

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه آزاد اسلامی  
واحد تهران مرکزی  
دانشکده اقتصاد و حسابداری

پایان نامه برای دریافت درجه کارشناسی ارشد (M.A)

گرایش :

توسعه اقتصادی و برنامه ریزی

عنوان :

تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه گذاران حقوقی در بورس اوراق  
بهادار تهران با استفاده از روش های Sias و LSV

استاد راهنما :

دکتر نازی محمد زاده اصل

استاد مشاور :

دکتر ناریسی امین رشتی

پژوهشگر :

سعید خستوان

تابستان ۱۳۹۱

**تقدیم به :**

**پدر و مادرم، برای تمام زحماتشان**

**تشکر و قدردانی :**

**از تمام عزیزانی که مرا در نگارش این رساله یاری نمودند کمال  
تشکر و سپاس گذاری را دارم.**

## تعهد نامه اصالت پایان نامه کارشناسی ارشد

اینجانب سعید خستوان دانش آموخته مقطع کارشناسی ارشد ناپیوسته به شماره دانشجویی ۸۸۰۸۳۷۴۷۶۰۰ در رشته توسعه اقتصادی و برنامه ریزی که در تاریخ ۱۳۹۱/۰۴/۲۸ از پایان نامه خود تحت عنوان: تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه گذاران حقوقی در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش های Sias و LSV

با کسب نمره ۱۸ و درجه عالی دفاع نموده ام بدینوسیله متعهد می شوم:  
۱- این پایان نامه حاصل تحقیق و پژوهش انجام شده توسط اینجانب بوده و در مواردی که از دستاوردهای علمی و پژوهشی دیگران (اعم از پایان نامه، کتاب، مقاله و...) استفاده نموده ام، مطابق ضوابط و رویه های موجود، نام منبع مورد استفاده و سایر مشخصات آن را در فهرست ذکر و درج کرده ام.

۲- این پایان نامه قبلاً برای دریافت هیچ مدرک تحصیلی (هم سطح، پایین تر یا بالاتر) در سایر دانشگاهها و موسسات آموزش عالی ارائه نشده است.

۳- چنانچه بعد از فراغت از تحصیل، قصد استفاده و هر گونه بهره برداری اعم از چاپ کتاب،

ثبت اختراع و ... از این پایان نامه داشته باشم، از حوزه معاونت پژوهشی واحد مجوزهای مربوطه را اخذ نمایم.

۴- چنانچه در هر مقطع زمانی خلاف موارد فوق ثابت شود، عواقب ناشی از آن را بپذیرم و واحد دانشگاهی مجاز است با اینجانب مطابق ضوابط و مقررات رفتار نموده و در صورت ابطال مدرک تحصیلی ام هیچگونه ادعایی نخواهم داشت.

**نام و نام خانوادگی:**

**تاریخ و امضاء**

## بسمه تعالی

در تاریخ: ۱۳۹۱/۰۴/۲۸

دانشجوی کارشناسی ارشد آقای سعید خستوان از پایان نامه خود دفاع نموده و با نمره ۱۸ بحروف هجده و با درجه عالی مورد تصویب قرار گرفت.

**امضاء استاد راهنما:**

بسمه تعالی  
دانشکده اقتصاد و حسابداری

(این چکیده به منظور چاپ در پژوهش نامه دانشگاه تهیه شده است)

نام واحد دانشگاهی: تهران مرکزی	کد واحد: ۱۰۱	کد شناسایی پایان نامه: ۱۰۱۲۰۹۱۵۹۰۱۰۰۹
عنوان پایان نامه: تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه گذاران حقوقی در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روشهای LSV و Sias		
نام و نام خانوادگی دانشجو: سعید خستوان	شماره دانشجویی: ۸۸۰۸۳۷۴۷۶۰۰	رشته تحصیلی: اقتصاد
تاریخ شروع پایان نامه: ۱۳۹۰/۰۸/۰۸	تاریخ اتمام پایان نامه: ۱۳۹۱/۰۴/۲۸	
استاد راهنما: خانم دکتر نازی محمد زاده اصل استاد مشاور: خانم دکتر ناریس امین رشتی		
آدرس و شماره تلفن:		
<p>چکیده پایان نامه (شامل خلاصه، اهداف، روش های اجرا و نتایج به دست آمده):</p> <p>رفتار جمعی سرمایه گذاران حقوقی در بازار سرمایه می تواند نوعی تورش رفتاری باشد که اثرات مخربی بر عملکرد بازار به همراه داشته باشد. رویکردهای متفاوتی توسط محققان به منظور بررسی وجود، علل و پیامدهای رفتار جمعی استفاده شده است که روش های LSV(1992) و Sias(2004) به دلیل بهره گیری از ریز معاملات سرمایه گذاران، مورد توجه محققان زیادی قرار گرفته اند. پژوهش حاضر بر اساس این رویکردها و با استفاده از داده های معاملاتی مربوط به بازه زمانی ۱۳۹۱/۰۷ - ۱۳۸۸/۰۱ (۶۲۹ روز معاملاتی) در کادر زمانی روزانه به بررسی رفتار جمعی پرداخته است. نتایج پژوهش حاضر نشان می دهد علیرغم عدم مشاهده رفتار جمعی برای کل نمونه مورد بررسی، رفتار جمعی فروش قابل توجهی بوقوع پیوسته است که بخش عمده آن به سبب پیروی سرمایه گذاران نهادی از عملکرد گذشته خودشان می باشد. بررسی تبعیت جمعی در زیر نمونه ها نیز بیانگر این است که رفتار جمعی برای دوره رونق و شرکتهای بورسی با اندازه و حجم معاملات بالا از شدت بیشتری برخوردار است، همچنین شبیه سازی رفتار جمعی و بررسی رابطه بازده قیمتی سهام با رفتار جمعی سرمایه گذاران نشان می دهد رفتار مشاهده شده عمدی بوده و سبب کاهش کارایی قیمتی سهم ها و دور شدن قیمت آنها از مقادیر بنیادی شان می شود.</p>		

مناسب است

تاریخ و امضاء:

نظر استاد راهنما برای چاپ در پژوهش نامه دانشگاه

مناسب است

## فهرست مطالب

صفحه

عنوان

فصل اول: کلیات تحقیق

- ۱-۱- بیان مسئله تحقیق..... ۲
- ۲-۱- ضرورت و اهمیت تحقیق..... ۵
- ۳-۱- اهداف تحقیق..... ۶
- ۴-۱- فرضیات تحقیق..... ۷
- ۵-۱- چارچوب نظری تحقیق..... ۷
- ۶-۱- مدل تحقیق..... ۹
- ۷-۱- روش تحقیق..... ۱۰
- ۸-۱- نوع تحقیق..... ۱۳
- ۹-۱- قلمرو تحقیق..... ۱۳
- ۱-۹-۱- قلمرو موضوعی..... ۱۳
- ۲-۹-۱- قلمرو زمانی..... ۱۳
- ۳-۹-۱- قلمرو مکانی..... ۱۴
- ۱۰-۱- جامعه آماری و روش تعیین نمونه..... ۱۴
- ۱۱-۱- روش گردآوری اطلاعات..... ۱۴
- ۱۲-۱- روش تجزیه و تحلیل اطلاعات..... ۱۵
- ۱۳-۱- محدودیت های تحقیق..... ۱۵
- ۱۴-۱- شرح واژه ها..... ۱۵
- ۱۵-۱- متغیرها و واژه های کلیدی..... ۱۶



فصل دوم: مبانی نظری تحقیق

- ۱-۲-۱- مقدمه..... ۱۸
- ۲-۲- تبیین تغییرات قیمت سهام ..... ۱۸
- ۱-۲-۲- اهمیت تبیین نحوه تغییرات قیمت در بازار سهام ..... ۱۸
- ۲-۲-۲- تئوری‌های استاندارد در رابطه با تبیین قیمت سهام..... ۱۹
- ۳-۲-۲- نظریه مالی رفتاری..... ۲۱
- ۱-۳-۲-۲- تعریف..... ۲۲
- ۲-۳-۲-۲- فروض..... ۲۳
- ۱-۲-۳-۲-۲- محدودیت در آربیتراژ..... ۲۳
- ۲-۲-۳-۲-۲- روان شناسی شناختی..... ۲۶
- ۳-۲- رفتار جمعی..... ۳۴
- ۱-۳-۲- تعریف..... ۳۵
- ۲-۳-۲- رفتار جمعی در بین انواع سرمایه گذاران ..... ۳۵
- ۳-۳-۲- انواع رفتار جمعی..... ۳۹
- ۴-۳-۲- رفتار جمعی در دوره رونق و رکود..... ۴۳
- ۵-۳-۲- رفتار جمعی و افق بررسی..... ۴۴
- ۶-۳-۲- رفتار جمعی و توسعه یافتگی بازارها..... ۴۷
- ۷-۳-۲- علل وقوع رفتار جمعی..... ۴۹
- ۸-۳-۲- روش‌های ارزیابی و سنجش رفتار جمعی..... ۵۶
- ۱-۸-۳-۲- تحقیقات نظری..... ۵۶
- ۲-۸-۳-۲- روش‌های عملی برای سنجش رفتار جمعی..... ۵۹
- ۱-۲-۸-۳-۲- روش‌های مبتنی بر اقتصاد سنجی..... ۶۰
- ۲-۲-۸-۳-۲- روش‌های مبتنی بر تجزیه و تحلیل رفتار سرمایه‌گذاران..... ۶۶

۷۴	۴-۲- مطالعات انجام شده در ایران.....
۷۸	۵-۲- خلاصه فصل.....
	فصل سوم: روش شناسی پژوهش
۸۱	۱-۳- مقدمه.....
۸۲	۲-۳- نوع تحقیق.....
۸۲	۳-۳- جامعه آماری و روش انتخاب نمونه.....
۸۵	۴-۳- روش گردآوری و تجزیه و تحلیل داده ها.....
۸۷	۵-۳- رفتار جمعی و ارزش بازاری شرکتها.....
۸۹	۶-۳- رفتار جمعی و دوره های رونق و رکود.....
۹۱	۷-۳- مقیاس LSV.....
۹۱	۱-۷-۳- معرفی.....
۹۱	۲-۷-۳- تفسیر مدل.....
۹۳	۳-۷-۳- سایر محاسبات در ارتباط با مقیاس LSV.....
۹۵	۸-۳- مقیاس Sias.....
۹۵	۱-۸-۳- معرفی.....
۹۵	۲-۸-۳- روش برآورد.....
۹۶	۳-۸-۳- تجزیه ضریب رگرسیون.....
۹۸	۴-۸-۳- تجزیه تعدیل شده ضریب رگرسیون.....
۹۹	۵-۸-۳- رفتار جمعی و تعداد مشارکت کنندگان.....
۱۰۰	۹-۳- شبیه سازی و رمز.....
۱۰۰	۱-۹-۳- معرفی.....
۱۰۱	۲-۹-۳- روش برآورد.....
۱۰۱	۳-۹-۳- آزمون آماری کلمگروف-اسمیرنوف.....

۱۰۲.....	۱۰-۳- رگرسیون پانل دیتا کرم
۱۰۴.....	۱۱-۳- رفتار جمعی و بازده قیمت
۱۰۵.....	۱۲-۳- خلاصه فصل
فصل چهارم: تجزیه و تحلیل یافته های تحقیق	
۱۰۷.....	۱-۴- مقدمه
۱۰۷.....	۲-۴- پالایش داده ها
۱۰۸.....	۳-۴- فرضیه های تحقیق
۱۱۰.....	۴-۴- آزمون فرضیه های تحقیق
۱۱۰.....	۱-۴-۴- آزمون فرضیه های مرتبط با وجود و وسعت رفتار جمعی
۱۱۶.....	۲-۴-۴- رفتار جمعی و پیامدهای آن
۱۱۸.....	۳-۴-۴- رفتار جمعی و علل شکل گیری
۱۲۰.....	۴-۴-۴- نوع رفتار جمعی
۱۲۴.....	۵-۴- خلاصه فصل
فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات	
۱۴۶.....	۱-۵- مقدمه
۱۴۶.....	۲-۵- نتایج تحقیق
۱۵۲.....	۳-۵- پیشنهادات
۱۵۲.....	۱-۳-۵- پیشنهادات اجرایی
۱۵۳.....	۲-۳-۵- پیشنهاداتی جهت تحقیقات آتی
۱۵۵.....	فهرست منابع
۱۶۰.....	پیوست ها

## فهرست جدول ها

<u>عنوان</u>	<u>صفحه</u>
جدول ۱-۲- مقیاس LSV و کادرهای زمانی مختلف	۴۶
جدول ۲-۲- رفتار جمعی و توسعه یافتگی بازارها	۴۸
جدول ۳-۲- اندازه گیری رفتار جمعی با استفاده از روشهای اقتصادسنجی	۶۵
جدول ۴-۲- نتایج مطالعات با روش LSV	۶۹
جدول ۵-۲- نتایج مطالعات با روش Sias	۷۴
جدول ۱-۳- خلاصه مشخصات نمونه مورد بررسی	۸۴
جدول ۲-۳- تعداد مشارکت کنندگان و کادر زمانی مورد بررسی	۸۶
جدول ۳-۳- پرتفویهای مختلف و ارزش بازاری	۸۹
جدول ۱-۴- آزمون نرمال بودن توزیع آماری متغیر LSV	۱۲۵
جدول ۲-۴- مقادیر آماره های LSV و Sias	۱۲۵
جدول ۳-۴- تجزیه رفتار جمعی برای کل نمونه	۱۲۶
جدول ۴-۴- تجزیه رفتار جمعی برای ۲۰٪ از بزرگترین شرکتها	۱۲۶
جدول ۵-۴- تجزیه رفتار جمعی برای ۲۰٪ از کوچکترین شرکتها	۱۲۶
جدول ۶-۴- رفتار جمعی و اندازه شرکتها	۱۲۷
جدول ۷-۴- مقیاس Sias و ارزش بازاری	۱۲۷
جدول ۸-۴- تجزیه تعدیل شده مقیاس Sias	۱۲۸
جدول ۹-۴- مقیاس Sias و ارزش بازاری	۱۲۸
جدول ۱۰-۴- تجزیه تعدیل شده مقیاس Sias	۱۲۹
جدول ۱۱-۴- مقیاس LSV و تعداد مشارکت کننده	۱۲۹
جدول ۱۲-۴- مقیاس Sias و تعداد مشارکت کننده	۱۳۰

- جدول ۴-۱۳- شدت فروش و مقدار بازدهی..... ۱۳۰
- جدول ۴-۱۴- تست Limer برای کل رفتار جمعی..... ۱۳۵
- جدول ۴-۱۵- تست Hausman برای کل رفتار جمعی..... ۱۳۶
- جدول ۴-۱۶- نتایج رگرسیون کرمر..... ۱۳۷
- جدول ۴-۱۷- تست Limer برای رفتار جمعی فروش..... ۱۳۸
- جدول ۴-۱۸- تست Hausman برای رفتار جمعی فروش..... ۱۳۹
- جدول ۴-۱۹- نتایج رگرسیون کرمر برای رفتار جمعی فروش..... ۱۴۰
- جدول ۴-۲۰- تجزیه تعدیل شده Sias..... ۱۴۰
- جدول ۴-۲۱- تست K-S برای کل رفتار جمعی..... ۱۴۱
- جدول ۴-۲۲- تست K-S برای رفتار جمعی فروش..... ۱۴۱
- جدول ۵-۱- خلاصه پژوهشهای انجام شده به روش Sias..... ۱۴۷
- جدول ۵-۲- خلاصه پژوهشهای انجام شده به روش LSV..... ۱۴۸
- جدول ۵-۳- مقادیر SHM در پژوهشهای مختلف..... ۱۴۸

## فهرست نمودارها

<u>عنوان</u>	<u>صفحه</u>
نمودار ۱-۲- تابع ارزش کانمن-تورسکی.....	۲۷
نمودار ۱-۳- نمودار شاخص کل بورس برای دوره مورد بررسی.....	۹۰
نمودار ۱-۴- رفتار جمعی و بازده قیمتی سبدها.....	۱۴۲
نمودار ۲-۴- توزیع آماری LSV.....	۱۴۲
نمودار ۳-۴- توزیع آماری LSV شبیه سازی شده.....	۱۴۳
نمودار ۴-۴- توزیع آماری SHM.....	۱۴۳
نمودار ۵-۴- توزیع آماری SHM شبیه سازی شده.....	۱۴۴

فصل اول:

کلیات پژوهش

## ۱-۱- بیان مساله تحقیق

بورس یکی از بازارهای مهمی است که تامین کننده سرمایه شرکت های پذیرفته شده در آن است. در طول شش صده ای که از پیدایش بورس ها می گذرد. همواره تلاش بر این بوده است که به صورت هر چه کارتر این وظیفه انجام پذیرد و با جمع آوری سرمایه های پراکنده و تخصیص بهینه آن در بین شرکت های عضو بورس امکان رشد و توسعه سریع تر اقتصادی فراهم آید.

بر اساس همین رویکرد بورس اوراق بهادار تهران در سال ۱۳۴۶ تاسیس شد و در طول ۵ دهه حیات بر فراز و نشیب خود سعی نمود با جمع آوری نقدینگی و تشکیل سرمایه، گامی در جهت رشد و توسعه کشور بردارد. یا این وجود، اهمیت و توان بورس در تخصیص منابع خیلی دیرتر برای سیاست گذاران آشکار شد و با شروع خصوصی سازی و ابلاغ سیاست های اصل ۴۴ قانون اساسی بر اهمیت آن افزوده شده، به گونه ای که تعداد سهام معامله شده از ۲۳/۴ میلیارد سهم در سال ۱۳۸۶ به ۱۰۱/۹ میلیارد سهم در سال ۱۳۸۹ رسید. علیرغم این تغییرات بورس تهران همچنان در بین بورس های جهان و حتی منطقه به لحاظ ارزش بازار، بورس نسبتاً کوچکی محسوب می شود.<sup>۱</sup> از نظر نفوذ در جامعه نیز بورس تهران با داشتن ۳،۳۴۲،۵۵۸ کد سهامداری در پایان سال ۱۳۸۹ و ضریب نفوذ ۴.۴٪ جای رشد زیادی را برای خود متصور است.<sup>۲</sup>

---

۱. بورس اوراق بهادار تهران در سال ۲۰۱۰ با پشت سر گذاشتن بورس قاهره عنوان چهارمین بورس بزرگ منطقه خاورمیانه پس از بورس های عربستان، ترکیه و اسرائیل را بدست آورد.

۲. در آمریکا نیمی از افراد در طول عمر خود حداقل یکبار اقدام به خرید و فروش سهام نموده اند.



بخش عمده ای از سهامداران بورس اوراق بهادار را اشخاص حقیقی تشکیل می دهند و تنها در حدود ۵٪ از سهامداران را موسسات حقوقی به خود اختصاص می دهند. با این وجود در سال ۱۳۸۹، ۵۲.۵٪ از ارزش خریدهای صورت گرفته در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین ۵۲.۷٪ از ارزش فروش های صورت گرفته در این بورس متعلق به سهامداران حقوقی بوده است. این تمرکز سرمایه در دست تعداد محدودی از سرمایه گذاران این ذهنیت را در بین فعالان و کارشناسان به وجود می آورد که سرمایه گذاران نهادی (حقوقی) می توانند یا خرید و فروش های خود بصورت آگاهانه یا ناآگاهانه بر روی قیمت های اوراق بهادار تاثیر گذار باشند این مطلب یکی از فروض بازار کارا یعنی نزدیکی به شرایط بازار رقابتی و قیمت پذیر بودن شرکت کنندگان را زیر سوال می برد.

به دلیل ناتوانی تئوری های مالی استاندارد همچون MPT و CAPM در تبیین ناهنجاری های بازارهای مالی، مطالعه و پژوهش درباره موضوعات رفتاری و روانی سرمایه گذاران اهمیت خاصی یافته است. در تئوری های مالی رفتاری، ناهنجاری ها به تورش های رفتاری در عملکرد سرمایه گذاران نسبت داده می شود. بر این اساس، طی سال های اخیر مطالعات گسترده ای درباره موضوعات مختلف رفتاری در بورس های مطرح دنیا صورت گرفته است، در پژوهش های مذکور رفتارهای سرمایه گذاران که به نوعی می تواند عملکرد بازار و کارایی آن را تحت تاثیر قرار دهند، مورد مطالعه و بررسی قرار گرفته اند که از جمله این رفتارها می توان به پدیده رفتار جمعی اشاره نمود.

رفتار جمعی به عنوان یکی از موضوعات مهم مورد بحث در پارادایم مالی رفتاری، وضعیتی را تبیین می کند که سرمایه گذاران در یک دوره زمانی مشخص (در این پژوهش به صورت روزانه) معاملات یکنواخت و هم جهتی را انجام می دهند. چنانچه دلیل بروز رفتار جمعی سرمایه گذاران، استفاده آنها از اطلاعات مشترک باشد،

در آن صورت رفتار جمعی صورت گرفته، رفتار جمعی غیر عمدی نامیده می شود. رفتار جمعی غیر عمدی را می توان نوعی تعدیل قیمت در جهت اطلاعات بنیادی جدید دانست که کارایی اطلاعاتی بازار و تخصیص بهینه منابع مالی بر اساس متغیرهای بنیادی بازار را نشان می دهد متقابلاً رفتار جمعی عمدی زمانی بروز پیدا می کند که سرمایه گذاران به دلایل متعدد منطقی یا غیر منطقی، اطلاعات و تحلیل های شخصی خود را نادیده گرفته، اقدام به تبعیت و تقلید از دیگران می کنند این رفتار به دلایل متعددی می تواند رخ دهد به عنوان مثال کینز اعتقاد دارد افراد از ترس اینکه مبدا تصمیمات آنها مغایر با عرف تلقی شود، از ایده ها و عقاید شخصی خود چشم پوشی کرده، مطابق با نظر جمع عمل می کنند. برخلاف رفتار جمعی غیر عمدی که نشان دهنده کارایی بازار سرمایه است، رفتار جمعی عمدی پدیده رفتاری ناهنجاری محسوب می شود که می تواند به اختلال در روابط تعادلی بازار و در نتیجه عدم کارایی آن منجر شود.

بنابراین در این پژوهش با استفاده از معاملات صورت گرفته توسط سهامداران حقوقی از ابتدای سال ۱۳۸۸ تا پایان مهر ۱۳۹۰ (۶۲۹ روز معاملاتی) در پی بررسی وجود معاملات جمعی و تاثیر آن بر روی قیمت و کارایی اوراق بهادار هستیم برای این منظور از روشهای لاکونیشوک، شلیفر و ویشنی (از این پس LSV) (۱۹۹۲) و Sias (۲۰۰۴) استفاده نموده ایم که از اطلاعات مربوط به پرتفوی سرمایه گذاران و تغییرات صورت گرفته در آن بهره می گیرند، در مرحله بعد نیز با بکار گیری رگرسیون پانل دیتا کرم (۲۰۱۱)، بررسی رابطه بازده و رفتار جمعی و ... به ارزیابی عوامل تاثیرگذار و پیامدهای رفتار جمعی می پردازیم.

ضمناً با مقایسه یافته ها با نتایج تحقیقات صورت گرفته بر روی سایر بورس ها در مورد کارایی نسبی بورس اوراق بهادار تهران اظهار نظر می کنیم و راه هایی را برای

جلوگیری از عدم کارایی که عمدتاً منجر به متضرر شدن سهامداران خرد می شود ارائه می نمایم.

## ۱-۲- ضرورت و اهمیت تحقیق

در حدود یک دهه از تجدید حیات بورس اوراق بهادار تهران می گذرد، در این مدت ارزش بازار از ۳۰،۱۳۱ میلیارد ریال در پایان سال ۱۹۹۹ به ۸۹۶،۷۳۹ میلیارد ریال در پایان سال ۲۰۱۰ رسیده است. روند رشد بازار سهام پرشتاب است و مسئولین و کارشناسان، بورس را بهترین مکان برای اجرای سیاست های خصوصی سازی و واگذاری شرکت های دولتی دانسته اند، بگونه ای که عرضه سهام شرکت های دولتی از ۱۵۴۵ میلیارد ریال در سال ۱۳۷۹ به ۲۳۹ هزار میلیارد ریال در سال ۱۳۹۰ رسیده است و پیش بینی می شود این روند با قدری افت و خیز همچنان ادامه یابد.

عرضه چنین حجم عظیمی از شرکت های دولتی و همچنین شرکت های خصوصی متقاضی پذیرش در بورس، ما را به روی دیگر سکه که همانا جذب هر چه بیشتر سرمایه ها به سمت بورس است رهنمون می کند، چرا که بدون جذب بیشتر نقدینگی توسط بورس امکان عرضه شرکت های جدیدتر میسر نخواهد بود. جذب سرمایه ها توسط بورس خود تابع ثبات و کارایی بازار است، از خصوصیات یک بازار سهام کارا نزدیکی قیمت بازار و ارزش ذاتی سهام شرکت ها است، در این هنگام امکان تحلیل و انتخاب عقلانی سهام وجود خواهد داشت. عرضه و تقاضای عمده سهام توسط سهامداران حقوقی منجر به تحریک رفتارهای هیجانی و دور شدن قیمت بازار از ارزش ذاتی سهام می شود و امکان کسب بازدهی اضافی توسط سهامداران بزرگ به قیمت مغبون شدن سهامداران خرد را فراهم می کند و مانع از مشارکت حداکثری مردم در بازار اوراق بهادار می شود.

بر این اساس ما در این پژوهش به بررسی امکان به مخاطره افتادن و تحت تاثیر قرار گرفتن ثبات بازار سهام توسط سهامداران حقوقی (نهادی) که بخش عمده ای از

نقدینگی بازار را در اختیار دارند، می پردازیم و با توجه به ناتوانی روش های استاندارد تحلیل بازار از روشی مبنی بر پارادایم مالی رفتاری (یعنی رفتاری جمعی) برای بررسی وجود و علل بی ثباتی و ناکارایی در بورس اوراق بهادار تهران استفاده می نمایم.

### ۱-۳- اهداف تحقیق

هدف از انجام این تحقیق کاربردی، توسعه دانش کاربردی با بکارگیری نظریه های مالی رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، از آنجا که شناسایی ابعاد روانی و رفتاری بازار سرمایه تا حد زیادی باعث بهبود کیفیت تصمیمات سرمایه گذاران و برطرف شدن نقاط ضعف نظارتی سیاست گذاری می گردد، لذا با انجام این تحقیق می توان به تصمیمات بهینه تر، کاهش نوسانات قیمت ها و نیز افزایش سطح کارایی بازار کمک نمود. بر این اساس هدف اصلی از انجام این تحقیق را می توان سنجش و اندازه گیری پدیده رفتاری جمعی سرمایه گذاران به عنوان یکی از ابعاد رفتاری و روانی سرمایه گذاران دانست. علاوه بر هدف اصلی فوق، اهداف فرعی دیگری نیز به شرح زیر در این تحقیق مد نظر می باشد:

۱- بررسی عمدی یا غیر عمدی بودن رفتار جمعی

۲- بررسی عوامل تاثیر گذار بر وقوع رفتار جمعی

۳- مقایسه میزان رفتار جمعی سهامداران حقوقی در بورس اوراق بهادار تهران با سایر بورس ها

۴- ارائه رهنمود هایی به سیاست گذاران و مسئولین اجرایی بازار سرمایه و همچنین پژوهشگران برای مطالعات آتی

### ۱-۴- فرضیات تحقیق

در این تحقیق ۹ فرضیه بر اساس مبانی تئوریک و نظریات علمی موجود و در ارتباط با رفتار جمعی طراحی گردیده است که می توان آنها را در ۴ گروه زیر جای داد: