



تأثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ریسک بر ارزشیابی سهام

حمید رستمی جازا^۱

تاریخ دریافت مقاله : ۹۷/۰۹/۰۶ تاریخ پذیرش مقاله : ۹۷/۱۲/۱۹ یداله تازی وردی^۲

احمد یعقوب نژاد^۳

چکیده

هدف از این پژوهش، بررسی اهمیت نسبی عوامل صرف ریسک و گرایش احساسی سرمایه گذاران در تبیین انحرافات قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام شرکتها است. به همین منظور با استفاده از داده‌های ۹۵ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵، تاثیر شاخص گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ریسک در تبیین انحرافات قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام، با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان داد که انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام می‌تواند با هردو عامل گرایش احساسی سرمایه گذاران و صرف ریسک تبیین شود. اثرات منفی گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران منجر به ارزشیابی کمتر از حد قیمت بازار سهام نسبت به ارزش‌های ذاتی آن می‌شود. متغیر بحران مالی نیز تاثیر معناداری بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شرکتها ندارد.

کلمات کلیدی

گرایش احساسی سرمایه گذاران، صرف ریسک، ارزش ذاتی سهام

۱ دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
hamid.rostami1358@gmail.com

۲ استادیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول)
tariverdi2018@gmail.com

۳ دانشیار گروه حسابداری، دانشکده اقتصاد و حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
yaghoobacc@gmail.com

۱-مقدمه

نظریه های مالی سنتی بر اساس دو اصل عقلایی بودن عوامل اقتصادی و فرضیه بازار کار^۱ شکل گرفته اند (بهار مقدم و جوکار، ۱۳۹۷). از سوی دیگر پارادایم مالی رفتاری که بر دو پایه تورش های رفتاری سرمایه گذاران و محدودیت در آربیتراژ شکل گرفته است، بیان می کند عدم اطمینان اطلاعاتی بر تمایلات برخی سرمایه گذاران تأثیر می گذارد و باعث می شود خطای قیمت گذاری دارایی ها افزایش یابد. (کرنل^۲ و همکاران، ۲۰۱۷) از دیدگاه مالی رفتاری عوامل گوناگون و متنوعی وجود دارد که به موجب آن عوامل، افراد اقدام به اتخاذ تصمیم های غیر بهینه می کنند. لذا سرمایه گذاران باید اهمیت این عوامل را در تصمیم گیری های خود دریابند (زارعی و دارابی، ۱۳۹۷). مدل های تئوریکی نشان می دهند که همسویی معامله گران عقلایی با افرادی که از ضعف های شناختی رنج می برند، سبب قیمت گذاری نادرست و بروز خطاهای سیستماتیک می شوند (طاوسی و همکاران، ۱۳۹۷). براین اساس تغییرات قیمت سهام نه تنها به ارزش های بنیادی سهام بستگی دارد بلکه به رفتار غیرمنطقی و گرایش احساسی^۳ سرمایه گذاران نیز مربوط است (نیکبخت و همکاران، ۱۳۹۵). گرایش احساسی سرمایه گذاران اغلب از باورهای ذهنی نگه داشته شده یا اطلاعات غیرمرتبط با ارزش سهام سرچشمه می گیرد و می تواند موجب واکنش های افراطی یا واکنش های کم به اخبار خوب یا بد شود (عسکری و همکاران، ۱۳۹۴). پژوهش های اخیر نشان می دهد گرایش احساسی سرمایه گذار نقش مهمی در تعیین قیمت ها و تبیین بازده های سری زمانی، به خصوص برای سهام هایی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردارند و محدودیت زیادی در آربیتراژ دارند بازی می کند (زنجیردار و لیتانی، ۱۳۹۷). ضمناً تغییر قیمت سهام و انحراف قیمت جاری سهام از ارزش ذاتی آن علاوه بر عوامل صرف ریسک، با رفتارهای احساسی سرمایه گذاران نیز تبیین می شود (کاراویاس^۴ و همکاران، ۲۰۱۶). بدون شک هر دو عامل رفتار غیرمنطقی سرمایه گذاران و شاخص های اقتصادی می توانند بر روی ارزش بازار سهام شرکت ها تأثیر بگذارند. بر همین اساس هدف از این پژوهش، بررسی اهمیت نسبی عوامل صرف ریسک^۵ و گرایش احساسی سرمایه گذاران در تبیین انحرافات قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام^۶ می باشد. اهمیت این پژوهش در این است که به دانشجویان، اساتید، سرمایه گذاران، مدیران شرکت ها و قانون گذاران بازار سرمایه نشان می دهد سهم عامل گرایش احساسی سرمایه گذاران در ارزشیابی سهام چقدر است. از این رو پرسش اصلی پژوهش این است که تا چه حد از انحراف بین قیمت بازار سهام و قیمت ذاتی سهام با اثرات صرف ریسک و یا رفتار و گرایش احساسی سرمایه گذاران قابل تبیین است.

تأثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ... / رستمی جاز، تازی وردی و یعقوب نژاد

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مالی رفتاری شاخه ای از علوم رفتاری است که به بررسی مسایل مالی از یک نگاه علمی اجتماعی وسیع تر، شامل توجه به روانشناسی و جامعه شناسی و نیز حذف چارچوب های عقلی و منطقی صرف می پردازد. (دارابی و همکاران ، ۱۳۹۵). مالی کلاسیک حکم می کند که سرمایه گذار چگونه باید رفتار کند، لیکن مالی رفتاری سعی دارد پدیده های روانشناختی انسان در سطح بازار و در سطح فردی را شناسایی کرده، توصیف کند واز آنها بیاموزد (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۱). دیدگاه سنتی بازار بر این فرض استوار است که تنها ارزش های بنیادی یک شرکت می تواند در تغییرات قیمتی آن موثر واقع گردد اما پژوهش های اخیر انجام شده نشان می دهد عوامل رفتاری بالاخص گرایش های احساسی سرمایه گذاران در تعیین قیمت و همچنین تبیین بازده های سری زمانی نقش موثر و پر رنگی را دارا می باشد (عسکری و همکاران ، ۱۳۹۴). همچنین دیدگاه مالی رفتاری نشان می دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش احساسی سرمایه گذاران نقش مهمی در تعیین قیمت ها بازی می کند (کیم و ها، ۲۰۱۰). در حقیقت ، فعل و انفعال پویا بین معامله گران اخلا لگر و آربیتراژگران منطقی، قیمت ها را شکل می دهد و اگر یک سهم معامله گرهای اخلا لگر بیشتر و یا معامله گرهای منطقی کم تری داشته باشد نوسانات قیمت آن چشمگیر است (لین^۸، ۲۰۱۰). بنابراین انحراف قیمت سهام نه تنها به ارزش ذاتی حاصل از اطلاعات حسابداری بستگی دارد بلکه به رفتار غیرمنطقی سرمایه گذاران نیز مربوط است که این رفتار را می توان در شاخص گرایش احساسی سرمایه گذار ارزیابی نمود. (ژو و نیو^۹، ۲۰۱۶). گرایش احساسی سرمایه گذاران نسبت به سهام تمایل به سفته بازی می باشد که منتج به سرمایه گذاری سفته بازانه می شود (بیکر و وارگلر^{۱۰}، ۲۰۰۶). وقتی سرمایه گذاران خوشبین هستند ممکن است از اطلاعات منفی چشم پوشی کنند و بی دلیل به اطلاعات مثبت بیش از حد واکنش دهند؛ که این امر موجب ارزش گذاری بیش از حد قیمت سهام می شود. بر عکس وقتی سرمایه گذاران بدبین هستند، از اطلاعات مثبت چشم پوشی می کنند و ممکن است بیش از حد به اطلاعات منفی واکنش و بها دهند. گرایش احساسی سرمایه گذار نسبت به سهام باعث قیمت گذاری اشتباه می شود (چن^{۱۱}، ۲۰۱۱). گرایش های احساسی سرمایه گذار موجب انحراف سیستماتیک از سرمایه گذاری مورد انتظار برای آینده در بازار سرمایه می گردد. هنگامی که بازار سرمایه مملو است از گرایش های احساسی بلند پروازانه و شدید، ممکن است که بهره وری سرمایه گذاری شرکت محدود شده و یا کاهش یابد. (زنجیردار و لیتانی، ۱۳۹۷). عاملی که باعث می شود برخی از سهام در مقابل تغییرات

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره سی و نهم / تابستان ۱۳۹۸

گسترده در گرایش به معاملات پرریسک آسیب پذیرتر باشند، ذهنیت نسبت به ارزشگذاری آنهاست. به عنوان مثال، یک سهم متعارف نوپا، بدون سود، با رشد شدید را در نظر بگیرید. نبود صورت‌های مالی در سال‌های گذشته و وجود فرصت‌های رشد ظاهراً نامحدود به سرمایه‌گذاران کم تجربه امکان می‌دهد، با وجود طیف گسترده‌ای از ارزش‌گذاری‌ها، نقش گرایش احساسی را برای سرمایه‌گذاری از خیلی خیلی کم به خیلی خیلی زیاد تغییر دهد. در طول یک دوره حساب، زمانی که گرایش به معاملات پرریسک زیاد است، این نوع ویژگی به سرمایه‌گذاران فرصت طلب نیز امکان افزایش بیشتر قیمت پایانی را می‌دهد. (بیکر و وارگلر، ۲۰۰۶). از سوی دیگر انتظار می‌رود اثر صرف ریسک، قیمت بازار سهام را در مقایسه با ارزش ذاتی سهام، کاهش دهد تا بتوان زیانهای احتمالی آینده، یا کاهش، در سود آتی را کم نمود. در مقایسه با آنچه در مورد ارزش ذاتی سهام صدق می‌کرد چنین زبان‌هایی، بازده مورد انتظار بالاتری از سهام را نیاز دارند. در طول دوره خوش بینی بازار، اثرات انتظارات و رفتارهای سرمایه‌گذاران، باعث می‌شود سهام بیش از حد ارزشگذاری گردد. در مقابل، در دوره‌های بحران مالی^{۱۲}، اثرات انتظارات و رفتارهای سرمایه‌گذاران تاثیر معکوسی بر قیمت بازار سهام خواهد داشت. این تاثیر باعث می‌گردد قیمت بازار سهام به سمت ارزش ذاتی سهام برگردد (کاراویاس و همکاران، ۲۰۱۶). فاما و فرنچ^{۱۳} (۱۹۹۳) نشان دادند که انحراف قیمت سهام از ارزش‌های ذاتی خود را می‌توان با تاثیر صرف ریسک توضیح داد. آنها نشان دادند که سه عامل در بازار سهام وجود دارد که عبارتند از: ۱- عامل کلی بازار ۲- عوامل مرتبط با اندازه شرکت و ۳- نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (فاما و فرنچ، ۱۹۹۳). آنها با افزودن دو عامل اندازه و ارزش به عامل بازار که قبلاً در مدل قیمت‌گذاری داراییهای سرمایه‌ای احصاء شده بود، مدل سه عاملی ارائه کردند که توان توضیحی بازده مورد انتظار سهام را افزایش داد (دولو و غلامی، ۱۳۹۷). همانند رگرسیون‌های مقطعی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) رگرسیون‌های سری زمانی بیان می‌کنند که اندازه و ارزش دفتری به ارزش بازار می‌توانند تفاوت‌هایی میان بازدهی متوسط سهام نشان دهند اما این عوامل به تنهایی قادر به توضیح دادن تفاوت فاحش میان بازدهی متوسط سهام و اوراق قرضه نیستند. این وظیفه بر عهده عوامل بازار گذاشته می‌شود بنابراین صرف ریسک مرتبط با عامل بازار متوسط بازدهی سهام را به اوراق قرضه مرتبط می‌کند (کاراویاس و همکاران، ۲۰۱۶).

تعداد زیادی از مطالعات بیان کرده‌اند که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران ممکن است بر قیمت سهام تاثیر داشته باشند. کاراویاس و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام می‌تواند با هر دو عامل گرایش احساسی سرمایه‌گذاران

تاثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ... / رستمی جاز، تاری وردی و یعقوب نژاد

و صرف ریسک تبیین شود. یانگ^{۱۴} و ژو (۲۰۱۵) دریافتند که هم رفتار تجاری سرمایه گذار و هم گرایش احساسی سرمایه گذار نسبت به سهام تأثیرات شگرفی بر بازده های مازاد فراتر از سه فاکتور مدل فاما و فرنچ (۱۹۹۳) می گذارد. میوا^{۱۵} (۲۰۱۶) نشان داد که نوسان زیاد در پیش بینی رشد بازار زمانی حاصل می شود که شاخص ها برای گرایش احساسی سرمایه گذار نسبت به سهام در ابتدای دوره بالا است. ژو و نیو (۲۰۱۶) در پژوهشی در کشور چین به این نتیجه رسیدند که گرایش احساسی سرمایه گذاران نسبت به سهام، رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد نیاز^{۱۶} را تغییر می دهد. کوماری و ماهاکود^{۱۷} (۲۰۱۵) در پژوهش خود نشان دادند که بازده های گذشته و احساس سرمایه گذاران پیشین بطور مثبت و منفی بر نوسانات بازار تأثیر دارند. عسکری و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. بشیری منش (۱۳۹۵) در پژوهش نشان داد که حالات و احساسات سرمایه گذاران در زمان تصمیم درباره خرید و فروش سهام بر منطق تصمیم گیری آنها تأثیر بسزایی دارد. رضایتی و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهش خود تأیید نمودند احساسات سرمایه گذاران از طریق سودهای غیرمنتظره قابل پیش بینی اند و به وسیله آن می توان جهت حرکت بازار را پیش بینی نمود. ستایش و شمس الدینی (۱۳۹۵) در پژوهش خود نتیجه گیری نمودند که متغیر گرایش احساسی سرمایه گذاران به همراه متغیرهای کنترلی می تواند تأثیر بااهمیتی بر قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران داشته باشد. عسکری زاده و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی خود نشان دادند مدل رفتاری ارائه شده در مقایسه با مدل های سنتی ارزش گذاری سهام، دارای عدم اطمینان کمتر بوده و به عبارتی از قابلیت اطمینان بیشتری در امر ارزشگذاری سهام برخوردار است. نتایج پژوهش بهارمقدم و جوکار (۱۳۹۷) نشان داد گزارش های حسابرس اعتماد سرمایه گذاران به اطلاعات حسابداری را تقویت می کند و بر تمایلات سرمایه گذاران در قیمت گذاری سهام تأثیر می گذارد.

بیشتر مطالعات در گذشته تأثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران را به تنهایی بر ارزشیابی سهام مورد بررسی قرار داده اند. ضمناً در ادبیات موجود به ندرت یک مبنای تئوریک برای مقایسه تأثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ریسک وجود دارد. در این پژوهش تأثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ریسک که شامل متغیرهای خاص شرکت و متغیرهای کلان اقتصادی است، بر اساس روش رگرسیون سلسه مراتبی ارائه شده است. ضمناً در این پژوهش، تأثیر

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره سی و نهم / تابستان ۱۳۹۸

انتظارات معکوس سرمایه گذاران بر ارزشیابی سهام در شرایط بحران مالی نیز مد نظر قرار می گیرد که در پژوهش های داخلی پیشین به این موضوع پرداخته نشده است.

۳- روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف کاربری و بر مبنای روش از نوع همبستگی با رویکرد رگرسیونی است که در آن برای آزمون مدل های پژوهش از تحلیل رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده های ترکیبی استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که کلیه شرایط ذیل را دارا باشند: تا پایان سال ۱۳۸۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و سال مالی آنها به پایان اسفند منتهی شود؛ به دلیل ماهیت متفاوت، شرکت ها نباید در گروه واسطه گری مالی باشند؛ اطلاعات مورد نیاز شرکت ها در دسترس باشد؛ حداقل دارای ۲۰۰ روز معاملاتی در سال باشند. پس از اعمال شرایط بیان شده، ۹۵ شرکت از جامعه مدنظر باقی ماند که طی ۶ سال بررسی، در مجموع ۵۷۰ سال-شرکت را دربرمی گیرد.

۳-۱- فرضیه های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ارائه شده و تاثیر پذیری ارزشیابی سهام از عامل گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ریسک، فرضیه پژوهش به صورت زیر تدوین شده است.

فرضیه پژوهش: گرایش احساسی سرمایه گذاران نسبت به سهام و عوامل صرف ریسک بر انحراف بین ارزش بازار و ارزش ذاتی سهام تاثیر دارد.

۳-۲- مدل و متغیرهای پژوهش

در این پژوهش برای آزمون فرضیه از مدل استفاده شده است (کاراویاس و همکاران، ۲۰۱۶).

$$p_{it} - p_{it}^* = c_i + \sum_{j=1}^J B_{ij} Z_{ijt} + \sum_{k=1}^K Y_{ik} X_{kt} + \delta_i SENT_t + u_{it}, \text{ for } i = 1, 2, \dots \quad (1)$$

در مدل بالا، p_{it} قیمت بازار؛ p_{it}^* ارزش ذاتی سهام؛ Z_{ijt} منعکس کننده J اثر مختلف خاص شرکت است که این متغیرها می توانند عوامل صرف ریسک فاما و فرنچ را ثبت کنند و X_{kt} شامل K متغیر اقتصاد کلان مشاهده شده می گردد که حرکات چرخه کسب و کار صرف ریسک را منعکس می کنند؛ و $SENT_t$ شاخص گرایش احساسی سرمایه گذاران نسبت به سهام است. در این پژوهش، مدل فوق به کمک الگوی رگرسیون چند متغیره مبتنی بر داده های ترکیبی در طی پنج مرحله مورد آزمون شده اند تا بر مبنای تحلیل ضریب تعیین اثر هر یک از متغیرها بر انحراف قیمت سهام مشخص شود.

تأثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ... / رستمی جاز، تاری وردی و یعقوب نژاد

متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام می باشد که از تفاوت بین قیمت پایان سال بازار سهام و ارزش ذاتی سهام و تقسیم اختلاف بر ارزش ذاتی سهام بدست می آید. همچنین برای محاسبه ارزش ذاتی هر سهم در ابتدای سال از مدل ۲ که توسط جیونگ بان کیم^{۱۸} و همکاران (۲۰۱۵) ارائه شده ، استفاده می شود.

$$P_0 = \frac{DPS_1}{r-g} \quad (2)$$

در مدل ۲ :

DPS_1 : سود نقدی برآوردی در هر سال و g : نرخ رشد سود تقسیمی و r : بازده مورد انتظار صاحبان سهام می باشد.

متغیر های مستقل

متغیرهای مستقل در این پژوهش ، شاخص گرایش احساسی سرمایه گذار و عوامل صرف ریسک شامل متغیرهای خاص شرکت و متغیرهای اقتصادی است . برای محاسبه شاخص گرایش احساسی سرمایه گذار نسبت به سهام ، از شاخص ترکیبی پیشنهاد شده توسط بیکر و وارگلر (۲۰۰۶) استفاده شده است . طبق روش بیکر و وارگلر با استفاده از روش تحلیل مؤلفه های اصلی نرخ گردش بازار ، بازده عرضه اولیه سهام ، افزایش سرمایه و صرف سود تقسیمی به یک متغیر جهت اندازه گیری گرایش احساسی سرمایه گذار نسبت به سهام تبدیل می شود و در تجزیه و تحلیل فرضیه ها مورد استفاده قرار می گیرد. نحوه اندازه گیری هر یک از معیارهای بیان شده مشاهده می شود:

جدول ۱- معیارهای مربوط به اندازه گیری شاخص گرایش احساسی سرمایه گذار

TURN	نرخ گردش بازار سهام که از تقسیم تعداد سهام معامله شده در سال t بر کل سهام شرکت مورد نظر بدست می آید .
RIPO	بازده عرضه اولیه که مجموع بازده سهام پس از عرضه اولیه در ۵ روز کاری (یک هفته) در نظر گرفته می شود .
S	افزایش سرمایه شرکت به عنوان معیاری برای اندازه گیری فعالیت های مالی است که معادل درصد افزایش سرمایه در نظر گرفته می شود .
P(D-ND)	صرف سود تقسیمی که از لگاریتم اختلاف میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت هایی که بیش از ۱۰ درصد سودخالص سود سهام پرداخت کرده اند و شرکت هایی که معادل ۱۰ درصد سودخالص سود سهام پرداخت کرده اند.

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره سی و نهم / تابستان ۱۳۹۸

قدم اول در اجرای روش تحلیل مؤلفه اصلی^{۱۹} شناسایی گروه همبسته از بین متغیرها است. برای این منظور از دو ماتریس همبستگی یا کوواریانس می توان استفاده کرد (مهتدی و همکاران، ۱۳۹۷). مهم ترین و دومین مرحله در روش تحلیل عاملی، اطمینان از مناسب بودن متغیرهاست که بدین منظور در این پژوهش از آزمون های KMO و آزمون کرویت بارتلت استفاده شده است (مومنی و قیومی، ۱۳۸۷). نتایج آزمون ها در جدول ۲ ارائه شده است. از آنجایی که مقدار آماره KMO بیشتر از ۰,۵۰، به دست آمده است، داده ها برای تحلیل عاملی مناسب هستند. ضمناً نتایج آزمون بارتلت در سطح خطای ۵ درصد معنادار است و نشان می دهد همبستگی معناداری بین متغیرها وجود دارد. به طور کلی نتایج هر دو آزمون حاکی از آن است که نمونه بررسی شده از کفایت لازم برخوردار بوده و متغیرهای مناسبی برای انجام تحلیل عاملی انتخاب شده است.

جدول ۲ - نتایج آزمون KMO و کرویت بارتلت

۰,۵۲۱	آماره KMO
۷۱,۹۷۷	آماره کرویت بارتلت
۰,۰۰۰	سطح معناداری

پس از بررسی مناسب بودن متغیرها، گام دوم برای اجرای تحلیل عاملی، استخراج عامل ها و تعیین آنهاست. نتایج روش تحلیل مؤلفه اصلی نشان می دهد که تمام عامل ها مقدار کمتر از ۱ دارند. بنابراین تمامی عامل ها از تحلیل استخراج می شوند و در عامل گرانش احساسی سرمایه گذار جمع می شوند. نتیجه بارهای عاملی بر مبنای مؤلفه اصلی به صورت رابطه خطی زیر بر اساس شاخص گرانش احساسی سرمایه گذاران به شرح مدل ۳ است.

$$SENT = 0.278 \text{ TURN} + 0.526 \text{ RIPO} + 0.544 \text{ P(D-ND)} + 0.278 \text{ S} \quad (3)$$

متغیرهای مربوطه عوامل صرف ریسک در مدل پژوهش به دودسته کلی تقسیم می شوند. اولین گروه با متغیرهای Z_{ijt} تعریف می شود، که منعکس کننده اثر مختلف خاص شرکت است و شامل:

SIZE: اندازه شرکت بوده که از طریق لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت محاسبه می شود.

EP: نسبت سود هر سهم به قیمت بازار هر سهم می باشد.

BM: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت می باشد.

DP: سود پرداختی هر سهم به قیمت بازار هر سهم می باشد.

گروه دوم، با متغیرهای x_{kt} تعریف می شود، و شامل K متغیر اقتصاد کلان مشاهده شده می گردد

تأثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ... / رستمی جاز، تاری وردی و یعقوب نژاد

و شامل موارد ذیل می باشد :

GROWTH : تغییرات در نرخ تولید ناخالص داخلی
 INF : تغییرات در نرخ تورم
 EXCH : تغییرات در نرخ ارز موثر واقعی
 MARKET : بازده کل بازار سهام

متغیر تعدیل گر

برای بررسی اثرات معکوس انتظارات سرمایه گذاران بر ارزشیابی سهام از یک متغیر مجازی تحت عنوان بحران مالی استفاده می شود. برای تعریف متغیر بحران مالی از کاهش شاخص بازار سهام طبق مقاله فرانکل و ساراولوس^{۲۰} (۲۰۱۲) استفاده می شود. به این صورت که در سالهایی که شاخص بازار نسبت به سال قبل کاهش یافته عدد یک به عنوان شاخص بحران مالی و در سایر سال ها عدد صفر منظور می شود.

۴- یافته های پژوهش

۴-۱- آمار توصیفی

جدول ۳ حاوی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش است. متغیر نسبت سود پرداختی به قیمت با انحراف معیار ۰,۰۷۸ دارای کمترین پراکندگی از میانگین و متغیر انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی با انحراف معیار ۲,۴۰۸ دارای بیشترین پراکندگی از میانگین را دارا می باشند. در بررسی ضریب کشیدگی مشاهده می شود که تمام متغیرهای بررسی شده دارای ضریب کشیدگی مثبت یعنی بلندتر از توزیع نرمال هستند.

جدول ۳- نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین	بیشترین	چولگی	کشیدگی
p-p*	۱,۰۹۶	۰,۰۶۹	۲,۴۰۸	-۰,۷۱۸	۹,۱۹۴	۲,۳۱۶	۷,۶۴۴
CRESIS	۰,۳۳۳	۰,۰۰۰	۰,۴۷۲	۰	۱	۰,۷۰۷	۱,۵۰۰
SENT	۰,۱۹۱	۰,۰۹۴	۰,۲۲۴	۰,۰۲۱	۰,۸۷۷	۱,۸۴۰	۵,۶۴۸
SIZE	۲۷,۹۴۱	۲۷,۷۱۶	۱,۶۴۱	۲۳,۸۵۸	۳۲,۶۷۸	۰,۵۴۸	۳,۳۳۱
BM	۰,۵۴۳	۰,۴۶۲	۰,۳۲۳	۰,۱۳۲	۱,۳۰۳	۰,۸۶۴	۲,۹۱۷
MARKET	۰,۱۲۱	۰,۱۱۰	۰,۲۱۷	-۰,۲۰۹	۰,۴۶۸	۰,۱۰۴	۲,۱۰۶
INF	۰,۲۰۵	۰,۱۸۶	۰,۰۹۴	۰,۰۹۰	۰,۳۴۷	۰,۳۰۶	۱,۵۶۳
EP	۰,۱۲۹	۰,۱۴۱	۰,۱۰۲	-۰,۰۹۵	۰,۳۱۷	-۰,۲۷۳	۲,۶۵۷
EXCH	۰,۱۵۷	۰,۱۰۵	۰,۱۲۸	۰,۰۵۷	۰,۴۲۳	۱,۳۱۹	۳,۲۵۳
DP	۰,۰۹۷	۰,۰۸۹	۰,۰۷۸	۰,۰۰۰	۰,۲۵۱	۰,۳۴۳	۱,۹۵۶
GDP	-۰,۱۰۰	۰,۰۱۴	۰,۳۰۳	-۰,۷۷۰	۰,۱۲۵	-۱,۶۹۷	۴,۰۵۰

۴-۲- برآورد مدل به روش داده های ترکیبی

در این پژوهش از آزمون F لیمر برای تعیین نوع روش تخمین (روش داده های تلفیقی یا روش داده های پانل) و از آزمون هاسمن برای تعیین نوع الگو (اثرهای تصادفی یا ثابت) استفاده شده است. نتایج این دو آزمون که در جدول ۴ ارائه شده است ، نشان می دهد که برای تمام الگوهای پژوهش سطح معنی داری آزمون F لیمر هاسمن کمتر از ۰/۰۵ است . از این رو مدل پانل با اثرهای ثابت برای آنها انتخاب می شود.

جدول ۴ - نتایج آزمون داده های ترکیبی

مدل	آزمون هاسمن		آزمون F لیمر		
	سطح معنی داری	آماره کای دو	مدل	سطح معنی داری	آماره F
۱	۰,۳۲۸	۰,۹۵۶	پانل	۰,۰۰۰	۳,۴۸۹
۲	۰,۰۱۱	۱۲,۹۹۷	پانل	۰,۰۰۰	۴,۳۹۴
۳	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	پانل	۰,۰۰۰	۴,۱۳۲
۴	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	پانل	۰,۰۰۰	۴,۹۶۲
۵	۱,۰۰۰	۰,۰۰۰	پانل	۰,۰۰۰	۴,۹۶۵

۴-۳- بررسی خودهمبستگی سریالی

در بررسی خودهمبستگی در داده های تابلویی از آزمون والد ریچ استفاده شده است . بررسی آزمون والد ریچ در جدول ۵ نشان داد در سطح خطای ۵ درصد، مقدار آماره آزمون برای مدل های رگرسیونی فرضیه پژوهش به غیر از مدل اول بزرگتر از ۵ درصد است . با توجه به اینکه در مدل اول مدل رگرسیونی فرضیه پژوهش پدیده خودهمبستگی در الگوی رگرسیونی مورد تأیید قرار گرفته است، لذا به منظور رفع مشکل از متغیر اتورگرسیو AR(1) استفاده می شود.

جدول ۵- نتایج آزمون خودهمبستگی

مدل	آزمون خود همبستگی	
	سطح معنی داری	وضعیت
۱	۰,۰۴۳	وجود خود همبستگی سریالی
۲	۰,۱۴۵	عدم وجود خود همبستگی سریالی
۳	۰,۳۸۶	عدم وجود خود همبستگی سریالی
۴	۰,۲۹۵	عدم وجود خود همبستگی سریالی
۵	۰,۲۶۳	عدم وجود خود همبستگی سریالی

تاثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ... / رستمی جاز، تاری وردی و یعقوب نژاد

۴-۴- بررسی ناهمسانی واریانس

در این پژوهش برای انجام آزمون ناهمسانی واریانس در خصوص مدل دوم پژوهش از آماره والد تعدیل شده استفاده می شود. نتایج آزمون در جدول ۶ نشان داد در سطح خطای ۵ درصد، مقدار آماره آزمون برای مدل های رگرسیونی فرضیه پژوهش کوچکتر از ۵ درصد است و حاکی از وجود ناهمسانی واریانس است. با توجه به وجود ناهمسانی واریانس و به منظور رفع مشکل از رویکرد عملی حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده می شود. همچنین با توجه به این که در سایر مدل های رگرسیونی فرضیه پژوهش الگوی اثرات تصادفی انتخاب گردیده است بنابراین نیازی به انجام آزمون ناهمسانی واریانس برای آنها نمی باشد.

جدول ۶ - نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

آزمون ناهمسانی واریانس			
مدل	آماره کای دو	سطح معنی داری	وضعیت
۲	۵۹۹۰۱,۶۷	۰,۰۰۰	وجود ناهمسانی واریانس

۴-۵- نتایج آزمون فرضیه ها

همانطور که نتایج جدول ۷ نشان می دهد ، در این بخش از پژوهش به بررسی تاثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ریسک بر ارزشیابی سهام با استفاده از یک مدل پانل دیتا پرداخته می شود. در ستون ۱ جدول ۷ گرایش احساسی سرمایه گذاران به عنوان متغیر مستقل در مدل گنجانده شده است. ضمناً در ستون ۲ و ۳ جدول ۷ به ترتیب متغیرهای خاص شرکت و متغیرهای کلان اقتصادی به عنوان متغیر مستقل در مدل گنجانده شده اند. در ستون ۴ نیز تمامی متغیرهای مستقل بطور همزمان در مدل وارد شده اند. علاوه بر این متغیر تعدیل گر بحران مالی نیز در ستون ۵ جدول ۷ به منظور سنجش انتظارات معکوس سرمایه گذاران در ارزشیابی سهام وارد شده است. با توجه به آماره F و سطح معناداری (۰,۰۰۰) مدل های رگرسیون برازش شده معنادار می باشند. مقدار آماره دوربین واتسون در مدل های برازش شده بیانگر نبود خطاهای خود همبستگی در تمامی مدل ها می باشد. همان طور که در ستون ۱ جدول ۷ نشان داده شده است مقدار ضریب تعیین ۰/۰۲۵ بدست آمده و نشان می دهد متغیر گرایش احساسی سرمایه گذاران حدود ۲/۵ درصد از انحرافات قیمت سهام را تبیین می کنند. در بررسی معناداری ضرایب ، نتایج نشان می دهد بین متغیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام رابطه معناداری

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره سی و نهم / تابستان ۱۳۹۸

در سطح معناداری ۰/۰۵ وجود دارد که با توجه به منفی بودن مقدار ضریب، جهت این رابطه معکوس است و بیانگر این است افزایش در متغیرگرایش احساسی سرمایه گذاران منجر به ارزشیابی کمتر از حد قیمت بازار سهام نسبت به ارزش های ذاتی آن می شود. در ستون ۲ جدول ۷ مقدار ضریب تعیین ۰/۴۸۶ بدست آمده و نشان می دهد متغیرهای خاص شرکت حدود ۴۸ درصد از انحرافات قیمت بازار سهام را تبیین می کنند. در بررسی معناداری ضرایب مدل ۲، نتایج نشان می دهد بین نسبت سودپرداختی و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام رابطه مثبت معناداری در سطح معناداری ۰/۰۵ وجود دارد و بیانگر این موضوع است که افزایش در نسبت سود پرداختی منجر به ارزشیابی بیش از حد قیمت سهام می شود. همچنین با توجه به منفی بودن مقدار ضریب متغیر ارزش دفتری به ارزش بازار و معناداری ضرایب، دارای رابطه معکوس با انحرافات قیمت سهام می باشد و بیانگر این موضوع است که افزایش در نسبت ارزش دفتری با ارزش بازار سهام شرکت منجر به ارزشیابی کمتر از حد قیمت سهام می شود. بررسی سطح معناداری متغیرهای دیگر نیز نشان می دهد که نسبت سود به قیمت سهام و اندازه شرکت رابطه معناداری با انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام شرکت ندارند. همان طور که در ستون ۳ جدول ۷ نشان داده شده است مقدار ضریب تعیین ۰/۱۳۶ بدست آمده و نشان می دهد متغیرهای کلان اقتصادی حدود ۱۳ درصد از انحرافات قیمت سهام را تبیین می کنند. در بررسی معناداری ضرایب، نتایج نشان می دهد بین نرخ رشد تولید ناخالص داخلی و نرخ ارز موثر واقعی و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام رابطه معناداری در سطح معناداری ۰/۰۵ وجود دارد که با توجه به مثبت بودن مقدار ضریب نرخ ارز موثر واقعی، جهت این رابطه مستقیم است و بیانگر این موضوع است که افزایش در نرخ ارز موثر واقعی منجر به ارزشیابی بیش از حد قیمت سهام می شود.

تاثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ... / رستمی جاز، تاری وردی و یعقوب نژاد

جدول ۷- آزمون رگرسیون اثرات شاخص گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ریسک

متغیرها	مدل ۱	مدل ۲	مدل ۳	مدل ۴	مدل ۵
	ضرایب(آماره t)	ضرایب(آماره t)	ضرایب(آماره t)	ضرایب(آماره t)	ضرایب(آماره t)
C	۱,۳۹۷ (۲,۱۱۶)	-۱,۲۰۳ (-۰,۸۶۵)	۰,۲۳۴ (۰,۸۷۷)	-۰,۶۶۳ (-۰,۲۵۹)	-۰,۳۴۲ (-۰,۱۳۳)
SENT	۱,۵۲۷- (-۲,۵۷۲)	-	-	-۱,۲۱۳ (-۳,۳۶۰)	-۱,۲۰۲ (-۳,۳۲۵)
CRISIS	-	-	-	-	-۰,۲۰۹ (-۰,۹۷۰)
EP	-	-۰,۱۹۹ (-۰,۵۶۶)	-	-۰,۲۷۱ (-۰,۲۰۹)	-۰,۲۱۴ (-۰,۱۶۵)
DP	-	۵,۸۵۹ (۸,۴۴۱)	-	۶,۱۱۰ (۳,۳۵۰)	۶,۲۱۵ (۳,۴۱۳)
BM	-	-۱,۶۱۰ (-۱۰,۶۴۰)	-	-۲,۱۱۴ (-۷,۶۹۴)	-۲,۱۲۰ (-۷,۷۲۳)
SIZE	-	۰,۰۹۴ (۱,۹۱۷)	-	۰,۰۷۴ (۰,۸۳۴)	۰,۰۷۱ (۰,۷۹۴)
GDP	-	-	-۱,۸۰۶ (-۴,۳۲۵)	-۱,۷۶۰ (-۴,۳۴۵)	-۱,۸۴۱ (-۴,۴۳۸)
INF	-	-	-۱,۲۵۱ (-۰,۷۲۵)	۲,۶۱۶- (-۱,۴۳۸)	-۳,۸۲۳ (-۱,۷۳۴)
EXCH	-	-	۵,۳۸۱ (۴,۹۷۱)	۵,۱۶۴ (۴,۶۵۰)	۵,۶۲۰ (۴,۶۴۴)
MARKET	-	-	۰,۷۵۹ (۱,۱۲۴)	۰,۵۰۹ (۰,۷۷۱)	۰,۵۱۵ (۰,۷۷۹)
ضریب تعیین	۰,۰۲۵	۰,۴۸۶	۰,۱۳۶	۰,۲۴۸	۰,۲۵۰
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۰۲۳	۰,۳۷۹	۰,۱۳۰	۰,۲۳۶	۰,۲۳۶
آماره F(سطح معناداری)	(۰,۰۰۰)۱۴,۵۶۰	(۰,۰۰۰)۴,۵۴۶	(۰,۰۰۰)۲۲,۲۰۸	(۰,۰۰۰)۲۰,۵۵۴	(۰,۰۰۰)۱۸,۵۹۱
دوربین وانسون	۱,۹۵	۲,۴۴	۲,۰۶	۲,۰۲	۲,۰۱

همچنین با توجه به منفی بودن مقدار ضریب متغیر نرخ رشد تولید ناخالص داخلی جهت این رابطه معکوس می باشد و بیانگر این موضوع است که افزایش در نرخ رشد تولید ناخالص داخلی منجر به ارزشیابی کمتر از حد قیمت سهام می شود. بررسی سطح معناداری متغیرهای مستقل دیگر نیز

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره سی و نهم / تابستان ۱۳۹۸

نشان می دهد که نرخ تورم و بازده کل بازار رابطه معناداری با انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شرکت ندارند. مقدار ضریب تعیین ۰/۲۴۸ بدست آمده در برازش رگرسیون مدل ۴ نشان می دهد که متغیرهای گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ریسک حدود ۲۴ درصد از انحرافات قیمت سهام از ارزش ذاتی آن را را تبیین می کنند. در ستون ۵ جدول ۷ نتایج مربوط به تاثیر متغیرهای گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ریسک بر انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام در شرایط وجود بحران مالی ارائه شده است. مقدار ضریب تعیین ۰/۲۵ بدست آمده و نشان می دهد متغیرهای مستقل حدود ۲۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تبیین می کنند. در بررسی معناداری ضرایب، نتایج نشان می دهد بین متغیر بین بحران مالی و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شرکتها رابطه معناداری وجود ندارد. به این معنا که عامل بحران مالی تاثیری در نحوه ارزش گذاری سهام ندارد.

۵- نتیجه گیری و بحث

این پژوهش به بررسی اثرات شاخص گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ریسک بر انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام پرداخت. برای محاسبه شاخص ترکیبی گرایش احساسی سرمایه گذاران نسبت به سهام از روش ارائه شده توسط بیکر و وارگلر (۲۰۰۶) مبتنی بر ۴ عامل نرخ گردش بازار، بازده عرضه اولیه سهام، افزایش سرمایه و صرف سود تقسیمی و با استفاده از تحلیل مؤلفه های اصلی استفاده شد. عوامل صرف ریسک نیز در دو دسته متغیرهای خاص شرکت شامل اندازه شرکت، نسبت سود به قیمت سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت سود پرداختی به قیمت سهام و دسته دوم متغیرهای اقتصادی شامل نرخ رشد تولید ناخالص داخلی، نرخ تورم، نرخ ارز موثر واقعی و همچنین بازده کل بازار سهام در نظر گرفته شدند. ضمناً برای بررسی اثرات معکوس گرایش احساسی سرمایه گذاران بر ارزشیابی سهام از یک متغیر مجازی تحت عنوان بحران مالی استفاده شد.

یافته های پژوهش نشان داد که انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام می تواند با هر دو عامل گرایش احساسی سرمایه گذاران و صرف ریسک تبیین شود. نتایج پژوهش حاضر با مبانی نظری و پیشینه پژوهش در یک راستا می باشد؛ دیدگاه سنتی بازار بر این فرض استوار است که تنها ارزش های بنیادی یک شرکت می تواند در تغییرات قیمتی آن موثر واقع گردد. اما پژوهش های اخیر انجام شده نشان می دهد، گرایش های احساسی سرمایه گذاران در تعیین قیمت و همچنین تبیین بازده های سری زمانی نقش موثر و پر رنگی را دارا می باشد. (زنجیردارولیتانی، ۱۳۹۷). نتایج مرتبط

تأثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ... / رستمی جاز، تاری وردی و یعقوب نژاد

با آزمون‌های رگرسیونی مدل پژوهش نشان داد که بین شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام رابطه منفی و معنادار وجود دارد. این یافته گویای این است که، اثرات منفی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران (به دلیل بدبینی سرمایه‌گذاران) منجر به ارزشیابی کمتر از حد قیمت بازار سهام نسبت به ارزش‌های ذاتی آن می‌شود. وقتی سرمایه‌گذاران بدبین هستند، از اطلاعات مثبت چشم‌پوشی می‌کنند و ممکن است بیش از حد به اطلاعات منفی واکنش و بها دهند به طوری که گرایش احساسی سرمایه‌گذار نسبت به سهام باعث قیمت‌گذاری اشتباه می‌شود. نتیجه مذکور با نتیجه پژوهش چن (۲۰۱۱) همسوبوده و با نتیجه پژوهش کاراویاس و همکاران (۲۰۱۶) مغایر می‌باشد. سایر نتایج آزمون‌های رگرسیونی مدل پژوهش حاضر نشان داد که بین نسبت سودپرداختی و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به این معنا که افزایش در این نسبت در شرکت‌ها منجر به ارزشیابی بیش از حد سهام شرکت‌ها خواهد شد که این نتیجه مغایر با نتایج پژوهش کاراویاس و همکاران (۲۰۱۶) است. همچنین بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد و بیانگر این است که افزایش در نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت‌ها منجر به ارزشیابی کمتر از حد سهام شرکت‌ها خواهد شد. ضمناً مقایسه و بررسی نتایج آزمون‌های رگرسیونی مدل و تغییرات ضرایب تعیین بیانگر این موضوع است که بخش عمده‌ای از انحراف قیمت سهام از طریق متغیرهای خاص شرکت تبیین می‌شود. نتایج آزمون این مدل‌ها همسو با نتایج پژوهش کاراویاس و همکاران (۲۰۱۶) است.

همچنین نتایج پژوهش نشان داد که بین نرخ ارز موثر واقعی و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به این معنا که افزایش در این نرخ منجر به ارزشیابی بیش از حد سهام شرکت‌ها خواهد شد. از سوی دیگر بین نرخ رشد تولید ناخالص داخلی و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام رابطه منفی و معناداری وجود دارد که بیانگر این موضوع است که افزایش نرخ رشد تولید ناخالص داخلی منجر به ارزشیابی کمتر از حد سهام شرکت‌ها خواهد شد. این نتایج آزمون نیز همسو با نتایج پژوهش کاراویاس و همکاران (۲۰۱۶) است.

یافته پژوهش در ارتباط با بررسی اثرات معکوس انتظارات سرمایه‌گذاران در شرایط بحران مالی نشان داد که بین متغیر بحران مالی و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. از سوی دیگر نتایج مرتبط با رابطه منفی بین متغیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و انحراف قیمت سهام با ورود متغیر بحران مالی به مدل هیچگونه تغییری نکرد. همچنین تغییر

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره سی و نهم / تابستان ۱۳۹۸

محسوسی در ضریب تعیین مدل نیز اتفاق نیفتاد. این یافته بیانگر این موضوع است که متغیر بحران مالی تاثیر معناداری بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شرکت ها ندارد. نتایج آزمون این مدل ها مغایر با نتایج پژوهش کاراویاس و همکاران (۲۰۱۶) و بیکر و وارگلر (۲۰۰۶) می باشد .

شایان ذکر است با توجه به نتایج پژوهش و با در نظر گرفتن تغییرات ضرایب تعیین در مدل های پژوهش از بین متغیرهای پژوهش، به ترتیب متغیرهای خاص شرکت ، متغیرهای اقتصادی و متغیر گرایش احساسی سرمایه گذاران دارای بیشترین تاثیر در انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی را دارا می باشند . اثر گرایش احساسی سرمایه گذاران که در این مقاله و سایر مطالعات قبلی مورد تایید قرار گرفته است ، می تواند باعث تقویت فرآیند ارزشگذاری سهام در بازار شود. ژو و نیو (۲۰۱۶) نیز در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که عوامل رفتاری مانند احساسات سرمایه گذاران می توانند قیمت سهام را توضیح دهند و روان شناختی سرمایه گذاران نقش مهمی را در بازار مالی به ویژه در بازارهای نوظهور ایفا می کنند . از آنجایی که احساسات بالاتر ممکن است افزایش قیمت سهام و حباب های احتمالی در سهام را افزایش دهند، قانونگذاران باید آموزش سرمایه گذاران فردی را تقویت کنند و سرمایه گذاران نهادی و سازمان های رتبه بندی را با هدف هدایت سرمایه گذاری منطقی خود تقویت کنند. از طرف دیگر، تنظیم اطلاعات حسابداری شرکت ها باید برای بهبود کیفیت اطلاعات حسابداری افزایش یابد ، تا از این طریق تأثیر احساس بر قیمت سهام را تضعیف کنیم. کاراویاس و همکاران (۲۰۱۶) نیز در پژوهش خود نشان دادند که انحراف قیمت بازار سهام از ارزش های ذاتی آنها می تواند به واسطه اثرات احساسات سرمایه گذاران توضیح داده شود. ضمناً تأثیرات مثبت (به دلیل خوش بینی سرمایه گذاران) منجر به افزایش ارزش سهام فعلی بازار نسبت به ارزش های ذاتی آنها می شود. از سوی دیگر، تأثیرات احساسات سرمایه گذاران در دوره های بحران مالی، که اغلب با فروپاشی حباب های قیمتی همراه است، منجر به تعدیل قیمت ها به ارزش های ذاتی آنها می شود. براین اساس سرمایه گذاران باید به عوامل رفتاری بالاخص عامل گرایش احساسی سرمایه گذاران ، به عنوان یکی از عواملی که در کنار عوامل خاص شرکت ها و عوامل اقتصادی می تواند باعث تغییرات در بازار سرمایه شود توجه بیشتری مبذول داشته باشند. بازار سهام ایران مثل سایر بازارهای سهام موجود در دنیا، در مقابل گرایش احساسی سرمایه گذاران تسلیم شده و به راحتی کارایی خود را از دست می دهد . لذا شناخت گرایش های احساسی سرمایه گذاران، از طرفی برای سوق دادن بازار به سمت عقلانیت توسط سیاستگذاران بازار و از طرفی دیگر به عنوان مبنای طراحی

تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و عوامل صرف ... / رستمی جاز، تاری وردی و یعقوب نژاد

راهبردهای سرمایه‌گذاری برای مدیران سرمایه‌گذاری می‌تواند حائز اهمیت باشد. با توجه تاثیرگذاری گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر ارزشیابی سهام به کارگزاران و مشاوران مالی فعال در بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود، علاوه بر متغیرهای حسابداری و اقتصادی اثرگذار بر نوسانات قیمت سهام، به عوامل رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران نیز توجه بیشتری شود.

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / شماره سی و نهم / تابستان ۱۳۹۸

فهرست منابع

- ۱) بشیری منش، نازنین. (۱۳۹۵)، نقش احساس در تصمیم گیری سرمایه گذاران، فصلنامه پژوهش حسابداری، شماره ۲۱.
- ۲) بهار مقدم، مهدی، جوکار، حسین. (۱۳۹۷)، اثر تعدیل کنندگی کیفیت حسابداری بر تمایلات سرمایه گذاران در قیمت گذاری سهام، نشریه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۴، شماره ۵۷، صص ۱۴۶-۱۲۳.
- ۳) بهارمقدم، مهدی، جوکار، حسین. (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم اطمینان اطلاعاتی بر تمایلات سرمایه گذاران، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابداری، دوره ۲۵، شماره ۱، صص ۵۰-۲۱.
- ۴) دارابی، رویا، چناری، حسین، ولی خانی، محمد جعفر. (۱۳۹۵)، ابعاد و رویکردهای نظریه مالی رفتاری، فصلنامه مطالعات حسابداری و حسابداری، سال ۵، شماره ۱۷، صص ۹۵-۷۸.
- ۵) دولو، مریم، غلامی، زهره. (۱۳۹۷)، آزمون مدل پنج عاملی؛ شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال ۷، شماره ۲۶.
- ۶) زارعی، علی، دارابی، رویا. (۱۳۹۷)، تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران برافشای اختیاری در بازار سرمایه ایران، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابداری، سال ۱۰، شماره ۳۷، صص ۱۵۷-۱۳۱.
- ۷) زنجیردار، مجید، لیتانی، مجتبی. (۱۳۹۷)، تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران و میزان استقراض شرکت بر انحراف سرمایه گذاری مورد انتظار، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال ۷، شماره ۲۷.
- ۸) رضایتی، مهدی، چاووشی، کاظم، سهرابی عراقی، مهدی. (۱۳۹۵)، بررسی سودهای غیرمنتظره بر احساسات سرمایه گذار تحت پدیده شهود نمایندگی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه دانش سرمایه گذاری، سال ۵، شماره ۱۹، صص ۶۶-۵۳.
- ۹) رهنمای رودپشتی، فریدون، هیبتي، فرشاد، موسوی، سیدرضا. (۱۳۹۱)، بررسی الگوی دریافتی انتخاب پرتفوی سرمایه گذاری مبتنی بر مالی رفتاری، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۱۲.
- ۱۰) ستایش، محمد حسین، شمس الدینی، کاظم. (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پیشرفت های حسابداری، دوره ۱۸، شماره ۱، صص ۱۲۵-۱۰۳.
- ۱۱) طاوسی جمال، کشته گر عبدالعلی و کمالیان رضا. (۱۳۹۷)، ارزشگذاری نادرست و سوگیری های رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۳۶.

تاثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ... / رستمی جاز، تاری وردی و یعقوب نژاد

۱۲) عسکری زاده، غلامرضا، خلیلی عراقی، مریم، نیکومرام، هاشم، رهنمای رودپشتی ، فریدون.(۱۳۹۶)، ارزش گذاری رفتاری سهام با استفاده از گروه بندی سه بعدی ، مجله راهبرد مدیریت مالی، سال ۵ ، شماره ۱۷، صص ۲۶-۱.

۱۳) عسکری، مهدی، حاجی حسن معمار، احسان ، متین مطلق، مریم .(۱۳۹۴)، تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر جریان نقد آزاد ، اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران .، دومین کنفرانس بین المللی پژوهش های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری .

۱۴) مومنی، منصور، قیومی، علی. (۱۳۸۷)، تحلیل آماری با استفاده از SPSS . تهران، انتشارات کتاب نو .

۱۵) مهتدی ، اعظم ، حجازی ، رضوان ، حسینی ، سید علی ، مومنی ، منصور .(۱۳۹۷)، بکار گیری تکنیک تحلیل مؤلفه های اصلی در داده گاهی متغیرهای موثر بر بازده سهام ، فصلنامه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی ، سال ۱۰، شماره ۳۷ ، صص ۵۲-۲۵ .

۱۶) نیکبخت ، محمدرضا ، حسین پور ، امیر حسین ، اسلامی مفیدآبادی ، حسین .(۱۳۹۵) ، بررسی تاثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام ، مجله پژوهش های تجربی حسابداری ، سال ۶، شماره ۲۲، صص ۲۱۹-۲۴۵.

17) Baker, M., Wurgler, J., (2006). Investor sentiment and the cross- section of stock returns. *J. Finance*. 61 (4), 1645–1680.

18) Chen, K., (2011). Investor sentiment and the valuation relevance of

19) accounting information. Working Paper. Singapore University.

20) Cornell, B., Landsman, W., & Stubben, S. (2017). Accounting information , investor sentiment and market pricing. *Journal of Law , Finance and Accounting* , 2(2), 325-345.

21) Fama, E., French, K., (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *J. Financ. Econ.* 25, 23–49.

22) Frankel, J., Saravelos, G. (2012). Can leading indicators assess country vulnerability? Evidence from the 2008-09 global financial crisis. *Journal of International Economics*. 87(2012)216-231.

23) Jeong-Bon Kim, Mary L.Z. Ma and Haiping Wang (2015) “Financial Development and the Cost of Equity Capital” *China Journal of Accounting Research*, Volume 8, Issue 4, December 2015, Pages 243-277.

24) Karavias , Y., Spilioti , S., & Tzavalis , E. (2016) . A comparison of investors sentiment and risk premium effects on valuing shares. *Finance Research Letters* 17(2016) 1-6.

25) Kim , T ., Ha , J . (2010) Investor Sentiment and Market Anomalies.

- 26) * Kumari,J.,& Mahakud,J.(2015). Does investor sentiment predict the asset volatility? Evidence from emerging stock market India. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 8 (2015) 25–39.
- 27) * Lin, M . (2010) . The Effects of Investor Sentiment on Returns and Idiosyncratic Risk in the Japanese Stock Market . *International Research Journal of Finance and Economics* 60 (2010) .
- 28) * Miwa, K.(2016). Investor sentiment, stock mispricing, and long-term growth expectations . *Research in International Business and Finance* 36 (2016) 414–423.
- 29) Yang, C., Zhou , L.(2015). Investor trading behavior, investor sentiment and asset prices. *North American Journal of Economics and Finance* 34 (2015) 42–62.
- 30) Zhu, B . , Niu , F . (2016) . Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China . *Pacific-Basin Finance Journal* 38 (2016) 125–134.

تأثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ... / رستمی جاز، تازی وردی و یعقوب نژاد

یادداشت ها

- ۱ Effective market hypothesis
- ۲ Cornell
- ۳ Sentiment
- ۴ Karavias
- ۵ Risk premium
- ۶ Fundamental stock value
- ۷ Kim & Ha
- ۸ Lin
- ۹ Zhu & Niu
- ۱۰ Baker & Wurgler
- ۱۱ Chen
- ۱۲ financial crisis
- ۱۳ Fama & French
- ۱۴ Yang
- ۱۵ Miwa
- ۱۶ Required rate of return
- ۱۷ Kumari & Mahakud
- ۱۸ Jeong-Bon Kim
- ۱۹ Principal component analysis
- ۲۰ Frankel & Saravelos