰/۶۴۰۷۹۲\Delta tv_{t-1} + ۰/۲۳۰۱۹۶\Delta v_{t-1} + ۰/۹۰۴۳۷۲tv_{t-1} + \varepsilon$				

نتایج حاصل از تخمین نشان می دهد که احتمال آماره t برای ضرایب تمامی متغیرها معنی دار است. بنابراین ارزش معاملاتی سرمایه گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق های سرمایه گذاری تأثیر گذارند.

فرضیه سوم: جریان تجاری خالص سرمایه گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق های سرمایه گذاری تأثیر گذارند.

$$\Delta tv_t = \beta_0 + \beta_1 NTF_{t-1} + \beta_2 \Delta tv_{t-1} + \beta_3 \Delta NTF_{t-1} + \beta_4 tv_{t-1} + \varepsilon$$

$$H_0 : \beta_1 = 0$$

$$H_1 : \beta_1 \neq 0$$

جدول ۱۰. خلاصه نتایج الگوی فرضیه ۳ با استفاده از روش پانل دیتا

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	-۱/۵۷۰۷	۰/۹۹۲۵	-۱/۵۸۲۴	۰/۱۱۶۰
جریان تجاری خالص	۰/۲۰۰۰	۰/۰۲۵۰	۱۱/۰۶۳۵	۰/۰۰۰۰
تغییرات ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در دوره t-۱	۰/۷۴۹۶	۰/۰۶۹۳	۱۰/۸۱۱۲	۰/۰۰۰۰
تغییرات جریان تجاری خالص	۰/۵۳۷۳	۰/۱۷۰۹	۳/۱۴۴۱	۰/۰۰۰۰
ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در دوره t-۱	۰/۱۰۷۵	۰/۰۲۰۷	۵/۱۸۱۳	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۹۶۱	دوربین واتسون	۲/۰۲۱	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۵۴	سطح احتمال F	۰۰۰/۰	
$\Delta tv_t = -1/570.712 + 0/20000 \cdot NTF_{t-1} + 0/749692 \Delta tv_{t-1} + 0/537359 \Delta NTF_{t-1} + 0/537359 tv_{t-1} + \varepsilon$				

نتایج بدست آمده بیانگر آن است که احتمال آماره t برای ضرایب کلیه متغیرها معنی‌دار است. بنابراین فرض H_0 رد می‌شود، یعنی جریان تجاری خالص سرمایه‌گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر گذارند. فرضیه چهارم: سهم حجم تجاری سرمایه‌گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر گذارند.

$$\Delta tv_t = \beta_0 + \beta_1 S_{t-1} + \beta_2 \Delta tv_{t-1} + \beta_3 \Delta S_{t-1} + \beta_4 tv_{t-1}$$

$$H_0 : \beta_1 = 0$$

$$H_1 : \beta_1 \neq 0$$

جدول ۱۱. خلاصه نتایج الگوی فرضیه ۴ با استفاده از روش پانل دیتا

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	آماره t	احتمال
عرض از مبدأ	۲/۶۲۲۹	۱/۴۰۴۸	۱/۸۶۷۰	۰/۰۶۴۲
سهم حجم تجاری	۰/۶۶۸۱	۰/۱۶۱۶	۴/۱۳۴۳	۰/۰۰۰۱
تغییرات ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در دوره t-۱	۰/۵۹۴۴	۰/۰۷۲۳	۸/۲۱۴۰	۰/۰۰۰۰
تغییرات سهم حجم تجاری	۰/۲۸۷۷	۰/۰۱۵۸	۱۸/۱۱۵۸	۰/۰۰۰۰
ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در دوره t-۱	۰/۸۹۶۵	۰/۱۷۷۹	۵/۰۳۸۶	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۹۵۱	دوربین واتسون	۲/۰۲۱	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۹۴	سطح احتمال F	۰۰۰/۰	
$\Delta tv_t = 2/622929 + 0/668190 S_{t-1} + 0/594424 \Delta tv_{t-1} + 0/287711 \Delta S_{t-1} + 0/896597 tv_{t-1}$				

نتایج بدست آمده نشان می‌دهد که احتمال آماره t برای ضرایب تمامی متغیرهای مدنظر در این فرضیه، معنی‌دار می‌باشد. بنابراین فرض H_0 رد می‌شود، یعنی سهم حجم تجاری سرمایه‌گذاران در توضیح ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأثیر گذارند.

بحث و نتیجه‌گیری

نتایج فرضیه‌های این پژوهش، اعتبار فرضیه بازار کارا را به چالش می‌کشد. چرا که بر اساس نظریه مالی رفتاری، ارزش سهام در فرضیه نخست تحت تأثیر عامل سوگیری احساسی و در سایر فرضیه‌ها تحت تأثیر عامل سوگیری شناختی، قرار گرفته است.

بطور کلی، نتایج حاصل از آزمون فرضیه نخست در راستای تأیید نتایج پژوهش دهاویی و باچا (۲۰۱۷) و ژو و نیو (۲۰۱۶)، است. در هر دو پژوهش یاد شده تأثیر عامل احساسی بر متغیرهای مورد بررسی مورد تأیید قرار گرفته است. با توجه به نتایج این فرضیه، به سازمان بورس پیشنهاد می‌شود، سیستم منسجمی را برای ارزیابی تورشات رفتاری سرمایه‌گذاران، اعمال و با شدت بیشتری به الزام شرکتها برای افشای خوش‌بینی، بدبینی و تمایلات مثبت و منفی سرمایه‌گذاران اقدام کند. افزون بر آن، باید با گسترش مطالعات و ادبیات نظری افشای اطلاعات، فعالان بورس، اعضای هیأت مدیره شرکتهای بورسی، سهامداران، مؤسسات حسابرسی و پژوهشگران با انواع تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بیشتر آشنا شوند تا از این طریق بتوانند به نحو مناسبی، در افزایش ارزش صندوق‌های بورسی، ایفای نقش کنند. سرمایه‌گذاران نیز بایستی هنگام شیوع اخبار هیجانی و احساسات زودگذر در بازار، با دقت بیشتری به خرید و فروش سهام مبادرت ورزند. نتایج حاصل از بررسی فرضیه دوم نیز، با نتایج بدست آمده از پژوهش مارزوکی و ورتینگتون (۲۰۱۵)، تا حدودی در یک راستا است. در واقع تأیید این فرضیه بیانگر آنست که رفتار معاملاتی می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی را در سطح شرکتها کاهش داده و تخصیص بهینه منابع و کارایی عملکرد شرکت را در پی داشته باشد. بنابراین ارزش معاملاتی سرمایه‌گذاران می‌تواند معیار کارایی، برای پیش‌بینی ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری باشد.

نتایج حاصل از بررسی فرضیه سوم، با نتایج بدست آمده در پژوهش‌های برگران و لیزارزبورو (۲۰۱۵) و صمدی و همکاران (۱۳۹۱)، مطابقت دارد. با توجه به اینکه سوگیری

نماگری هسته اصلی تمامی سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران است. بر این اساس آنها هر پدیده جدیدی را در طبقه‌بندی‌های ذهنی قبلی قرار می‌دهند. بنابراین قیمت‌ها تحت تأثیر نگرش‌ها و فاکتورهای روانی نظیر جریان تجاری خالص، شکل می‌گیرند. بدین منظور، از یک سو با فرموله کردن رفتار سرمایه‌گذاران می‌توان الگویی را ارائه داد که سبب گرفتن تصمیم‌های منطقی‌تر شود و از سویی دیگر مدیران نیز بایستی، توجه ویژه‌ای به متغیر جریان تجاری خالص سرمایه‌گذاران داشته باشند و راهکارهای بهبود پیش‌بینی ارزش سهام را برای افزایش بازدهی اجرا کنند. به منظور تسریع در موارد اشاره شده در بالا، شایسته است سازمان‌های قانونگذار نیز در زمینه اطلاع‌رسانی بیشتر در رابطه با نقش تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه اقدام به ارائه شاخص‌هایی همچون، تورش‌های کوتاه‌نگری، بهینه‌بینی، خوداسنادی، توان‌پنداری و... کنند. تا از این طریق، سرمایه‌گذاران بهتر بتوانند روند تورش‌های رفتاری در بازار سرمایه را مشاهده کرده و زمینه کنترل آنها فراهم شود. در نهایت در فرضیه چهارم نتایج بدست آمده، در راستای نتایج بدست آمده در پژوهش برگران و لیزارزاورو (۲۰۱۵) و همچنین، رایو و همکاران (۲۰۱۶)، است. اگر چه پژوهشگران از فرضیه‌ها و رویکردهای متفاوتی برای توسعه مدل خود استفاده کرده‌اند، اما تمام آن‌ها فرض بر غیرعقلایی بودن برخی تصمیم‌های سرمایه‌گذاران دارند که با فرضیه‌ها سوگیری نماگری، هم جهت است. از این رو، بدلیل آشنایی کم دانشجویان رشته‌های حسابداری، اقتصاد و علوم مالی با دانش تحلیل مالی رفتاری، بورس اوراق بهادار تهران می‌تواند با ایجاد یک مرکز تحقیقات مالی رفتاری به ویژه برای ارزیابی ماهیت تورش‌های رفتاری، ضمن آشنایی دانشجویان با مباحث تجزیه و تحلیل مالی رفتاری، زمینه لازم را به منظور شفافیت بازار و ارتقای سطح آگاهی سرمایه‌گذاران فراهم آورد. این مرکز می‌تواند بصورت مجازی آموزش‌های لازم را ارائه کند.

به عنوان یک نتیجه‌گیری کلی، چنین استنباط می‌شود که نتایج این پژوهش می‌تواند درک و دانش سرمایه‌گذاران و پژوهشگران حوزه بازار سرمایه را افزایش دهد و در پرتو آن شاید بتوان به شناسایی عوامل دیگری که توانایی توضیح دادن تغییرات ارزش افزوده ایجاد شده بر اساس حجم معاملات در صندوق‌های سرمایه‌گذاری را داشته باشند، دست یافت. نتایج کاربردی این پژوهش می‌تواند مورد توجه دو گروه کلی قرار گیرد، گروه اول، استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی، شامل سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری هستند. این گروه در واقع کسانی هستند که به طور مستقیم با آثار مالی و نتایج حاصل از عملکرد

صندوق‌های سرمایه‌گذاری در ارتباطند. گروه دوم، پژوهشگران، سیاست‌گذاران و تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری و یا مؤسساتی همانند بورس اوراق بهادار هستند که به مسائل اقتصادی و مالی علاقمند هستند. در نهایت می‌توان به این مسأله اشاره کرد که بخش عمده‌ای از نتایج این پژوهش، ضمن پر کردن خلاءهای پژوهشی می‌تواند مدیران را در مدیریت صحیح و تعیین سیاست‌ها و رویه‌های مناسب برای شرکت‌های تحت تصدی‌شان و سهامداران را در گرفتن تصمیم‌های سرمایه‌گذاری بهینه، یاری کند.

Refereneces

- Andreu, L, Mateos, L.& Sarto, J. L. (2017). The Value Added by Trading Based on Valuation Criteria. *International Review of Finance*, 17 (3): 327-352.
- Appel, G. (2007). Technical analysis power tools for active investors, publishing as Financial Times Prentice Hall, United States, Upper Saddle River.
- Asgari, M; Haji Hassan Memar, E. & Matin Motlagh, M. (2014). Investigating the impact of investors' emotional tendencies on free cash flow, discretionary accruals and stock returns in companies listed on the Tehran Stock Exchange in 2008-2012. 2nd International Conference on New Researches in Management, *Economics and Accounting, Kuala Lumpur, Malaysia*. (In Persian).
- Baghdar Eram, F. (2011). Investigating behavioral financial factors affecting investors' decision-making in Tehran Stock Exchange. Master's thesis, Islamic Azad University, Central Tehran branch. Tehran. Iran. (In Persian).
- Berggrun, L. & E. Lizarzaburu. (2015). Fund flows and performance in Brazil. *Journal of Business Research*, 68(2): 199–207.
- Beyer, A. & I. Guttman. (2011). the effect of trading volume on analysts' forecast bias. *The Accounting Review*, 86 (2): 451–481.
- Borji Dolat abad, E. (2008). Financial behavior; the ruling paradigm of financial markets. *Tadbir Monthly*, 18 (191): 31-36. (In Persian).
- Chang, C. H; Lin, J. J; Lin, J. H. & Chiang, M. C. (2010). Domestic open-end equity mutual fund performance evaluation using extended TOPSIS method with different distance approaches. *Expert systems with applications*, 37(6): 4642-4649.
- Darabi, d; Chenaribouket, H. & Valikhani, M. J. (2015). Dimensions and approaches of behavioral finance theory. *Quarterly journal of accounting and auditing studies*, 5 (17): 1-18. (In Persian).
- Dhaoui, A. & S. Bacha. (2017). Investor emotional biases and trading volume's asymmetric response: A non-linear ARDL approach tested in S&P500 stock market. *Cogent Economics & Finance*, 5 (1): 1-13.

- Dhaoui, A. & N. Khraief. (2014). Sensitivity of trading intensity to optimistic and pessimistic beliefs: Evidence from the French stock, *Arab Economic and Business Journal*, 9 (2): 115-132.
- Eslami Bidgoli, G. & H. Kordloui. (2010). Behavioral finance, a transition stage from standard finance to neurofinance. *Financial Engineering and Portfolio Management Quarterly*, 1 (1): 19-36. (In Persian).
- Falahpour, S. & Gh. Abdollahi. (2011). Identification and weighting of behavioral trends of investors in Tehran Stock Exchange market: Fuzzy AHP approach. *Financial Research Quarterly*, 13 (31): 99-120. (In Persian).
- Farazyani, F. (2017). Compilation of the model of investors' behavioral trends in sports in Kermanshah province, *Sports Management and Development Quarterly*, 5 (20): 52-45. (In Persian).
- Ghalibaf ASL, S. H. & M. Kordi. (2012). Investigating the relationship between the ratio of trading activity and risk, return and portfolio diversity of mutual funds. *Investment Knowledge Quarterly*, 2 (5): 129-144. (In Persian).
- Ghanberlou, F; Ebrahimi Saroveolia, M. H. & Marfoo, M. (2015). The relationship between spiritual intelligence and behavioral tendencies in Tehran Stock Exchange investors. *Stock Exchange Quarterly*, 9 (33): 154-131. (In Persian).
- Heydarpour, F; Tariverdi, Y. & Mehrabi, M. (2012). The effect of investors' emotional tendencies on stock returns, *Financial Knowledge Quarterly*, 6 (7): 1-13. (In Persian).
- Hayes, R. M. (1998). The impact of trading commission incentives on analysts' stock coverage decisions and earnings forecasts. *Journal of Accounting Research*, 36 (2): 299-320.
- Hoseyni Chegini, E; Haghgoo, B. & Rahmani nezhad, L. (2013). Investigating behavioral patterns of investors in Tehran Stock Exchange based on structural equation model. *Financial Management Strategy Quarterly*, 2 (7): 113-133. (In Persian).

- Jabari, R; Salehi Sedghyani, J. & Amiri, M. (2011). Performance evaluation and portfolio selection of stock investment funds. *Quarterly journal of research in operations and its applications*, 9 (32): 1-19. (In Persian).
- Jackson, A. R. (2005). Trade generation, reputation, and sellside analysts. *The Journal of Finance*, 60 (2): 673-717.
- Jalilvand, A; Rostami Norouz abad, M. & Rahmani, S. (2015). Recent Evidence of Investor Behavior in Tehran Stock Exchange: Preliminary Evidence and Future Insights. *Financial Research Quarterly*, 18 (1): 127-95. (In Persian).
- Kahya, E. H. & C. Ekinci. (2022). Disposition bias among Borsa Istanbul investors: What do we know about type, size and trading frequency? *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 35 (3): 1-14.
- Kesht Kare Tayola, I; Gholizade, M. H. & Aghajan Nishtaei, R. (2023). Modeling the effects of behavioral biases of Tehran Stock Exchange investors on stock prices in the framework of the heterogeneous factor model and its optimization. *Stock Exchange Quarterly*, 16 (61): 330-303. (In Persian).
- Khajavi, Sh. & H. Fatahi Nafchi. (2012). Neural finance, the future horizon of behavioral finance. *Investment Knowledge Quarterly*, 2 (7): 21-34. (In Persian).
- Khajavi, S. & M. Ghasemi. (2005). Efficient market theory and behavioral finance. *Financial Research Quarterly*, 7 (2): 49-69. (In Persian).
- Khoshnoud, M; Vakilifard, H. R. & ForoughneZhad, H. (2012). Assessing the behavior of investors in Tehran Stock Exchange with the method of network analysis process, asset management and financing quarterly, 1 (2): 19-34. (In Persian).
- Kim, T. & A. Ha. (2010). Investor Sentiment and Market Anomalies, 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper.
- Lashkari, M. & H. Mortazi. (2011). Behavioral finance theory and its effect on the investment volume of people in Tehran Stock Exchange. *Development Strategy Quarterly*, 7 (26): 48-63. (In Persian).

- Liang, W-L. (2016). Sensitivity to investor sentiment and stock performance of open market share repurchases. *Journal of Banking & Finance*, 71 (C): 75-94.
- Marzuki, A. & A. Worthington. (2015). Comparative performance-related fund flows for Malaysian Islamic and conventional equity funds. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 8 (3): 380-394.
- Raei, R. & S. Falahpour. (2004). Behavioral finance is a different approach in the financial field. *Financial Research Quarterly*, 6 (2): 106-77. (In Persian).
- Rafizade, H. & Gh. Barzegar. (2015). Investigating the relationship between investors' emotional tendencies and pricing below the initial public offering of stock exchange companies. The 4th National Conference on Management, Economics and Accounting, Tabriz, East Azarbaijan, Iran. (In Persian).
- Rahnamaye Roudposhti, Fereydon. & M. Mahmoudi. (2010). Investigating and evaluating economic added value and market added value in shareholder value added management, *Management Research Quarterly*. 7(Special Issue): 79-70. (In Persian).
- Rahnamaye Roudposhti, F. & A. K. Salehi. (2010). Financial and accounting schools and theories. Tehran: Islamic Azad University, Center for Scientific Publications. (In Persian).
- Rahnamaye Roudposhti, F. & H. Tajmir Riahi. (2013). Modeling the effect of behavioral distortions on the capital market recession based on the interpretive-structural approach (ISM). *Financial Engineering and Securities Management Quarterly*, 5 (19). 111-130. (In Persian).
- Rieger, M. O; Wang, M; Huang, P. & Hsu, Y. (2022). Survey evidence on core factors of behavioral biases. *Journal of Behavioral and Experimental Economics*, 100 (5): 1-12.
- Ryu, D; Kim, H. & Yang, H. (2016). Investor sentiment, trading behavior and stock returns, *Applied Economics Letters*, 24 (12): 826-830.
- Samadi, A; Sohrabi, R. & Khazaei, M. M. (2011). Identification of behavioral biases affecting the decision of individual shareholders in

- buying and selling shares. *Management Research Quarterly*, 9 (28): 85-100. (In Persian).
- Seyfolahi, R; Kordlouei, H. & Dashti, N. (2014). Comparative study of behavioral factors in financial assets investment. *Investment Knowledge Quarterly*, 4 (15): 33-52. (In Persian).
- Soleimani Amiri, Gh. & Abed, A. (2012). Performance evaluation of investment funds in Iran, *Quarterly Journal of Experimental Accounting Research*, 2 (4): 21-41. (In Persian).
- Taghizade, H. & M. V. Porrahi. (2013). Evaluation of the impact of the capital structure on the intellectual capital of companies admitted to the Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Quarterly*, 6 (22): 134-150. (In Persian).
- Tajmir Riahi, H. & M. M. Dezhdar. (2016). Rating of investors' behavioral patterns in the face of important political news and rumors with an emphasis on the period of nuclear negotiations. *Investment knowledge quarterly*, 6 (24): 1-20. (In Persian).
- Yosuke, K. (2017). Heterogeneous Investor Behaviors and Market Volatility in the Tokyo Stock Exchange. *Research Institute of Economy, Trade and Industry (RIETI)*, Discussion Paper Series, 17-E-003: 1-33.
- Zanjirdar, M; Mousavi, R. & Saberi, M. (2013). Explanation of human behavioral factors in choosing the optimal portfolio in comparison with standard finance. *Investment Knowledge Quarterly*, 3 (9): 222-207. (In Persian).
- Zhu, B. & F. Niu. (2016). Investor Sentiment.Accounting Information and Stock Price: Evidence from China. *Pacific- Basin Finance Journal*, 38 (C): 125-134.