

بررسی نقش قیمت گذاری سهام در کوتاه مدت و بلندمدت بر تمایلات سرمایه گذاران

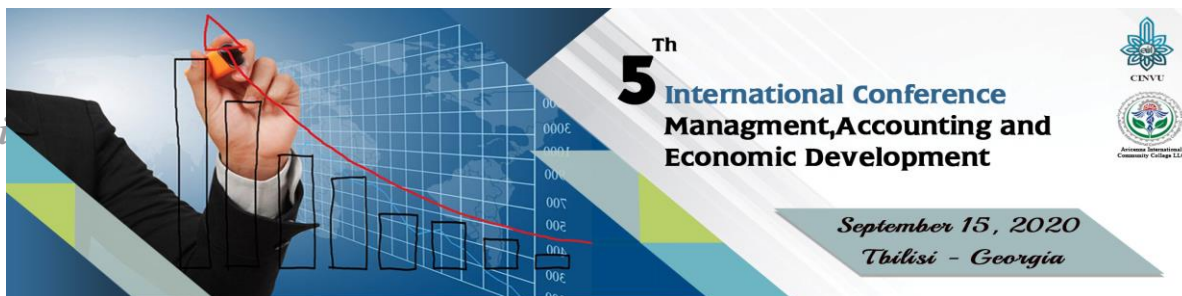
عطیه سرپرست^۱، علیرضا مومنی

۱-نویسنده مسئول

چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی نقش قیمت گذاری سهام در کوتاه مدت و بلندمدت بر تمایلات سرمایه گذاران می باشد. جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۸ ساله بین سال های ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۵ می باشد که با استفاده از روش نمونه گیری حذف سیستماتیک، تعداد ۱۴۵ شرکت و در مجموع ۹۸۴ سال-شرکت مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. پژوهش حاضر از نظر هدف کاربردی و از نظر روش گردآوری داده ها در گروه پژوهش های توصیفی- پس رویدادی قرار دارد که برای بررسی فرضیه ها از الگوهای رگرسیونی با استفاده از نرم افزار Eviews8 بهره گرفته شد. نتایج به دست آمده در پژوهش حاضر نشان می دهد جسارت در پیش بینی رشد بلند مدت سرمایه گذاری با تمایلات سرمایه گذار رابطه ای مثبت دارد و هنگامی که پروکسی های تمایلات سرمایه گذار بیشتر است، رابطه ای قوی تر و منفی میان پیش بینی رشد بلند مدت درآمد و تجدیدنظر در پیش بینی درآمد وجود دارد. هم چنین، هنگامی که پروکسی های تمایلات سرمایه گذار بیشتر است، در این صورت رابطه ای قوی تر و منفی میان پیش بینی رشد بلند مدت درآمد و بازدهی سهام وجود دارد. اما رابطه مثبت میان تمایلات سرمایه گذار و جسارت در پیش بینی، دقت پیش بینی های رشد را کاهش نمی دهد.

واژگان کلیدی: قیمت گذاری سهام، تمایلات سرمایه گذاران، بورس اوراق بهادار تهران.

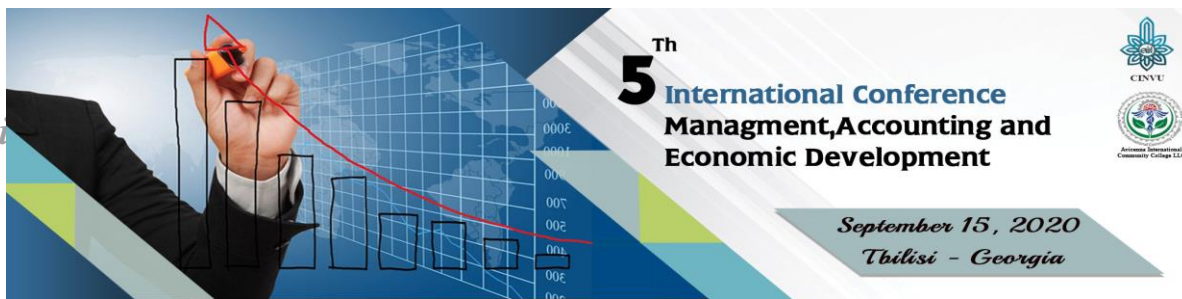


مقدمه

بازارهای مالی را می توان از اساسی ترین بازارهای یک کشور در نظر گرفت. شرایط این بازارها به شدت بر بخش های واقعی اقتصاد تأثیرگذار است و به شدت از سایر بخش ها (نه لزوماً در کوتاه مدت) تأثیر می پذیرند. یکی از اجزای مهم بازارهای مالی، بورس اوراق بهادار است. بورس اوراق بهادار یک بازار متشکل و رسمی خرید و فروش سهام شرکت ها تحت ضوابط و قوانین خاص است. یکی از وظایف این بازار کمک به عادلانه نمودن قیمت اوراق بهادار و سرعت بخشیدن به معاملات است (احمدپور و پیکرنگار، ۱۳۹۱). در واقع، بازارهای مالی با توجه به سود مورد انتظار شرکت و اطلاعات پشتیبانی کننده از این انتظارات، اقدام به تعیین قیمت سهام در بازار می نماید. این قیمت گذاری مبتنی بر خالص ارزش فعلی جریان نقدی شرکت بوده و در صورت وجود اطلاعات جدید در این خصوص، بازار اقدام به تعدیل انتظارات از سهم مورد نظر کرده و در نتیجه قیمت سهم در بازار تعدیل می گردد (چانگ و همکاران، ۲۰۱۰). بورس اوراق بهادار را می توان از طرفی یک مکان جمع آوری پس اندازها و نقدینگی بخش خصوصی به منظور تأمین مالی پروژه های سرمایه گذاری بلند مدت در نظر گرفت. از سویی دیگر، مرجع رسمی و مطمئنی برای سرمایه گذاری دارندگان پس اندازهای راکد است (احمدپور و پیکرنگار، ۱۳۹۱). در بازارهای اقتصادی، قیمت گذاری دارایی های قابل معامله، نقش اساسی را در تخصیص منابع به عهده دارد. بنابراین نیاز ضروری برای فهم عوامل اساسی تشریح کننده قیمت این دارایی ها وجود دارد. نظریه های مالی بیان می کنند که ارزش یک سهم برابر با ارزش فعلی عواید مورد انتظار آن است (کامپلو و گراهام، ۲۰۱۳). اصولاً در قیمت گذاری سهام، دیدگاه های متفاوتی وجود دارند که یکی اساس ارزیابی دارایی های شرکت را مبنای ارزشیابی و دیگری، مبنای ارزشیابی را عملکرد یا سودآوری قرار می دهد. بر این اساس می توان گفت این دیدگاه ها به طور کلی عبارتند از (عسگرزاده، ۱۳۸۹):

- ۱- روش های ارزیابی سهام بر اساس دارایی های شرکت (شامل ارزش تسویه ای، ارزش جایگزینی، ارزش بر مبنای خالص ارزش دارایی ها و...)
 - ۲- مدل های ارزیابی سهام بر مبنای سودآوری
 - ۳- مدل های مبتنی بر معیارهای مقایسه ای (شامل قیمت به سود، قیمت به ارزش دفتری و...)
 - ۴- مدل های مبتنی بر جریان نقدی تنزیلی (شامل ارزش افزوده اقتصادی، ارزش افزوده نقد و جریان نقدی آزاد).
- نکته حائز اهمیت این است که تقریباً همه الگوها و چارچوب های قیمت گذاری سهام، بر یک مبنای نظری استوار است (عسگرزاده، ۱۳۸۹).

از سوی دیگر همانطور که می دانیم، عوامل روانی بر حرکات و اعمال انسانها تأثیرهای قابل توجهی دارند و همین مسائل روانی است که افراد را از درون با یکدیگر متمایز کرده است، ولی تا به حال این عوامل نسبت به عوامل بیرونی کمتر مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است (مشایخی و بهبهانی نیا، ۱۳۸۸). تمایلات یا احساسات سرمایه گذار به عنوان بخشی از عوامل تأثیرگذار بر رفتار سرمایه گذاران، مورد توجه است. اولین گام برای بررسی چگونگی تأثیر این



تمایلات بر رفتارهای سرمایه گذاران، ایجاد شاخص برای این تمایلات می باشد. تعیین شاخص برای تمایلات سرمایه گذار به یک نگرانی و دغدغه جدی در آثار رشته مالی تبدیل شده است و تحقیقات زیادی نیز در این باب صورت پذیرفته است. تمایلات سرمایه گذار را می توان بر اساس دو دستاورد متفاوت اندازه گیری کرد (چانگ و همکاران 2010). در روش اول تمایلات سرمایه گذار را می توان توسط نظر سنجی استنباط کرد. در این روش مستقیماً از افراد سؤالاتی را می پرسند مبنی بر اینکه در مورد شرایط بازار سهام، اقتصاد و یا شرایط فعلی، چه احساسی دارند. از جمله این شاخص ها می توان به شاخص های AAI، NEW ROCHELL و FEARS اشاره کرد. به این شاخص ها، شاخص روشن، مستقیم یا واضح گفته می شود. در روش دیگر، تمایلات سرمایه گذار را می توان بر اساس متغیرهای بازار، اندازه گیری کرد. برای ایجاد این شاخص ها از الگوهای معامله، جابجایی قیمت ها و یا دیگر آمارهای بازار جهت استخراج میزان شدت کلی تمایلات سرمایه گذار استفاده می شود. به این شاخص ایجاد شده، شاخص تمایلات ضمنی و یا غیر مستقیم اطلاق می گردد (چانگ و همکاران 2010). فیتتر (2012)، به ذکر این نکته می پردازد که در رابطه با دیدگاه مستقیم و استفاده از روش پرسشنامه و پرسیدن سؤال از سرمایه گذاران دو دیدگاه متفاوت وجود دارد. دیدگاه اول به این مطلب می پردازد که استفاده از اطلاعات سنجشی، راه بهتری جهت کسب میزان تغییرات در وضعیت و شرایط روحی سرمایه گذاران می باشد. دیدگاه دوم بیانگر این موضوع است که اگرچه چندین مطالعه به بررسی تمایلات سرمایه گذار بصورت واضح، صریح و مستقیم پرداخته اند، ولی استفاده از این مقیاس ها می تواند مشکل ساز باشد (فیتتر، 2012). در نهایت با توجه به مطالبی که در بالا راجع به بحث قیمت گذاری و تمایلات سرمایه گذاران بیان شد، این سؤال مطرح می شود که نقش قیمت گذاری سهام بر تمایلات سرمایه گذاران چیست؟ در همین راستا در پژوهش پیش رو قصد داریم تا به پاسخ این سؤال بپردازیم و نقش قیمت گذاری سهام در کوتاه مدت و بلندمدت را بر تمایلات سرمایه گذاران بررسی نماییم.

مبانی نظری پژوهش

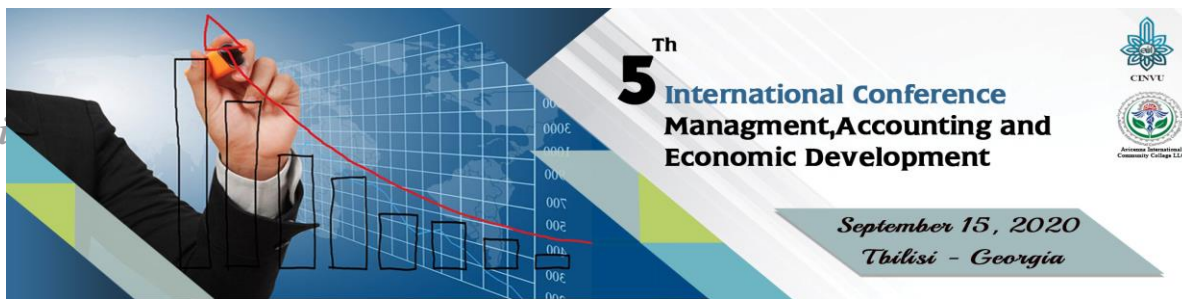
بسیاری از پژوهش های مالی به نقش و اثر احساسات سرمایه گذار بر قیمت گذاری دارایی پرداخته اند. احساسات سرمایه گذار نوعی ویژگی روانی است که از طریق حرکت ها و تغییرات قیمت دارایی و فعالیت سرمایه گذار تعیین و نمایان می گردد. نظریه ی سنتی قیمت گذاری دارایی اعلام می دارد که آریبتاژ منطقی لزوماً قیمت ها را به سمت اصول بنیادی حرکت می دهد و احساسات سرمایه گذار در این زمینه نقشی ندارند. البته، در برخی تحقیقات رفتاری صورت گرفته در حوزه ی تأمین مالی استدلال شد که احساسات سرمایه گذار باعث می شود قیمت سهام از مقدار و ارزش اصلی و بنیادی خود منحرف گردد (دی لانگ و همکاران، 1990؛ شلیفر و ویشنی، 1997). پژوهش هایی وجود دارند که نشان می دهند احساسات متغیر سرمایه گذاران در طول زمان بر قیمت های سهام اثر می گذارند. لمون و پورتیناگونا (2006) و باکر و ورگلر (2006، 2007) از معیار احساسات سرمایه گذار استفاده کردند و نشان دادند که سهام های پرنوسان جدید کوچک بیش از حد ارزش گذاری می شوند و این ارزش گذاری بیش از حد در شرایطی که



احساسات بالا است، شدیدتر می باشند. هریار و مک اینز (۲۰۱۲)، دریافتند که این سهام ها در طول چنین دوره هایی با پیش بینی های سود فرصت طلبانه روبه رو خواهند بود. آن ها استدلال نمودند که چون سهام های پرنوسان جدید کوچک به شدت تحت تأثیر معاملات معامله گران اختلال زا هستند، ارزش گذاری این سهام ها به شدت تحت تأثیر احساسات سرمایه گذار قرار دارد.

از سوی دیگر، برخی پژوهش هایی نیز به تحلیل اثر احساسات بر صحت و دقت کلی پیش بینی های سود تحلیلگر پرداختند. والتر و والیس (۲۰۱۲) نشان دادند که خوش بینی مالی در زمینه ی پیش بینی های سود سه ماهه تحت تأثیر احساسات سرمایه گذار می باشد. این تحقیقات بر این احتمال دامن زدند که احساسات سرمایه گذار با تحت تأثیر قرار دادن انتظارات و پیش بینی های حاضرین و اعضای بازار در زمینه ی پرداخت های آتی شرکت، باعث سوء قیمت گذاری سهام می گردد. اگرچه تحقیقات پیشین بر اثر احساسات بر صحت و دقت کلی پیش بینی های مربوط به پرداخت های نزدیک توجه داشته اند، چند تحقیق نیز وجود دارد اثر احساسات بر پیش بینی ها و انتظارات رشد سود بلندمدت را مورد تحلیل قرار دادند. انتظارات رشد سود بلندمدت برای ارزشگذاری قیمت سهام حیاتی و ضروری است. در بسیاری از مدل های ارزشگذاری ارزش ذاتی برآورده شده ی سهام شرکت بر انتظارات رشد سود بلندمدت متکی و وابسته می باشند (فرانکل و لی، ۱۹۹۸؛ گلبهاردت و همکاران، ۲۰۰۱). برای مثال، براساس مدل رشد گوردون (۱۹۶۲) نسبت ۲۰ قیمت به سود سهام نشان دهنده ی این حقیقت است که یک درصد افزایش در رشد سود سهام بلندمدت به معنی ۲۰ درصد بازده می باشد. براساس این مدل، کوپلند و همکاران (۲۰۰۴)، گزارش دادند که پیش بینی های سود بلندمدت تحلیلگر، (پروکسی انتظارات رشد بلندمدت سرمایه گذار)، بر قیمت سهام اثر زیادی دارد. در بسیاری از تحقیقات مشخص شد که انتظارات رشد بلندمدت سرمایه گذار که به صورت پیش بینی سود بلندمدت تحلیلگر نمایش داده می شوند، به طور متوسط بسیار شدید و بالا می باشد که این امر خود باعث سوء قیمت گذاری معناداری در سهام می گردد. لاپورتا (۱۹۹۶)، و چان و همکاران (۲۰۰۳)، نشان دادند که شرکت های دارای رشد پیش بینی شده ی بالا به شدت از سایر شرکت ها متمایز می باشند. تحقیقات نشان می دهند که این انتظارات بالا باعث سوء قیمت گذاری معناداری در سهام می گردد. در شرایطی که احساسات سطح بازار مطابق با اولویت و ترجیحات سرمایه گذاران باشد، (احساسات بالای بازاری)، ممکن است آن ها روی پتانسیل رشد شرکت حساب نمی نمایند. پیش بینی شده است که بالا بودن احساسات به سرمایه گذاران این تمایل را می دهد که شرکت های دارای رشد پیش بینی شده ی بالا را از سایر شرکت ها متمایز و متفاوت بدانند. این پیش بینی ها و انتظارات بیش از حد بالا در دوره ی بعدی اصلاح می گردد و این اصلاح با کاهش سوء قیمت گذاری بر بازده مقطعی سهام اثر می گذارد. در شرکت هایی که رشد پیش بینی شده بیشتری دارند، بازبینی و اصلاح پیش بینی سود منفی بالاتر و بازده ی سهام کمتر است (میوا، ۲۰۱۵).

پیشینه پژوهش



در ارتباط با موضوع پژوهش کن و همکاران (۲۰۱۷) بیان کردند با توسعه ی شبکه ی اجتماعی، تعامل میان سرمایه گذاران در بازار سهام سریع تر و راحت تر می شود. به همین خاطر، تمایلات سرمایه گذار که می تواند بر تصمیمات سرمایه گذاری تاثیر بگذارد به سرعت از طریق شبکه گسترش و افزایش می یابد و می تواند به میزان زیادی بازار سهام را تحت تاثیر قرار داد. در این پژوهش، نظرات کاربر از سایت شبکه ی اجتماعی بازار سهام چین، جمع آوری شده، سپس، اطلاعات مربوط به تمایلات سرمایه گذار با استفاده از تجزیه معنایی به دست آمده است. تجزیه ی دینامیکی نشان داد که بر اساس روش مسیر حرارتی بهینه، میان تمایلات سرمایه گذار و بازار سهام رابطه وجود دارد. در پژوهش سوشنگ وانگ و همکاران (۲۰۱۷) یک رابطه ی مثبت معنادار میان احساسات سرمایه گذار و سرمایه گذاری شرکت به دست آمد. حساسیت های احساسات سرمایه گذار در سطح متفاوت سرمایه گذاری شرکت تغییر می کند و متفاوت می باشد. شرکت های کوچک حساسیت احساسی بیشتری نسبت به شرکت های بزرگ دارند. هیچ رابطه ی معناداری میان سایر متغیرهای کنترل و احساسات مقطعی سرمایه گذار دیده نشد. ژو و نیو (۲۰۱۶) دریافتند تمایلات سرمایه گذار رشد مورد انتظار و نرخ بازده را تغییر می دهد و به همین خاطر بر قیمت سهام تاثیر می گذارد. یافته ها نشان داد که اطلاعات حسابداری و تمایلات سرمایه گذار هر دو می توانند قیمت سهام را تبیین کنند. با این وجود اطلاعات حسابداری برای سهام هایی که درآمد ثابت دارند، مطمئن تر است و تمایلات سرمایه گذار تاثیرات متقارن فاحشی بر قیمت سهام دارد. سان و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند بازدهی شاخص روزانه ی سهام با استفاده از تمایلات سرمایه گذار قابل پیش بینی می باشد. شواهد حاصل نشان داد که تاثیر سرمایه گذار به تاثیر روزانه ی تکانه وابسته نیست در حالی که تاثیر روزانه ی تکانه تنها در نیم ساعت پایانی وجود دارد. از دیدگاه سرمایه گذار، تمایلات سرمایه گذار دارای ارزش اقتصادی است به ویژه زمانی که با توجه به استراتژی های تجاری ارزیابی می شود.

فیاضی و همکاران (۲۰۱۵) اعلام کردند یک رابطه ی مثبت و معنادار میان احساسات سرمایه گذار و شاخص های اولیه و ثانویه ی بازاری وجود دارد. کاهان و همکاران (۲۰۱۳) مشخص کردند که وقتی احساسات رسانه ای خاص شرکت مثبت (منفی) باشد، سرمایه گذاران به شگفتی های سود مثبت (منفی) واکنش بیش از حد نشان می دهند. مشخص شد که این اثر در شرکت هایی که ارزشگذاری شان دشوار است متمرکز می باشد و نمی توان با اطلاعات موجود در معیار احساسات آن ها را توضیح داد. مشخص شد لحن اخبار به سوء ارزشگذاری سهام کمک می رساند و این اثر بر احساسات سطح بازاری سرمایه گذاری مشهودتر است.

هم چنین در مطالعات داخلی رفیع زاده و برزگر (۱۳۹۵) نشان دادند که بین گرایش احساس سرمایه گذاران و قیمت گذاری کمتر از حد عرضه عمومی اولیه سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد. ستایش و شمس الدینی (۱۳۹۵) دریافتند متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به قیمت هر سهم دارای ارتباط مثبت معنادار و متغیر اثر زیان گریزی دارای ارتباط منفی معناداری با قیمت سهام می باشند؛ اما بین سه متغیر اثر برگشت بلندمدت و اثر اندازه و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به خالص جریان های



نقدی هر سهم با قیمت سهام رابطه‌ی معناداری یافت نشد. علاوه بر این، متغیر نرخ بازده دارایی‌ها ارتباط مثبت و نرخ بازده فروش ارتباط منفی با قیمت سهام دارد. بین دو متغیر نسبت سرمایه در گردش به دارایی‌ها و نرخ رشد دارایی‌ها با قیمت سهام، رابطه‌ی معناداری یافت نشد. نتایج پژوهش ابراهیمی و همکاران (۱۳۹۵) نشان می‌دهد که در طول یک بازار کامل، اختلاف معناداری بین ارزش ذاتی سهام و قیمت جاری بازار بوده است که در تمامی موارد قیمت تابلو از ارزش ذاتی سهام بیشتر بوده است که این نشان دهنده ارزش گذاری بالاتر قیمت در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به قیمت جاری سهام است. نتایج حاصل از به کارگیری مدل در پژوهش کمالی و همکاران (۱۳۹۳) نشان دهنده کارایی آن در پیش بینی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را دارد. ابراهیمی و گرکز (۱۳۹۲) اظهار داشتند میزان تأثیر تمایلات و احساسات سرمایه گذار بر بازده مازاد بازار در دو دوره ریاست جمهوری دارای تفاوت چشمگیر نبوده است. نتایج مطالعه حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی دار گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران با بازده سهام شرکت‌ها دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی می‌باشد. با توجه به مطالب ارایه شده، فرضیه‌های پژوهش حاضر به شرح ذیل تدوین شده اند:

فرضیه اصلی:

➤ قیمت گذاری سهام در کوتاه مدت و بلند مدت در تمایلات سرمایه گذار نقش دارد.

فرضیه های فرعی:

- تمایلات صعودی سرمایه گذار منجر به پیش بینی جسورانه رشد بلند مدت سرمایه گذاری می‌شود (جسارت در پیش بینی رشد بلند مدت سرمایه گذاری با تمایلات سرمایه گذار رابطه ای مثبت دارد).
- رابطه مثبت میان تمایلات سرمایه گذار و جسارت در پیش بینی، دقت پیش بینی‌های رشد را کاهش می‌دهد.
- هنگامی که پروکسی‌های تمایلات سرمایه گذار بیشتر است، رابطه ای قوی تر و منفی میان پیش بینی رشد بلند مدت درآمد و تجدیدنظر در پیش بینی درآمد وجود دارد.
- هنگامی که پروکسی‌های تمایلات سرمایه گذار بیشتر است، در این صورت رابطه ای قوی تر و منفی میان پیش بینی رشد بلند مدت در آمد و بازدهی سهام وجود دارد.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر ماهیت و محتوایی از نوع همبستگی و نظر هدف در گروه پژوهش‌های کاربردی قرار دارد. انجام پژوهش در چارچوب استدلال‌های قیاسی-استقرایی صورت می‌پذیرد. بدین معنی که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه کتابخانه‌ای، مجلات و سایر سایت‌های معتبر در قالب قیاسی و گردآوری داده‌ها برای تأیید و رد فرضیه‌ها از راه استقرایی صورت می‌پذیرد. هم‌چنین، در این پژوهش با مراجعه به منابع کتابخانه‌ای شامل کتب، مجلات هفتگی و ماهانه، فصلنامه‌ها، انتشارات مراکز تحقیقاتی و پژوهشی، سازمان‌ها و نهادهای آموزشی و اجرایی، پایان نامه‌های تحصیلی و پژوهشی مرتبط، جستجو در پایگاه‌های الکترونیکی اطلاعات از قبیل اینترنت و مراجعه به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزار ره آورد نوین به گردآوری اطلاعات پرداخته شده است. علاوه بر این،



جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۵ است. در این پژوهش، برای انتخاب نمونه، از کل داده های در دسترس استفاده شده است. نخست تمام شرکت هایی که می توانستند در نمونه گیری شرکت کنند؛ انتخاب شدند. سپس، از بین کلیه شرکت هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده اند، حذف شده و در نهایت تعداد ۱۶۲ شرکت های باقی مانده برای انجام آزمون انتخاب شده اند:

- (۱) به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال های مورد بررسی، پیش از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
- (۲) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.
- (۳) نمونه آماری شامل شرکت های واسطه گری مالی، سرمایه گذاری، لیزینگ، بانک ها و شرکت های بیمه نمی شود.
- (۴) شرکت ها طی قلمرو زمانی این تحقیق تغییر فعالیت یا دوره مالی نداده باشند.
- (۵) داده های مورد نظر شرکت ها در دسترس باشد

متغیرها و مدل های رگرسیونی

تمایلات و پراکندگی پیش بینی های رشد بلند مدت درآمد

برای به منظور آزمون فرضیه اول در راستای تعیین رابطه بین تمایلات و پراکندگی پیش بینی های رشد بلند مدت درآمد، از تخمین مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

(۱)

$$LTG5_t - LTG1_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_t + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل، متغیر Sentiment_t نشان دهنده تمایلات سرمایه گذاران است که از متوسط حجم معاملات سهام طی هر دوره مالی محاسبه می شود. همچنین $LTG5_t - LTG1_t$ نیز گستره رشد بلندمدت پیش بینی شده درآمدهای شرکت را نشان می دهد. برای این منظور، رشد درآمدهای پیش بینی شده شرکت ها در چندک های ۲۰ درصدی (۵ گروه) دسته بندی شده و تفاضل متوسط رشد درآمدهای پیش بینی شده برای آنها محاسبه می شود.

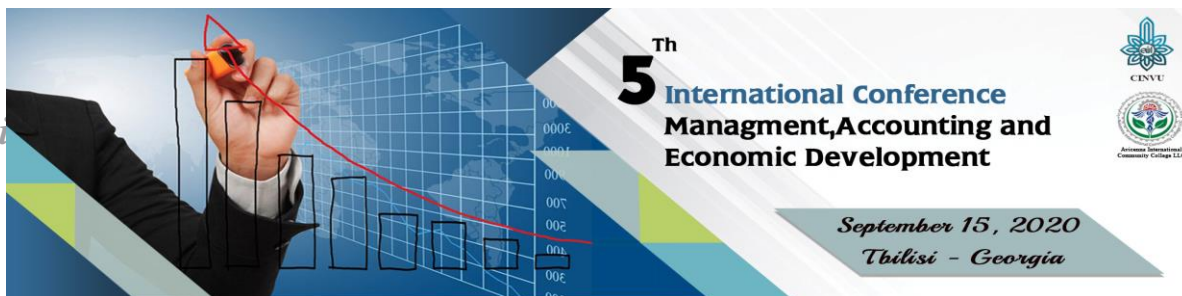
تمایلات و پراکندگی نرخ رشد واقعی

برای به منظور آزمون فرضیه دوم تحقیق در راستای تعیین رابطه تمایلات و پراکندگی نرخ رشد واقعی، از تخمین مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

(۲)

$$\text{Growth}5_t - \text{Growth}1_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_t + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل، متغیر Sentiment_t نشان دهنده تمایلات سرمایه گذاران است که از متوسط حجم معاملات سهام طی هر دوره مالی محاسبه می شود. $\text{Growth}5_t - \text{Growth}1_t$ نیز گستره رشد بلندمدت واقعی درآمدهای شرکت را نشان می دهد. برای این منظور، رشد واقعی درآمدهای شرکت ها در چندک های ۲۰ درصدی (۵ گروه) حاصل از



درآمدهای پیش بینی شده دسته بندی شده و تفاضل متوسط رشد درآمد برای آنها محاسبه می شود. به عبارت دیگر، به منظور تعیین اختلاف بین رشد واقعی درآمد و رشد پیش بینی شده آن، ابتدا چندک ها بر حسب رشد پیش بینی شده تعیین گردیده و سپس متوسط رشد واقعی درآمدهای هر شرکت در این چندک ها محاسبه می شود. اختلاف این مقادیر حد متوسط در چندک های پایینی و بالایی، نشان دهنده گستره واقعی رشد درآمد شرکت ها خواهد بود.

تمایلات سرمایه گذار و تجدید نظر در (اصلاح) پیش بینی درآمد

برای به منظور آزمون فرضیه سوم در راستای تعیین رابطه تمایلات سرمایه گذار و تجدید نظر در (اصلاح) پیش بینی درآمد، از تخمین مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

(۳)

$$Rev5_t - Rev1_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_t + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل، متغیر Sentiment_t نشان دهنده تمایلات سرمایه گذاران است که از متوسط حجم معاملات سهام طی هر دوره مالی محاسبه می شود. $Rev5_t - Rev1_t$ نیز گستره تجدیدنظر در پیش بینی سود شرکت را نشان می دهد. برای این منظور، رشد واقعی سودهای تجدید نظر شده شرکت ها در چندک های ۲۰ درصدی (۵ گروه) حاصل از سودهای پیش بینی شده دسته بندی شده و تفاضل متوسط رشد درآمد برای آنها محاسبه می شود. به منظور تعیین گستره سودهای تجدید نظر شده، ابتدا چندک ها بر حسب رشد پیش بینی شده تعیین گردیده و سپس متوسط رشد واقعی سودهای تجدید نظر شده هر شرکت در این چندک ها محاسبه می شود. اختلاف این مقادیر حد متوسط در چندک های پایینی و بالایی، نشان دهنده گستره واقعی سودهای تجدید نظر شده شرکت ها می باشد.

تمایلات سرمایه گذار و تجدیدنظر متوالی در قیمت

به به منظور آزمون فرضیه چهارم در راستای تعیین رابطه بین تمایلات سرمایه گذار و تجدیدنظر متوالی در قیمت، از تخمین مدل رگرسیونی زیر استفاده می شود:

(۴)

$$Ret5_t - Ret1_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_t + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل، متغیر Sentiment_t نشان دهنده تمایلات سرمایه گذاران است که از متوسط حجم معاملات سهام طی هر دوره مالی محاسبه می شود. همچنین $Ret5_t - Ret1_t$ نیز گستره تغییرات بازده سهام شرکت ها را نشان می دهد. برای این منظور، بازده سهام شرکت ها در چندک های ۲۰ درصدی (۵ گروه) حاصل از درآمدهای پیش بینی شده دسته بندی شده و تفاضل متوسط بازده سهام برای آن ها محاسبه می شود. به منظور تعیین گستره تغییرات بازده سهام برای شرکت های با پیش بینی بلندمدت درآمد بالا و پیش بینی بلندمدت درآمد پایین، ابتدا چندک ها بر حسب رشد پیش بینی شده تعیین گردیده و سپس متوسط بازده سهام شرکت ها در این چندک ها محاسبه می شود. اختلاف این مقادیر حد متوسط در چندک های پایینی و بالایی، نشان دهنده گستره تغییرات بازده سهام شرکت ها در چندک های حاصل از پیش بینی بلندمدت درآمد می باشد.

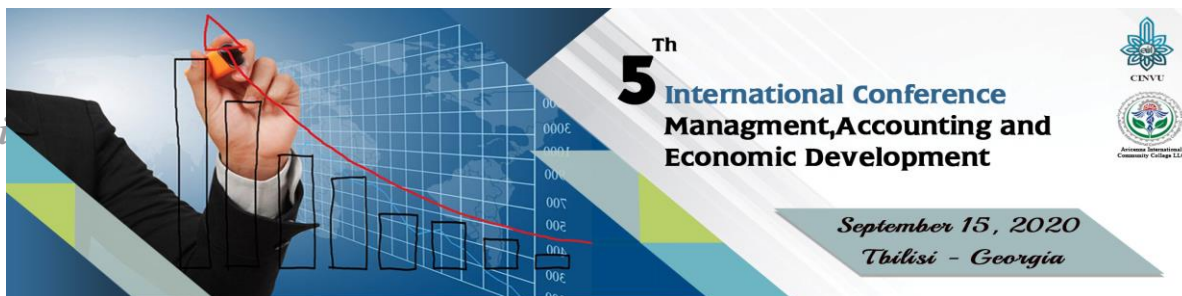


تجزیه و تحلیل داده ها

در این بخش، شاخص های مرکزی هم چون میانگین و شاخص پراکندگی انحراف معیار برای هر یک از متغیرها ارائه می گردد. با توجه به شاخص های ارائه شده در جدول (۱) مشاهده می شود که متوسط درآمد خالص شرکت ها برابر با ۴۸۶۵۲۸۹ و میانگین سود هر سهم آنها برابر با ۷۷۴/۶۵۰۴ بدست آمده است. بازده سهام شرکت ها به طور متوسط برابر با ۵۱/۳۱۸۷ درصد بوده است و شاخص تمایلات سرمایه گذاران که از لگاریتم طبیعی حجم معاملات سهام بدست آمده به طور متوسط برابر با ۸/۳۷۹ بدست آمده است. گستره پیش بینی بلندمدت درآمدهای شرکت برابر با ۶۲۵/۸۸۵۵ و گستره نرخ رشد واقعی درآمدهای شرکت برابر با ۳۰۱۴/۳۳۱ بوده است. به طور میانگین گستره تجدید نظر در پیش بینی سود شرکت برابر با ۱۹۶/۴۱۸۳ و گستره رشد بازده سهام شرکت برابر با ۳۵/۳۱۲۰۸ به دست آمده است.

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرها

| متغیر | نماد | میانگین | میانه | بیشینه | کمینه | انحراف معیار |
|---------------------------------|-----------------|----------|----------|----------|----------|--------------|
| درآمد خالص | EARNINGS | 4865289. | 729388.0 | 3.68E+08 | 0.000000 | 21066037 |
| سود هر سهم | EPS | 774.6504 | 439.6103 | 15304.78 | -3326.57 | 1329.006 |
| بازده سهام | RETURN | 51.31876 | 21.34664 | 859.4987 | -65.8051 | 100.4732 |
| تمایلات سرمایه گذاران | SENTIMENT | 8.379005 | 8.441361 | 8.638554 | 8.092869 | 0.223612 |
| پیش بینی بلندمدت سود | LTG5-LTG1 | 625.8855 | 103.6838 | 3807.583 | 74.82848 | 1403.082 |
| گستره واقعی رشد سود | GROWTH5-GROWTH1 | 3014.331 | 1002.552 | 12439.52 | 586.9985 | 4362.107 |
| گستره تجدید نظر در پیش بینی سود | REV5-REV1 | 196.4183 | 120.3754 | 701.9994 | 95.02340 | 223.2702 |
| گستره رشد بازده سهام | RET5-RET1 | 35.31208 | 31.20509 | 84.79750 | 7.238740 | 24.02220 |



قابل ذکر است که به منظور تحلیل فرضیه های مقادیر به دست آمده از چندک های بالایی و پایینی سود هر سهم، درآمد و بازده سهام در قالب گستره رشد سود هر سهم، گستره رشد درآمد و گستره رشد بازده سهام مورد بررسی بوده اند که ماهیت سری زمانی را از داده ها سلب کرده و در هر سال، یک مشاهده از متغیرهای مذکور موجود است. لذا انجام آزمون های مانایی و آزمون های تشخیص مدل (چاو/هااسمن) در این داده ها ضرورت نیافته است. از این رو به منظور آزمون فرضیه ها از برازش مدل های رگرسیون مقطعی به روش OLS استفاده شده است.

آزمون فرضیه اول

به منظور آزمون فرضیه اول تحقیق، از تخمین مدل رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است.

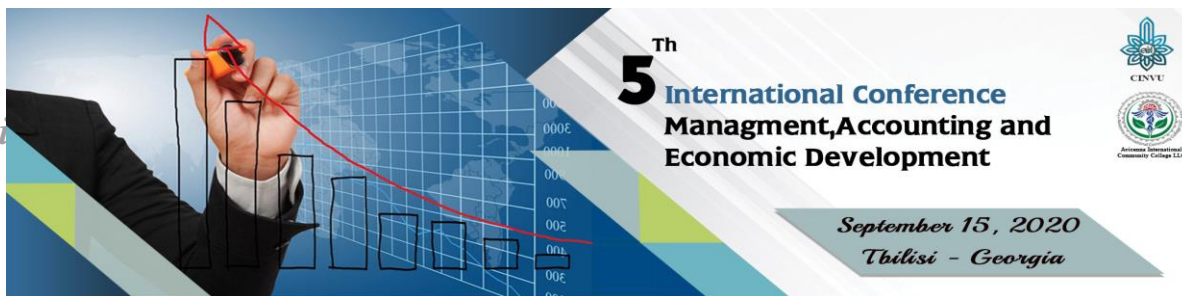
$$LTG5_t - LTG1_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_t + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل، متغیر Sentiment_t نشان دهنده تمایلات سرمایه گذاران است که از متوسط حجم معاملات سهام طی هر دوره مالی محاسبه شده است. همچنین $LTG5_t - LTG1_t$ نیز گستره رشد بلندمدت پیش بینی شده درآمدهای شرکت را نشان می دهد. برای این منظور، رشد درآمدهای پیش بینی شده شرکت ها در چندک های ۲۰ درصدی (۵ گروه) دسته بندی شده و تفاضل متوسط رشد درآمدهای پیش بینی شده برای آن ها محاسبه شده است. در این بخش، ابتدا الگوی لازم برای تخمین مدل تعیین گردیده و سپس مدل تحقیق برآورد و نتایج حاصل از آن تفسیر می شود. در نتیجه برازش مدل، نتایج فرضیه تحقیق ارائه می گردد.

جدول (۲) نتایج برآورد ضرایب مدل فرضیه اول

| متغیر توضیحی | ضریب | خطای استاندارد | آماره t | سطح معناداری |
|-------------------------------------|----------|--------------------------|----------|--------------|
| SENTIMENT | 8761.592 | 3852.497 | 2.274263 | 0.0221 |
| C | 75890.42 | 31701.41 | 2.393913 | 0.0121 |
| مفروضات اولیه و مشخصات مدل رگرسیونی | | | | |
| ضریب تعیین تعدیل شده | 0.410161 | آماره تحلیل واریانس | 5.172274 | |
| آماره دورین واتسون | 1.788730 | معناداری مدل | 0.022053 | |
| آماره بروش پاگان گادفری | 0.433475 | احتمال بروش پاگان گادفری | 0.5394 | |
| آماره بروش گادفری (LM) | 0.199648 | احتمال بروش گادفری | 0.8291 | |
| آماره جارک-برا | 3.789085 | احتمال جارک-برا | 0.150387 | |

به منظور آزمون فرضیه اول، سطح معناداری اثر تمایلات سرمایه گذاران در مدل رگرسیونی تحقیق مورد تحلیل قرار گرفته است. با توجه به سطح معناداری بدست آمده برای این اثر که کوچکتر از خطای ۰/۰۵ به دست آمده (۰/۰۲۲۱ = p-value) می توان نتیجه گرفت که تمایلات سرمایه گذاران تاثیر معناداری بر روی جسارت مدیران در پیش بینی بلندمدت درآمد شرکت ها داشته است. با استناد به ضریب تاثیر این متغیر که در جهت مثبت برآورد گردیده



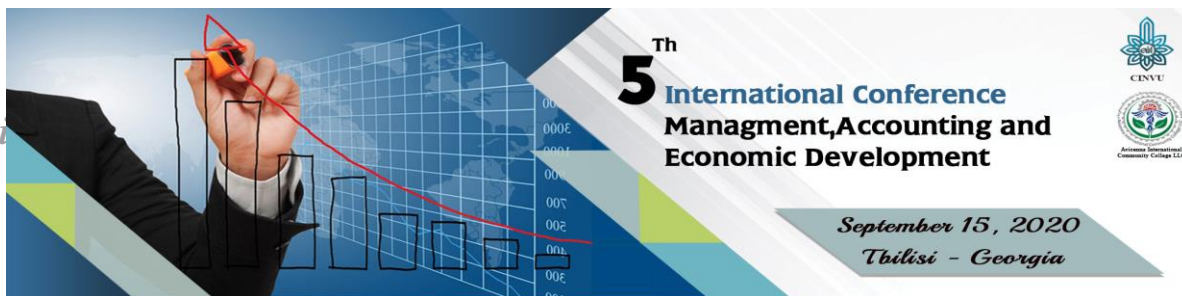
($\beta = 8761/592$) می توان نتیجه گرفت که تمایلات سرمایه گذاران تاثیر مستقیم و معناداری بر روی جسارت مدیران در پیش بینی بلندمدت درآمد شرکت داشته است. از این رو فرضیه اول تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ مورد تایید قرار گرفته است. به منظور تعیین تناسب برازش مدل و برقراری مفروضات اولیه رگرسیونی، آزمون های نیکویی برازش مدل نیز انجام شده اند. در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که مقدار احتمال معناداری آزمون تحلیل واریانس (F فیشتر) از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز گویای آن است که ۴۱/۰۱ درصد از تغییرات موجود در جسارت در پیش بینی بلندمدت درآمد شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد. آزمون بروش پاکان گادفری به منظور تایید همسانی واریانس اجزای خطای مدل انجام شده است. سطح معناداری این آزمون بزرگتر از ۰/۰۵ ($p\text{-value} = 0/5394$) بدست آمده که موید همسانی واریانس اجزای خطای مدل است. به منظور آزمون استقلال پسماندهای مدل از آزمون بروش گادفری استفاده شد. سطح معناداری این آزمون ($p\text{-value} = 0/8291$) نیز بزرگتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده که نشان از تایید فرض صفر آماری در این مدل، مبنی بر استقلال جملات خطای مدل دارد. به منظور بررسی تصریح الگوی رگرسیونی از آماره دوربین واتسون استفاده شد. آماره این آزمون که در بازه مقادیر تجربی ۱/۵ تا ۲/۵ بدست آمده ($DW = 1/788$)، نشان از تصریح مناسب الگوی رگرسیونی دارد. نتایج آزمون جارک-برا در جهت تایید نرمال بودن توزیع تجربی اجزای خطا نیز با سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ ($p\text{-value} = 0/1503$) نشان از نرمال بودن اجزای خطای مدل داشته است. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

آزمون فرضیه دوم

به منظور آزمون فرضیه دوم تحقیق، از تخمین مدل رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است.

$$\text{Growth5}_t - \text{Growth1}_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_t + \varepsilon_{i,t}$$

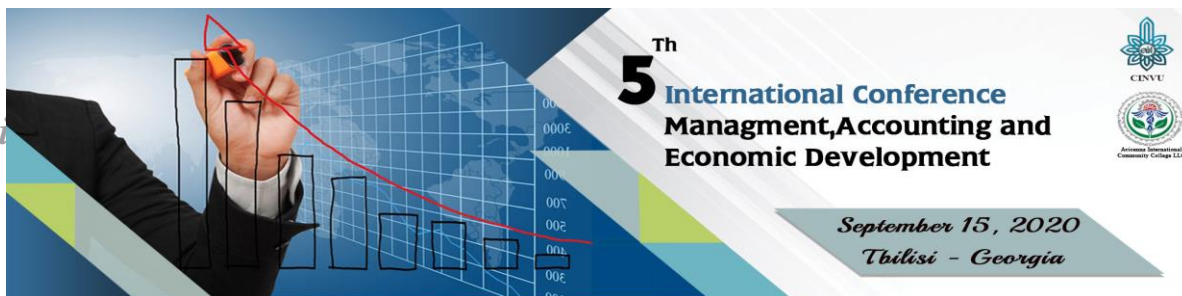
در این مدل، متغیر Sentiment_t نشان دهنده تمایلات سرمایه گذاران است که از متوسط حجم معاملات سهام طی هر دوره مالی محاسبه شده است. همچنین $\text{Growth5}_t - \text{Growth1}_t$ نیز گستره رشد بلندمدت واقعی درآمدهای شرکت را نشان می دهد. برای این منظور، رشد واقعی درآمدهای شرکت ها در چندک های ۲۰ درصدی (۵ گروه) حاصل از درآمدهای پیش بینی شده دسته بندی شده و تفاضل متوسط رشد درآمد برای آنها محاسبه شده است. به عبارت دیگر، به منظور تعیین اختلاف بین رشد واقعی درآمد و رشد پیش بینی شده آن، ابتدا چندک ها بر حسب رشد پیش بینی شده تعیین گردیده و سپس متوسط رشد واقعی درآمدهای هر شرکت در این چندک ها محاسبه شده است. اختلاف این مقادیر حد متوسط در چندک های پایینی و بالایی، نشان دهنده گستره واقعی رشد درآمد شرکت ها بوده است.



جدول (۳) نتایج برآورد ضرایب مدل فرضیه دوم

| متغیر توضیحی | ضریب | خطای استاندارد | آماره t | سطح معناداری |
|-------------------------------------|-----------|--------------------------|-----------|--------------|
| SENTIMENT | -16574.56 | 2535.861 | -6.536066 | 0.0013 |
| C | 146505.8 | 20688.19 | 7.081617 | 0.0009 |
| مفروضات اولیه و مشخصات مدل رگرسیونی | | | | |
| ضریب تعیین تعدیل شده | 0.874267 | آماره تحلیل واریانس | 42.72016 | |
| آماره دوربین واتسون | 1.619831 | معناداری مدل | 0.001255 | |
| آماره بروش پاگان گادفری | 6.478375 | احتمال بروش پاگان گادفری | 0.0516 | |
| آماره بروش گادفری (LM) | 1.807699 | احتمال بروش گادفری | 0.3054 | |
| آماره جاک-برا | 0.808255 | احتمال جاک-برا | 0.6675 | |

به منظور آزمون این فرضیه در راستای تعیین رابطه میان تمایلات سرمایه گذار با اختلاف رشد واقعی میان شرکت هایی که رشد زیادی برایشان پیش بینی شده بود و شرکت هایی که رشد پایینی برایشان پیش بینی شده، سطح معناداری اثر تمایلات سرمایه گذاران در مدل رگرسیونی تحقیق مورد تحلیل قرار گرفته است. با توجه به سطح معناداری بدست آمده برای این اثر که کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده ($p\text{-value} = ۰/۰۰۱۳$) می توان نتیجه گرفت که تمایلات سرمایه گذاران تاثیر معناداری بر روی اختلاف درآمدهای واقعی و پیش بینی شده شرکت داشته است. با استناد به ضریب تاثیر این متغیر که در جهت منفی برآورد گردیده ($\beta = -۱۶۵۷۴/۵۶$) می توان نتیجه گرفت که رابطه مثبت میان تمایلات سرمایه گذار و پراکندگی پیش بینی رشد بلند مدت در آمد مطابق با دقت پیش بینی نبوده است. از این رو فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ رد گردیده است. با توجه به این که مقدار احتمال معناداری آزمون تحلیل واریانس (F فیشر) از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز گویای آن است که ۸۷/۴۲ درصد از تغییرات موجود در دقت پیش بینی در آمد شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد. سطح معناداری آزمون بروش پاگان گادفری بزرگتر از ۰/۰۵ ($p\text{-value} = ۰/۰۵۱۶$) بدست آمده که موید همسانی واریانس اجزای خطای مدل است. سطح معناداری آزمون بروش گادفری ($p\text{-value} = ۰/۳۰۵۴$) نیز بزرگتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده که نشان از تایید فرض صفر آماری در این مدل، مبنی بر استقلال جملات خطای مدل دارد. آماره آزمون دوربین واتسون که در بازه مقادیر تجربی ۱/۵ تا ۲/۵ بدست آمده ($DW = ۱/۶۱۹$)، نشان از تصریح مناسب الگوی رگرسیونی دارد. نتایج آزمون جاک-برا در جهت تایید نرمال بودن توزیع تجربی اجزای خطا



نیز با سطح معناداری بزرگ تر از ۰/۰۵ ($p\text{-value} = ۰/۶۶۷۵$) نشان از نرمال بودن اجزای خطای مدل داشته است. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

آزمون فرضیه سوم

به منظور آزمون فرضیه سوم تحقیق، از تخمین مدل رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است.

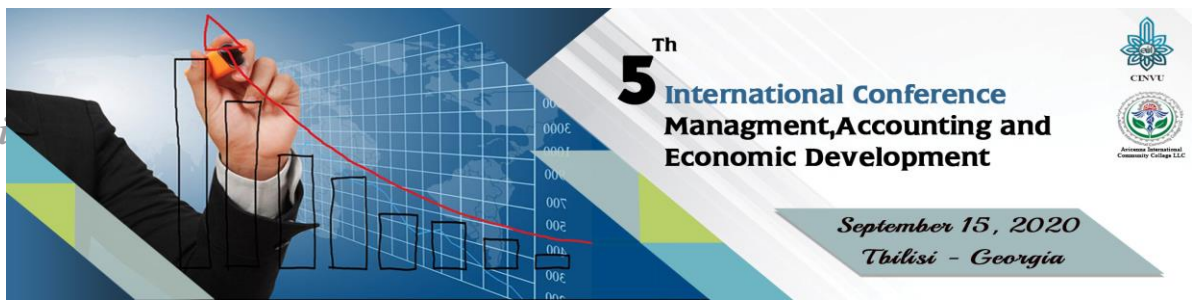
$$Rev5_t - Rev1_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_t + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل، متغیر Sentiment_t نشان دهنده تمایلات سرمایه گذاران است که از متوسط حجم معاملات سهام طی هر دوره مالی محاسبه شده است. همچنین $Rev5_t - Rev1_t$ نیز گستره تجدیدنظر در پیش بینی سود شرکت را نشان می دهد. برای این منظور، رشد واقعی سودهای تجدید نظر شده شرکت ها در چندک های ۲۰ درصدی (۵ گروه) حاصل از سودهای پیش بینی شده دسته بندی شده و تفاضل متوسط رشد درآمد برای آنها محاسبه شده است. به عبارت دیگر، به منظور تعیین گستره سودهای تجدید نظر شده، ابتدا چندک ها بر حسب رشد پیش بینی شده تعیین گردیده و سپس متوسط رشد واقعی سودهای تجدید نظر شده هر شرکت در این چندک ها محاسبه شده است. اختلاف این مقادیر حد متوسط در چندک های پایینی و بالایی، نشان دهنده گستره واقعی سودهای تجدید نظر شده شرکت ها بوده است.

جدول (۴) نتایج برآورد ضرایب مدل فرضیه سوم

| متغیر توضیحی | ضریب | خطای استاندارد | آماره t | سطح معناداری |
|-------------------------------------|-----------|--------------------------|-----------|--------------|
| SENTIMENT | -1371.927 | 615.4934 | -2.228988 | 0.0363 |
| C | 11989.01 | 5064.770 | 2.367139 | 0.0242 |
| مفروضات اولیه و مشخصات مدل رگرسیونی | | | | |
| ضریب تعیین تعدیل شده | 0.398097 | آماره تحلیل واریانس | 4.968388 | |
| آماره دوربین واتسون | 1.782928 | معناداری مدل | 0.046262 | |
| آماره بروش پاگان گادفری | 1.140956 | احتمال بروش پاگان گادفری | 0.3343 | |
| آماره بروش گادفری (LM) | 0.188697 | احتمال بروش گادفری | 0.8372 | |
| آماره جارك-برا | 3.760175 | احتمال جارك-برا | 0.1525 | |

به منظور آزمون فرضیه سوم تحقیق، سطح معناداری اثر تمایلات سرمایه گذاران در مدل رگرسیونی تحقیق مورد تحلیل قرار گرفته است. با توجه به سطح معناداری بدست آمده برای این اثر که کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده (۰/۰۳۶۳) می توان نتیجه گرفت که تمایلات سرمایه گذاران تاثیر معناداری بر روی تجدیدنظر در پیش بینی درآمد شرکت داشته است. با استناد به ضریب تاثیر این متغیر که در جهت منفی برآورد گردیده ($\beta = -۱۳۷۱/۹۲۷$) می توان نتیجه گرفت که رابطه میان تمایلات سرمایه گذار و تجدیدنظر در پیش بینی درآمد منفی بوده است. به عبارت دیگر، در شرایطی که پیش بینی جسورانه رشد بلند مدت درآمد که تحت تاثیر تمایلات صعودی سرمایه گذار هستند،



سهام هایی که رشد بیش تری برای آن ها پیش بینی شده است، در پیش بینی آن ها به صورت منفی تری تجدید نظر یا اصلاح می شوند. از این رو فرضیه سوم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ تایید گردیده است و می توان ادعا نمود که هنگامی که تمایلات سرمایه گذار بیشتر است، رابطه ای قوی تر و منفی میان پیش بینی رشد بلند مدت در آمد و تجدیدنظر در پیش بینی درآمد وجود دارد. با توجه به این که مقدار احتمال معناداری آزمون تحلیل واریانس (F فیشر) از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز گویای آن است که ۳۹/۸۰ درصد از تغییرات موجود در گستره تجدید نظر پیش بینی درآمد شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد. سطح معناداری آزمون بروش پاگان گادفری بزرگتر از ۰/۰۵ ($p\text{-value} = ۰/۳۳۴۳$) بدست آمده که موید همسانی واریانس اجزای خطای مدل است. سطح معناداری آزمون بروش گادفری ($p\text{-value} = ۰/۸۳۷۲$) نیز بزرگتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده که نشان از تایید فرض صفر آماری در این مدل، مبنی بر استقلال جملات خطای مدل دارد. آماره آزمون دورین واتسون که در بازه مقادیر تجربی ۱/۵ تا ۲/۵ بدست آمده ($۱/۷۸۲ = DW$)، نشان از تصریح مناسب الگوی رگرسیونی دارد. نتایج آزمون جارک-برا در جهت تایید نرمال بودن توزیع تجربی اجزای خطا نیز با سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ ($p\text{-value} = ۰/۱۵۲۵$) نشان از نرمال بودن اجزای خطای مدل داشته است. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

آزمون فرضیه چهارم

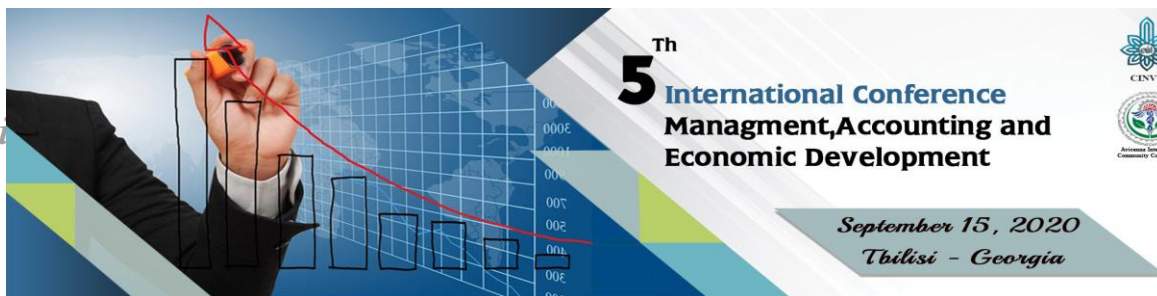
به منظور آزمون فرضیه چهارم تحقیق، از تخمین مدل رگرسیونی زیر بهره گرفته شده است.

$$Ret5_t - Ret1_t = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_t + \varepsilon_{i,t}$$

در این مدل، متغیر Sentiment_t نشان دهنده تمایلات سرمایه گذاران است که از متوسط حجم معاملات سهام طی هر دوره مالی محاسبه شده است. همچنین $Ret5_t - Ret1_t$ نیز گستره تغییرات بازده سهام شرکت ها را نشان می دهد. برای این منظور، بازده سهام شرکت ها در چندک های ۲۰ درصدی (۵ گروه) حاصل از درآمدهای پیش بینی شده دسته بندی شده و تفاضل متوسط بازده سهام برای آنها محاسبه شده است. به عبارت دیگر، به منظور تعیین گستره تغییرات بازده سهام برای شرکت های با پیش بینی بلندمدت درآمد بالا و پیش بینی بلندمدت درآمد پایین، ابتدا چندک ها بر حسب رشد پیش بینی شده تعیین گردیده و سپس متوسط بازده سهام شرکت ها در این چندک ها محاسبه شده است. اختلاف این مقادیر حد متوسط در چندک های پایینی و بالایی، نشان دهنده گستره تغییرات بازده سهام شرکت ها در چندک های حاصل از پیش بینی بلندمدت درآمد بوده است.

جدول (۵) نتایج برآورد ضرایب مدل فرضیه چهارم

| متغیر توضیحی | ضریب | خطای استاندارد | آماره t | سطح معناداری |
|--------------|-----------|----------------|-----------|--------------|
| SENTIMENT | -144.5683 | 60.74414 | -2.379954 | 0.0332 |

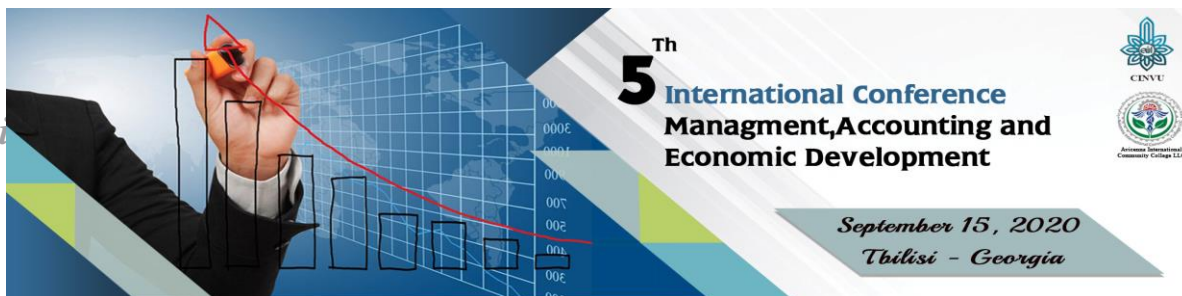


| | | | | |
|-------------------------------------|--------------------------|----------|-------------------------|---|
| 0.0013 | 2.549139 | 499.8512 | 1274.190 | C |
| مفروضات اولیه و مشخصات مدل رگرسیونی | | | | |
| 5.664181 | آماره تحلیل واریانس | 0.437369 | ضریب تعیین تعدیل شده | |
| 0.033169 | معناداری مدل | 1.872116 | آماره دوربین واتسون | |
| 0.3669 | احتمال بروش پاگان گادفری | 0.983576 | آماره بروش پاگان گادفری | |
| 0.6666 | احتمال بروش گادفری | 0.465628 | آماره بروش گادفری (LM) | |
| 0.5414 | احتمال جارك-برا | 1.226913 | آماره جارك-برا | |

به منظور آزمون فرضیه چهارم تحقیق، سطح معناداری اثر تمایلات سرمایه گذاران در مدل رگرسیونی تحقیق مورد تحلیل قرار گرفته است. با توجه به سطح معناداری بدست آمده برای این اثر که کوچکتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده (p-value = ۰/۰۳۳۲) می توان نتیجه گرفت که تمایلات سرمایه گذاران تاثیر معناداری بر روی گستره تغییرات بازده سهام شرکت داشته است. با استناد به ضریب تاثیر این متغیر که در جهت منفی برآورد گردیده (beta = -۱۴۴/۵۶۸۳) می توان نتیجه گرفت که رابطه میان تمایلات سرمایه گذار و گستره تغییرات بازده سهام منفی بوده است. به عبارت دیگر، هنگامی که تمایلات سرمایه گذار بیشتر است، در این صورت رابطه ای قوی تر و منفی میان پیش بینی رشد بلند مدت در آمد و بازدهی سهام وجود دارد. از این رو فرضیه چهارم تحقیق در سطح خطای ۰/۰۵ تایید گردیده است. با توجه به این که مقدار احتمال معناداری آزمون تحلیل واریانس (F فیشر) از ۰/۰۵ کوچک تر می باشد با اطمینان ۹۵٪ معنی دار بودن کل مدل تایید می شود. ضریب تعیین تعدیل شده مدل نیز گویای آن است که ۴۳/۷۳ درصد از تغییرات موجود در گستره تغییرات بازده سهام شرکت ها توسط متغیرهای وارد شده در مدل تبیین می گردد. سطح معناداری آزمون بروش پاگان گادفری بزرگتر از ۰/۰۵ (p-value = ۰/۳۶۶۹) بدست آمده که موید همسانی واریانس اجزای خطای مدل است. سطح معناداری آزمون بروش گادفری (p-value = ۰/۶۶۶۶) نیز بزرگتر از خطای ۰/۰۵ بدست آمده که نشان از تایید فرض صفر آماری در این مدل، مبنی بر استقلال جملات خطای مدل دارد. آماره آزمون دوربین واتسون که در بازه مقادیر تجربی ۱/۵ تا ۲/۵ بدست آمده (DW = ۱/۸۷۲)، نشان از تصریح مناسب الگوی رگرسیونی دارد. نتایج آزمون جارك-برا در جهت تایید نرمال بودن توزیع تجربی اجزای خطا نیز با سطح معناداری بزرگتر از ۰/۰۵ (p-value = ۰/۵۴۱۴) نشان از نرمال بودن اجزای خطای مدل داشته است. از این رو می توان پذیرفت که مفروضات اولیه رگرسیون برقرار بوده و نتایج مدل در تعیین اثرات قابل استناد است.

نتیجه گیری و بررسی تطبیق یافته ها

نتایج به دست آمده در پژوهش حاضر را می توان به صورت کلی این طور مطرح کرد که قیمت گذاری سهام در کوتاه مدت و بلند مدت در تمایلات سرمایه گذار دارد. بنابراین، زمانی که قیمت گذاری سهام تغییر می کند، طبیعتاً رفتار و



تمایلات سرمایه گذاران را تحت تاثیر قرار می دهد. در این ارتباط بایستی اشاره شود که سازگار با بحث های گسترده ای که به نقش تمایلات سرمایه گذاران در قیمت گذاری دارایی در ادبیات موضوع وجود دارد، مطالعات پیشین نشان می دهند که تمایلات سرمایه گذاران دارای تاثیر معناداری بر قیمت سهام داشته که این امر می تواند ناشی از اثرگذاری ترجیحات سرمایه گذاران برای اوراق بهاداری باشد که دارای ارزش بالاتری بوده، آریترایز بیشتری دارند و تحت تاثیر انتظارات سود کوتاه مدت می باشند. به هر حال، اگرچه انتظارات رشد بلندمدت برای ارزش گذاری سهام بسیار حیاتی است، اما مطالعات اندکی به بررسی امکان تمایل سرمایه گذاران بر کاهش قیمت گذاری سهام با اثرگذاری انتظارات بلندمدت سرمایه گذاران پرداخته اند. در این مطالعه، تلاش پژوهش گر به بررسی این امکان پرداخت. نتایج به دست آمده نشان می دهد تمایلات بالای سرمایه گذاران موجب القاء این موضوع به سهامداران می شود که به طور متهورانه به متمایز سازی شرکت های دارای رشد بالا از دیگر شرکت ها، پردازند و این پیش بین رشد بلندمدت موجب قیمت گذاری پایین می شود.

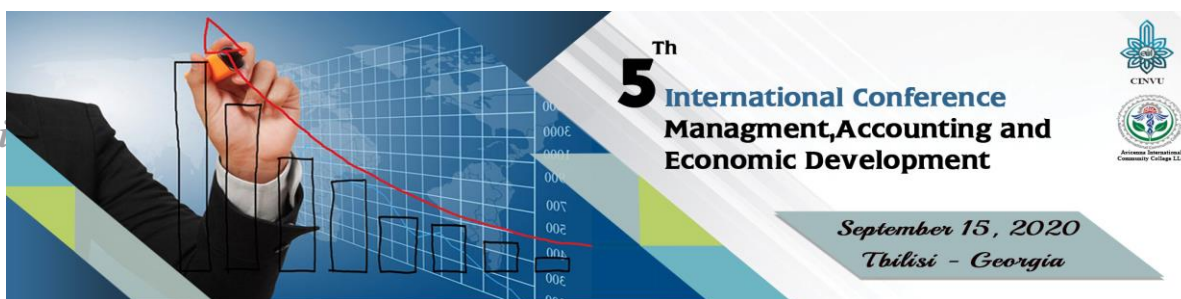
در همین ارتباط، بسیاری از پژوهش ها در حوزه مالی به نقش و اثر احساسات سرمایه گذار بر قیمت گذاری دارایی پرداخته اند. احساسات سرمایه گذار نوعی ویژگی روانی است که از طریق حرکت ها و تغییرات قیمت دارایی و فعالیت سرمایه گذار تعیین و نمایان می گردد. نظریه ی سنتی قیمت گذاری دارایی اعلام می دارد که آریترایز منطقی لزوماً قیمت ها را به سمت اصول بنیادی حرکت می دهد و احساسات سرمایه گذار در این زمینه نقشی ندارند. البته، در برخی تحقیقات رفتاری صورت گرفته در حوزه ی تأمین مالی استدلال شد که احساسات سرمایه گذار باعث می شود قیمت سهام از مقدار و ارزش اصلی و بنیادی خود منحرف گردد. در مجموع می توان گفت نتایج پژوهش حاضر سازگار با نتایج پژوهش های کن و همکاران (۲۰۱۷)، سوشنگ وانگ و همکاران (۲۰۱۷)، ژو و نیو (۲۰۱۶)، سان و همکاران (۲۰۱۶)، هوچانگشنگ و همکاران (۲۰۱۲)، لی و همکاران (۲۰۰۹)، اکسوی و همکاران (۲۰۰۸)، رضایی و بهاروند (۱۳۹۵)، ستایش و شمس الدینی (۱۳۹۵)، حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) و پورحیدری و اکبری (۱۳۸۹) می باشد.

منابع

- ابراهیمی، حسن و گرکز، منصور. (۱۳۹۲). "بررسی تفاوت تاثیر تمایلات سرمایه گذار بر بازده بازار بین دوره نهم و دهم ریاست جمهوری با استفاده از مدل GARCH در بازار بورس اوراق بهادار تهران". دومین کنفرانس ملی حسابداری، مدیریت مالی و سرمایه گذاری، گرگان، انجمن علمی و حرفه ای مدیران و حسابداران گلستان.
- احمدپور احمد، پیکرنگار صدیقه. (۱۳۹۱). "تبیین رابطه بین اجزای کیفیت اقلام تعهدی و همزمانی قیمت در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۶، ص ۱۳۷-۱۵۱.
- پورحیدری امید، اکبری امین. (۱۳۸۹). "بررسی و ارزیابی الگوهای قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران". مجله توسعه و سرمایه، سال سوم، شماره ۵، ص ۶۱-۸۲.



- حیدرپور، فرزانه؛ تاری وردی، یدالله؛ محرابی، مریم (۱۳۹۲)، تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ۶، شماره ۱۷، صص ۱-۱۳.
- رفیع زاده، هادی و برزگر، قدرت اله. (۱۳۹۵). "بررسی ارتباط بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و قیمت گذاری کمتر از حد عرضه عمومی اولیه سهام شرکت های بورسی". چهارمین کنفرانس، مدیریت، اقتصاد و حسابداری، تبریز، سازمان مدیریت صنعتی آذربایجان شرقی، دانشگاه تبریز.
- ستایش، محمد حسین و شمس الدینی، کاظم. (۱۳۹۵). "بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". مجله پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره هشتم، شماره ۱، پیاپی ۷۰/۳، صص ۱۰۳-۱۲۵.
- عسگرزاده غلامرضا. (۱۳۸۹). "ارزش گذاری سهام (مروری بر مدل ها و ارائه مدل رفتاری تصویر سهام)". مجله بورس، شماره ۸۹، صص ۳۸-۴۹.
- کمالی، احسان؛ هاشمی، سیدعباس و فروغی، داریوش. (۱۳۹۳). "ارزیابی مدل مبتنی بر عوامل بنیادی ریسک در پیش بینی قیمت سهام". فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، سال سوم، شماره ۱۲، صص ۱۱۷-۱۳۸.
- مشایخی بیتا، بهبهانی نیا پریرسا. (۱۳۸۸). "بررسی فرضیه سرمایه گذار ساده لوح در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه بصیرت، سال شانزدهم، شماره ۴۲
- Aksoy L, Cooil B, Groening C, Keiningham T.L & Yalçin A. (2008). "The long-term stock market valuation of customer satisfaction". *Journal of Marketing*, 72(4), 105-122
- Baker, M., Wurgler, J., 2007. Investor sentiment in the stock market. *J. Econ.*, 21, 129-151.
- Campello M & Graham J.R. (2013). "Do Stock Prices Influence Corporate Decisions? Evidence from the Technology Bubble". *Journal of Financial Economics*, 107, 89-110
- Chan, L., Karceski, J., Lakonishok, J., 2003. The level and persistence of growth rates. *J. Financ.*, 58, 643-684.
- Chung K.H, Elder J, Kim J.C. (2010). "Corporate governance and liquidity". *J. Finance. Quant. Anal*, 45, 265
- De Long, B., Shleifer, A., Summers, L. H., Waldmann, R. J. 1990. Noise trader risk in financial markets. *J. Polit. Econ.*, 98, 703-738.
- Finter P.H. (2012). "The impact of investor sentiment on the German stock market". *Zeitschrift for Betriebswirtschaft*, 32(2), 188-198
- Frankel, R., Lee, C., 1998. Accounting valuation, market expectation, and cross-sectional stock returns. *J. Account. Econ.*, 25, 283-319.
- Gebhardt, W., Lee, C., Swaminathan, B., 2001. Toward an implied cost of capital. *J. Accounting Res.*, 39, 135-176.



- Gordon, M., 1962. The investment, financing, and valuation of the corporation. Irwin, Homewood.
- Hribar, P., and McLinnis, J.M. (2012).” Investor Sentiment and Analysts’ Earnings Forecast Errors”. Management Science Journal, 58 (2), 293-307.
- Kun, G., Sun, Y., and Qian, X. (2017). “Can investor sentiment be used to predict the stock price? Dynamic analysis based on China stock market”. Physica A: Statistical Mechanics and its Applications, 469, 390-396.
- La Porta, R., 1996. Expectations and the cross-section of stock returns. J. Financ., 51, 1715-1742.
- Lee W, Jiang C, Indro D. (2009). “Stock market volatility, excess returns, and the role of investor Sentiment”. Journal of Banking & Finance, 29, 211-233.
- Miwa, K., Investor sentiment, stock mispricing, and longterm growth expectations, Research in International Business and Finance (2015), <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2015.10.003>
- Shleifer, A., Vishny, R., 1997. The limits of arbitrage. J. Financ., 52, 35-55.
- Sun, L., Najand, M., Shen, J. (2016). “Stock Return Predictability and Investor Sentiment: A High-Frequency Perspective”. Journal of Banking and Finance, 73, 147 – 164
- Walther, B., Willis, R. 2012. Do investor expectations affect sell-side analysts' forecast bias and forecast accuracy? Rev. Account. Stud., 17, 1-21.
- Zhu, B., and Niu, F. (2016). “Investor Sentiment, Accounting Information and Stock Price: Evidence from China”. Pacific-Basin Finance Journal, 38, 125-134