



دانشکده علوم اقتصادی  
گروه مدیریت مالی

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی

**بررسی تغییرات سقف و کف قیمت های سهام به عنوان نقطه مرجع و اثر  
آن بر حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران**

استاد راهنما:

**دکتر حسن قالیباف اصل**

استادان مشاور:

**دکتر شاپور محمدی**

**دکتر ناصر فرشادگهر**

پژوهشگر:

**محسن صادقی باطانی**

شهریور ۱۳۸۸

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشکده علوم اقتصادی  
گروه مدیریت مالی

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی

**بررسی تغییرات سقف و کف قیمت های سهام به عنوان نقطه مرجع و  
اثر آن بر حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران**

استاد راهنما:

**دکتر حسن قالیباف اصل**

استادان مشاور:

**دکتر شاپور محمدی**

**دکتر ناصر فرشادگهر**

پژوهشگر:

**محسن صادقی باطانی**

شہریور ۱۳۸۸

## اظهارنامه دانشجوی:

موضوع پایان نامه: بررسی تغییرات سقف و کف قیمت های سهام به عنوان نقطه مرجع و اثر آن بر حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران

استاد راهنما: دکتر حسن قالیباف اصل

اینجانب محسن صادقی باطانی دانشجوی دوره کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی دانشکده علوم اقتصادی به شماره دانشجویی ۸۴۲۵۱۱۰۰۴ گواهی می نمایم که تحقیقات ارائه شده در این پایان نامه توسط شخص اینجانب انجام شده و صحت و اصالت مطالب نگارش شده مورد تأیید می باشد و در موارد استفاده از کار دیگر محققان به مرجع مورد استفاده اشاره شده است. به علاوه گواهی می نمایم که مطالب مندرج در پایان نامه تاکنون برای دریافت هیچ نوع مدرک یا امتیازی توسط اینجانب یا فرد دیگری ارائه نشده است و در تدوین متن پایان نامه چارچوب مصوب دانشکده را به طور کامل رعایت کرده ام.

امضاء دانشجو

تاریخ

کلیه حقوق مادی مترتب بر نتایج مطالعات، ابتکارات و نوآوری های ناشی از تحقیق، همچنین چاپ و تکثیر، نسخه برداری، ترجمه و اقتباس از این پایان نامه کارشناسی ارشد، برای دانشکده علوم اقتصادی محفوض است.

نقل مطالب با ذکر منبع بلامانع است.



دانشکده علوم اقتصادی  
گروه مدیریت مالی

پایان نامه کارشناسی ارشد رشته مدیریت مالی آقای محسن صادقی  
باطانی تحت عنوان:

**بررسی تغییرات سقف و کف قیمت های سهام به عنوان نقطه مرجع و  
اثر آن بر حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران**

در تاریخ ۱۳۸۸/۶/۲۲ توسط هیأت داوران زیر بررسی و با درجه عالی به تصویب نهایی  
رسید.

امضا  


۱- استاد راهنمای پایان نامه آقای دکتر حسن قالیباف

امضا  


۲- استاد مشاور پایان نامه آقای دکتر شاپور محمدی

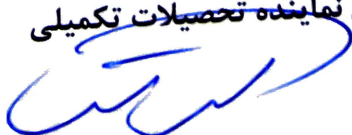
امضا  


۳- استاد مشاور پایان نامه آقای دکتر ناصر فرشاد گهر

امضا  


۴- استاد داور پایان نامه آقای دکتر علی سعیدی

امضای نماینده تحصیلات تکمیلی



## سپاسگزاری

---

«به نام آنکه جان را فکرت آموخت»

سپاس خدایی که ضمیر انسانها را به نور  
ایمان و چراغ علم منور گردانید و اندیشه و  
تفکر را جوهر وجودمان قرار داد.

واجب می دانم؛

از اساتید گرامی جناب آقای دکتر حسن  
قالیباف اصل، دکتر شاپور محمدی و دکتر  
ناصر فرشادگهر که در تمام مراحل تهیه و  
تنظیم پایان نامه با نظرات دانشمندانه‌شان  
اینجانب را مورد لطف و عنایت قرار دادند  
تشکر و قدردانی نمایم.

در پایان از تمام زحمات پدر و مادر عزیزم  
سپاسگزارم و از کلیه کسانی که در نگارش  
این پایان نامه مرا یاری نمودند، بخصوص  
دوستان عزیز آقایان علیرضا شواخی و  
علیرضا سارنج و خانم سپیده الماسی کمال  
تشکر و قدردانی را می نمایم.

محسن صادقی باطانی

شهریور ۱۳۸۸



تقدیم به اولین معلمان و فرشتگان

زندگییم

---

خانواده عزیزم؛

خصوصاً؛

مادر عزیز و فداکارم:

که نیمی از وجودش، ایثار و گذشت و  
نیمی دیگر عشق و محبت است.

پدر عزیز و بزرگوارم:

که دل دریائیش آموزگار چگونه  
زیستنم شد.

همسر عزیز و مهربانم:

که چشمهای پر امیدش، معنا بخش  
زندگی ام شد.

## چکیده:

علیرغم وجود طرفداران فرضیات بازار کارا، استثنائاتی به وجود آمد که تئوریهای عقلایی قادر به پاسخگویی آن نبودند. لذا در دهه ۱۹۸۰ حوزه جدیدی به نام مالی رفتاری وارد علم مالی شد که قادر به تبیین استثنائات با استفاده از علوم روانشناسی بود؛ در این حوزه تاکید زیادی بر رفتار سرمایه گذاران می‌شد.

در پژوهش حاضر با استفاده از رویکرد مالی رفتاری به بررسی حجم معاملات سهام پرداخته می‌شود و رابطه آن با سقف و کف قیمتی سهام بررسی می‌شود. در این پژوهش دو فرضیه مورد بررسی قرار می‌گیرد که طبق آن ادعا می‌شود حجم معاملات سهام به طور معنی‌داری با سقف و کف قیمتی سهام رابطه دارد. لذا جامعه آماری مورد بررسی، کل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۶ می‌باشد که طی آن ۳۴ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند که با استفاده از روش رگرسیون تلفیقی به بررسی این رابطه پرداخته شد. نتایج نشان داد که حجم معاملات سهام با عبور از سقف قیمتی مورد نظر افزایش می‌یابد ولی حجم معاملات سهام با عبور از کف قیمتی مورد نظر، تغییر معنی‌داری در آن ایجاد نمی‌شود. لذا فرضیه اول در این پژوهش پذیرفته و فرضیه دوم آن رد می‌شود.

عنوان مطالب	صفحه
پیشگفتار.....	غ
<b>فصل اول: کلیات تحقیق.....</b>	<b>۱</b>
۱-۱- مقدمه.....	۲
۱-۲- تشریح و بیان موضوع.....	۳
۱-۳- ضرورت و اهمیت تحقیق.....	۶
۱-۴- فرضیه های تحقیق.....	۶
۱-۵- اهداف اساسی از انجام تحقیق.....	۶
۱-۶- روش انجام پژوهش.....	۷
۱-۶-۱- روش تحقیق.....	۷
۱-۶-۲- روش گردآوری اطلاعات.....	۱۰
۱-۶-۳- قلمرو تحقیق.....	۱۰
۱-۶-۳-۱- دوره زمانی انجام تحقیق.....	۱۰
۱-۶-۳-۲- مکان تحقیق.....	۱۰
۱-۶-۴- جامعه آماری.....	۱۰
۱-۶-۵- نمونه آماری.....	۱۰
۱-۶-۶- روش های مورد نظر برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه.....	۱۰
۱-۷- تعریف واژه ها.....	۱۰

۱۲	فصل دوم: ادبیات تحقیق
۱۳	۱-۲- مقدمه
۱۴	۲-۲- چارچوب های نظریه نوین مالی
۱۷	۳-۲- استثناءهای مالی
۱۸	۳-۳-۱- استثنائات بنیادی
۱۹	۳-۳-۲- استثنائات تکنیکال
۱۹	۳-۳-۳- استثنائات تقویمی
۲۰	۳-۳-۴- سایر استثنائات
۲۲	۴-۲- ظهور مالی رفتاری
۲۳	۵-۲- مفاهیم مالی رفتاری
۲۴	۵-۲-۱- محدودیت در آریتراژ
۲۶	۵-۲-۱-۱- ریسک بنیادی
۲۶	۵-۲-۱-۲- ریسک معامله گران اختلال زا
۲۷	۵-۲-۱-۳- هزینه های اجرا
۲۸	۵-۲-۱-۴- ریسک مدل
۲۹	۵-۲-۲- روانشناسی شناختی
۳۰	۵-۲-۱-۲- تورشهای رفتاری
۳۶	۶-۲- تئوری مطلوبیت مورد انتظار

۴۰	۷-۲- الگوهای تصمیم گیری در خصوص تخصیص دارایی
۴۰	۸-۲- تئوری انتظارات
۴۵	۲-۸-۱- اثر تمایلی
۴۷	۲-۹- مطالعات تجربی اثر تمایلی و نقطه مرجع
۴۷	۲-۹-۱- مطالعه در کشورهای مختلف
۵۰	۲-۹-۲- مطالعات تجربی در ایران
۵۳	<b>فصل سوم: روش تحقیق</b>
۵۴	۳-۱- مقدمه
۵۴	۳-۲- نوع تحقیق
۵۵	۳-۳- روشهای گردآوری اطلاعات
۵۵	۳-۴-۱- قلمرو پژوهش
۵۵	۳-۴-۱-۱- قلمرو زمانی انجام پژوهش
۵۵	۳-۴-۲- قلمرو مکانی پژوهش
۵۵	۳-۴-۳- جامعه آماری
۵۵	۳-۴-۴- نمونه آماری و روشهای نمونه گیری
۵۶	۳-۵- کلیات روش تحقیق
۵۶	۳-۵-۱- انواع داده ها
۵۷	۳-۵-۲- رگرسیون چند متغیره و فرضیات آن

۵۹	۳-۵-۲-۱- فرضیات مدل رگرسیون خطی کلاسیک (CLRM).....
۶۱	۳-۵-۲-۲- نقض فروض مدل رگرسیون کلاسیک.....
۶۳	۳-۵-۳- متغیرهای مجازی.....
۶۴	۳-۵-۴- تکنیکهای تلفیقی و تشکیل الگو برای داده‌های تلفیقی.....
۶۴	۳-۵-۴-۱- مزیت استفاده از داده‌های تلفیقی نسبت به سری‌های زمانی و داده‌های مقطعی.....
۶۶	۳-۵-۴-۲- روشهای تخمین مدل‌های تلفیقی.....
۶۸	۳-۵-۴-۳- مراحل تخمین مدل به وسیله داده‌های تلفیقی.....
۶۹	۳-۵-۴-۴- اثرات ثابت.....
۷۰	۳-۵-۴-۵- اثرات تصادفی.....
۷۱	۳-۵-۴-۶- آزمون هاسمن.....
۷۳	۳-۶-۶- فرضیه‌های تحقیق.....
۷۳	۳-۷-۷- روش آماری برای تجزیه و تحلیل داده‌ها.....
۷۵	۳-۷-۱- آزمونهای t و F.....
۷۶	۳-۷-۲- آزمون دورین-واتسون.....
۷۸	۳-۷-۳- تصحیح کننده وایت.....
۷۹	<b>فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده‌ها.....</b>
۸۰	۴-۱- مقدمه.....
۸۱	۴-۲- فرضیه‌ها.....
۸۱	۴-۳- آزمونهای مدل رگرسیون.....

۸۳	..... ۴-۳-۱- آزمون اثرات ثابت
۸۵	..... ۴-۳-۲- آزمون هاسمن «اثرات تصادفی»
۸۸	..... ۴-۳-۳- اعمال رگرسیون مرحله به مرحله
۹۱	..... ۴-۳-۴- اعمال تصحیح کننده وایت
۹۵	..... ۴-۴- آزمون فرضیه ها
۹۵	..... ۴-۴-۱- آزمون فرضیه اول
۹۵	..... ۴-۴-۲- آزمون فرضیه دوم
۹۶	..... ۴-۴-۳- بررسی سایر آماره ها
۹۷	..... ۴-۵- جمع بندی
۹۹	..... <b>فصل پنجم: نتیجه گیری</b>
۱۰۰	..... ۵-۱- مقدمه
۱۰۱	..... ۵-۲- نتیجه گیری
۱۰۲	..... ۵-۳- محدودیتها
۱۰۴	..... ۵-۴- پیشنهادات
۱۰۵	..... <b>منابع و مأخذ</b>
۱۰۸	..... <b>پیوست</b>
۱۰۹	..... <b>Abstract</b>

### فهرست شکلها

شکل ۱-۱	.....	۴
شکل ۱-۲	.....	۲۸
شکل ۲-۲	.....	۳۸
شکل ۳-۲	.....	۴۲
شکل ۱-۳	.....	۵۹
شکل ۲-۳	.....	۶۱
شکل ۳-۳	.....	۷۷

### فهرست جداول

جدول ۱-۲	.....	۲۲
جدول ۲-۲	.....	۳۹
جدول ۱-۳	.....	۵۵
جدول ۱-۴	.....	۸۱
جدول ۲-۴	.....	۸۳
جدول ۳-۴	.....	۸۴
جدول ۴-۴	.....	۸۵
جدول ۵-۴	.....	۸۶
جدول ۶-۴	.....	۸۶
جدول ۷-۴	.....	۸۸



جدول ۴-۸ ..... ۸۹

جدول ۴-۹ ..... ۹۱

جدول ۴-۱۰ ..... ۹۲

جدول ۴-۱۱ ..... ۹۳

## پیشگفتار

رفتارهای غیر عقلایی سرمایه‌گذاران به همان اندازه قدمت دارد که خود بازارها قدمت دارند. به طوریکه قبل از رسیدن نظریه‌های نوین مالی به پیشرفتهای کنونی، برخی از اقتصاد دانان مثل آدام اسمیت، فیشر، کینز و ماکویتر اعتقاد داشتند که پدیده‌های مربوط به روانشناسی فردی، قیمت را تحت تاثیر قرار می‌دهند. در دهه ۱۹۸۰ با به وجود آمدن استثنائات، بحث رفتارهای غیرعقلایی افزایش یافت به طوریکه کانمن و تیورسکی به ارایه تئوری انتظارات و در پی آن حوزه جدیدی به نام مالی رفتاری مطرح شد. مالی رفتاری به بیان رفتارهایی می‌پردازد تئوریهای بازار کارا قادر به تبیین آنها نبودند. در این پژوهش به بررسی یکی از جنبه‌های مالی رفتاری پرداخته می‌شود. در فصل اول کلیات پژوهش ارایه خواهد شد، در فصل دوم به بیان ادبیات تحقیق مربوط به مالی رفتاری و تئوری انتظارات پرداخته خواهد شد. در فصل سوم این تحقیق به بیان روش آماری و چگونگی تلخیص داده‌ها و معرفی رگرسیون تلفیقی و در فصل چهارم با انجام تجزیه و تحلیل‌ها و آزمونهای مورد نیاز به بررسی فرضیه‌ها پرداخته می‌شود. نهایتاً در فصل پنجم به مقایسه نتایج پژوهش حاضر با پژوهشهای مشابه و نتیجه‌گیری کلی و پیشنهادات می‌پردازیم.

# فصل اول:

## کلیات تحقیق

## ۱-۱- مقدمه

در بورس اوراق بهادار، روزانه تعداد زیادی سهام و اوراق بهادار معامله می‌شوند و طی آن قیمت های آنها دچار نوسان می‌شود. لذا یکی از مهمترین موضوعات برای بررسی و کشف الگوها و قواعد حاکم بر بازار نحوه قیمت گذاری اوراق بهادار مورد معامله است. در دهه های ۱۹۹۰ و قبل از آن اکثر مطالعات انجام شده در مباحث مالی، روی عقلایی بودن فعالان اقتصادی و کارایی بازار تاکید می‌کردند.

با این وجود محققین با استثنائات<sup>۱</sup> زیادی روبرو بودند که مدل‌های نظری در قالب نظریه نوین مالی قادر به تبیین آنها نبودند و یا اینکه با تئوریهای بازار کارا (EMH)<sup>۲</sup> سازگاری نداشتند. در طی دهه اخیر اندیشمندان مالی سعی در تبیین و یافتن علل موارد خاص فوق، با کمک از سایر علوم از جمله رفتاری، علوم اجتماعی و فیزیک بوده اند. از این رو حوزه های میان رشته ای تحت عناوین اقتصاد سنجی مالی، ریاضیات مالی به سرعت شکل گرفت. از جمله مطالعاتی که در این زمینه به سرعت گسترش یافت و تا حدودی توانست پدیده های مذکور را تبیین کند ادغام نظریه های اقتصادی با نظریه های رایج روانشناسی، تحت عنوان «مالی رفتاری»<sup>۳</sup> ارایه شد که توانست ابهامات رایج در مباحث مربوط به فرضیات بازار کارا را پاسخگو باشد.

در این تحقیق نیز سعی می‌شود تا با در نظر گرفتن تئوریهای مربوط به مالی رفتاری، به بررسی قیمت‌ها و حجم معاملات پرداخته شود و حساسیت سرمایه گذاران را بر روی سقف و کف قیمتی سهام بررسی کند.

---

<sup>1</sup> - Anomalies

<sup>2</sup> - Efficient Market Hypothesis

<sup>3</sup> - Behavioral Finance