

تأثیر رفتار سرمایه‌گذار بر ریسک ریزش قیمت سهام (فرا تحلیل)

بنیامین قدرتی^۱

چکیده

هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی تأیید و یا عدم تأیید تأثیرگذاری رفتار سرمایه‌گذار بر ریسک ریزش قیمت سهام است. تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی، از لحاظ روش، علی و از نظر نحوه گردآوری اطلاعات، استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای است. برای تجزیه تحلیل داده‌ها نیز از نرم‌افزارهای اکسل و سی‌ام‌ای استفاده شده است. آزمون فرضیه پژوهش و تجزیه تحلیل آن نیز با استفاده روش فرا تحلیل انجام شده است.

نتایج آزمون فرضیه پژوهش نشان داد: اندازه اثر کشف شده مطالعات معنادار است. همچنین مشخص شد بین دو حالت مدل اثرات تصادفی و ثابت تفاوت فاحشی در نتایج پژوهش وجود دارد مدل اثرات ثابت خیر از تأثیر معنادار رفتار سرمایه‌گذاران بر ریسک ریزش قیمت سهام می‌دهد. بدین ترتیب مدل اثرات ثابت به‌عنوان مدل اصلی آنالیز ترکیبی انتخاب شد همچنین نتایج تحقیق نشان داد فرضیه پژوهش مبنی بر تأثیر رفتار سرمایه‌گذار بر ریسک ریزش قیمت سهام تأیید می‌شود.

واژه‌های کلیدی: رفتار سرمایه‌گذاران، ریسک ریزش قیمت سهام، فرا تحلیل

۱-مقدمه

رفتار سرمایه‌گذاران به‌عنوان کسانیکه به دنبال بهینه‌سازی سود، همه‌چیزدان و بی‌نهایت منطقی می‌باشند؛ در دنیای واقعی به‌سختی قابل‌درک و فهم است. حتی با فرض این‌که سرمایه‌گذاران واقف به همه‌چیز هستند، این واقعیت که آن‌ها ممکن است، مجبور باشند در فرآیندهای جستجوی اطلاعات، تعامل داشته باشند و این‌که ممکن است دارای محدودیت عقلایی باشند، نادیده گرفته شده است (برآسود و زمردیان، ۱۳۹۸).

از طرفی ریزش قیمت سهام پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام دچار تعدیل شدید منفی و ناگهانی می‌گردد در تعریف دیگری از ریزش قیمت سهام به‌عنوان پدیده‌ای که در آن تجدیدنظر ناگهانی و منفی در انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد سهام یک شرکت رخ می‌دهد، یاد می‌شود. همواره در پژوهش‌های انجام شده در زمینه ریزش قیمت سهام دو جزء اصلی شناخته می‌شود: اول مدیریت شرکت که به دلیل انگیزه‌های خودخواهانه (در جهت منافع شخصی خود) و یا خیرخواهانه (در جهت اهداف سازمان) اقدام به بیش‌نمایی عملکرد شرکت از طریق به تعویق انداختن در انتشار اخبار بد و نیز تسریع در انتشار اخبار خوب می‌نماید، (که این روند ایجاد حباب در قیمت سهام شرکت را در پی دارد) و دوم سیستم حسابداری و استفاده از آن در جهت این اقدام مدیریت است، که به مدیریت اجازه انجام اقدامات فوق را می‌دهد (فرانسیس و همکاران، ۲۰۰۳).

با بررسی ادبیات نظری و ادبیات تجربی در مالی رفتاری واضح است که احساسات سرمایه‌گذار یعنی همان اجماع بازار حاکم بر جریان وجوه نقدی در ریسک‌های سرمایه‌گذاری که به‌طور عادی با قوانین منطقی توجیه نمی‌شود، بر قیمت بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد.

۱. کارشناس ارشد، گروه حسابداری مدیریت، دانشگاه رجاء، تهران، ایران.

2. Francis and et al

همچنین تئوری معامله‌گر نوین مطرح می‌کند که قیمت‌های بازار می‌توانند از ارزش‌های واقعی خود در نتیجه احساسات سرمایه‌گذاران منحرف شوند. علاوه بر این، شواهد موجود در ادبیات تجربی مبنی بر اینکه چگونه احساسات سرمایه‌گذار تا حدودی نتایج بازارهای سرمایه مانند بازار ارز را تغییر می‌دهند، وجود دارد (شازاد و همکاران، ۲۰۲۰).

۲- مبانی نظری

۲-۱. رفتار سرمایه‌گذاران

رفتار سرمایه‌گذاران به‌عنوان کسانی که به دنبال بهینه‌سازی سود، همه‌چیزدان و بی‌نهایت منطقی می‌باشند؛ در دنیای واقعی به‌سختی قابل‌درک و فهم است. حتی با فرض این‌که سرمایه‌گذاران واقف به همه‌چیز هستند، این واقعیت که آن‌ها ممکن است، مجبور باشند در فرآیندهای جستجوی اطلاعات، تعامل داشته باشند و این‌که ممکن است دارای محدودیت عقلایی باشند، نادیده گرفته شده است. نظریه استاندارد تصمیم‌گیری، بر این باور است که افراد بر اساس منطق و به‌صورت عقلایی عمل می‌کنند. نظریه پرتفوی مدرن ارائه‌شده توسط مارکوویتز در سال ۱۹۵۲ نشان می‌دهد که چگونه سرمایه‌گذاران عقلایی، بر اساس منطق، اساس تصمیمات خود در زمینه انتخاب پرتفوی را دو پارامتر ریسک و بازده قرار می‌دهند و با استفاده از بازده و واریانس، سبد سهام خود را متنوع کرده و از این طریق، یک پرتفوی بهینه ایجاد می‌نمایند. اما این مدل، قادر به توضیح رفتار سرمایه‌گذاران در شرایط واقعی نیست (برآسود و زمردیان، ۱۳۹۸).

بر اساس پژوهش‌های انجام‌شده توسط محققان ایرانی، رفتارهای متعددی از سرمایه‌گذاران همچون رفتار عقلایی، رفتار توده‌وار، رفتار واکنشی (بیش واکنشی و کم واکنشی) و تصمیم‌گیری شهودی در دوره‌های مختلف در بورس اوراق بهادار تهران مشاهده شده است. ظهور رفتارهای توده‌وار و واکنشی می‌تواند به بی‌ثباتی بازار، شکنندگی بازار و ناعادلانه شدن قیمت‌ها که یکی از مهم‌ترین اهداف کارکردی بازار سرمایه است، منجر گردد. رفتار توده‌وار به‌عنوان نوعی تورش رفتاری منشأ بروز و پیدایش ناهنجاری‌های متعددی، از قبیل: حباب و سقوط قیمت‌ها و شکل‌گیری نوسان‌های شدید در بازار و درنهایت، عدم کارایی در بازار سرمایه به‌حساب می‌آید (صالح‌آبادی و دلیریان، ۱۳۸۹).

به‌طور مشخص، تغییر در احساسات سرمایه‌گذار اثرات مختلفی بر نوسان‌پذیری در بازارهای مالی دارد. به‌نحوی که هرگونه افزایش یا کاهش در احساسات سرمایه‌گذاران، اثرات معناداری بر نوسان‌پذیری دارد و نتایج چنین نوساناتی در بازارهای آتی بسیار ملموس‌تر است. از این‌رو درک مناسب از تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده و نوسان‌پذیری در بازارهای مالی بسیار مهم است (چیت‌سازان و کیماسی، ۱۳۹۴).

نهایتاً می‌توان بیان کرد، احساسات سرمایه‌گذاران گرایش فعالان بازار برای بورس بازی است و این نگرش ممکن است با وضعیت روان‌شناختی ذهن سرمایه‌گذاران مرتبط باشد. با توجه به اینکه معامله‌گران اختلال‌زا با تأثیرگرفتن از احساسات و هیجانات بازار تصمیم‌گیری می‌کنند، برای تبیین رفتار این نوع معامله‌گران از شاخص گرایش احساسی استفاده می‌شود. شاخص یا نماگر احساسی، نماگر عددی یا گرافیکی است که احساسات یا یک گروه از معامله‌گران نسبت به بازار یا اقتصاد را نشان می‌دهد. شاخص‌ها یا نماگرهای احساسی، میان خوش‌بینی یا بدبینی معامله‌گران نسبت به وضعیت فعلی و آینده بازار را نشان می‌دهند (توحیدی، ۱۳۹۹).

¹ Shahzad et al

۲-۲. عوامل روانی تأثیرگذار در تصمیمات سرمایه‌گذاران

عوامل روانی تأثیرگذار بر قصد افراد به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار عبارت‌اند از:

- عوامل بیوریتمی
- قدرت تحلیل ذاتی
- کسب پرستیژ (وجهه) سهامدار بودن
- انطباق تصویر ذهنی خریدار و تصویر واقعی شرکت
- میزان درجه ریسک‌پذیری
- میزان اعتماد به نفس (ساعدی و مختاریان، ۱۳۸۹).

۲-۳. مالی رفتاری

پژوهشگران حوزه مالی رفتاری با استفاده از موضوعات روانشناسی سرمایه‌گذاران برای توضیح رفتار قیمت‌داری‌ها و به‌خصوص سهام‌پژوهش‌هایی انجام داده‌اند. در پژوهش‌هایی مالی متعارف فرض می‌شد که همبستگی کمی بین رفتار تک‌تک سرمایه‌گذاران وجود دارد و به‌این ترتیب تورش احساسات و رفتار سرمایه‌گذاران یکدیگر را خنثی کرده و بازار در مجموع کارا است. در حالی که در دیدگاه رفتاری، سرمایه‌گذاران از یکدیگر اثر می‌پذیرند و ضمناً انواع تورش‌های ادراکی و احساسی بر رفتار آنان و تصمیم‌گیری آن‌ها برای خرید و فروش سهام اثر می‌گذارد. دسته‌بندی‌های بسیار مختلف و متنوعی از مفاهیم و پژوهش‌هایی مالی رفتاری مطرح شده است. برای مثال، رسول یزدی پور و جیمز هووارد (۲۰۱۰) معتقدند پژوهش‌هایی مالی رفتاری را می‌توان در چهار گروه عمده طبقه‌بندی کرد که عبارت‌اند از: تئوری چشم‌انداز (جایگزین تئوری مطلوبیت انتظاری برای تصمیم‌گیری در شرایط ریسکی)، شهود و تورش‌ها، اثرات قالب‌بندی و تئوری اثر. تئوری چشم‌انداز، تئوری زیربنایی مالی رفتاری است و عملاً بیان‌کننده این موضوع است که افراد در شرایط ریسکی، به‌صورت عقلایی و بر اساس ادبیات مالی متعارف رفتار نمی‌کنند. لذا، تئوری چشم‌انداز، اغلب نقطه آغاز تئوری‌های مالی رفتاری است. اما سه دسته دیگر که ابزارهای کاربردی مالی رفتاری در پژوهش‌هایی مختل می‌باشند، در اکثر ادبیات موجود به شکل‌های مختلفی بیان شده‌اند و عملاً رویه یکسانی برای دسته‌بندی آن‌ها وجود ندارد (حساس یگانه و همکاران، ۱۳۹۸).

۲-۴. سقوط سهام

ریزش قیمت سهام پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام دچار تعدیل شدید منفی و ناگهانی می‌گردد. در تعریف دیگری از ریزش قیمت سهام به‌عنوان پدیده‌ای که در آن تجدیدنظری ناگهانی و منفی در انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد سهام یک شرکت رخ می‌دهد، یاد می‌شود. همواره در پژوهش‌هایی انجام‌شده در زمینه ریزش قیمت سهام دو جزء اصلی شناخته می‌شود: اول مدیریت شرکت که به دلیل انگیزه‌های خودخواهانه (در جهت منافع شخصی خود) و یا خیرخواهانه (در جهت اهداف سازمان) اقدام به بیش‌نمایی عملکرد شرکت از طریق به تعویق انداختن در انتشار اخبار بد و نیز تسریع در انتشار اخبار خوب می‌نماید، (که این روند ایجاد حباب در قیمت سهام شرکت را در پی دارد) و دوم سیستم حسابداری و استفاده از آن در جهت این اقدام مدیریت است، که به مدیریت اجازه انجام اقدامات فوق را می‌دهد (دیانتی و همکاران، ۱۳۹۱).

سقوط قیمت سهام دارای سه ویژگی مشخص است:

(۱) سقوط قیمت سهام یک تغییر بسیار بزرگ و غیرمعمول در قیمت سهام است که بدون وقوع یک حادثه مهم اقتصادی رخ می‌دهد؛

۲) این تغییرات بسیار بزرگ به صورت منفی هستند؛

۳) سقوط قیمت سهام یک پدیده فراگیر در سطح بازار است. به این معنی که کاهش قیمت سهام به یک سهام خاص مختصر نمی‌شود؛ بلکه تمام انواع سهام موجود در بازار را شامل می‌شود.

هر یک از ویژگی‌های سه‌گانه فوق، در مجموعه‌ای از حقایق تجربی ریشه دارد. در ارتباط با ویژگی نخست، هان و آستین در سال ۲۰۰۳ بیان کردند که بسیاری از تغییرات بزرگی که بعد از جنگ جهانی در شاخص S&P500 رخ داده است، به دلیل افشای اخبار مربوط به یک رویداد مهم و قابل توجه نبوده است. ویژگی دوم تعریف فوق ناشی از یک عدم تقارن تجربی و قابل توجه در تغییرات بازده بازار است؛ به این معنی که تغییرات بزرگ در قیمت بیشتر به صورت کاهش و کمتر به صورت افزایش بوده است. این عدم تقارن از طریق مشاهده مستقیم داده‌های تاریخی مربوط به بازده بازار قابل اثبات است. سومین ویژگی این است که پدیده سقوط به تمام انواع سهام موجود در بازار سرایت می‌کند (حیدر زاده هنزائی و حسین زاده ظروفچی، ۱۳۹۸).

۲-۵. ریسک سقوط قیمت سهام

ریسک سقوط قیمت سهام، موضوعی است که طی سال‌های اخیر، با توجه به رسوایی‌های مالی مجموعه‌ای از شرکت‌های مانند انرون، وردکام، ساتیام و به‌ویژه بعد از بحران مالی سال ۲۰۰۸، توجه بسیاری از محققین و دانشگاهیان را به خود جلب کرده است. ریسک سقوط قیمت سهام که یکی از انواع ریسک‌های مرتبط با سهامداران است، به‌عنوان عدم تقارن یا چولگی شرطی توزیع بازده سهام تعریف می‌شود و یا می‌توان آن را پدیده‌ای دانست که به دلیل وجود حباب در قیمت سهام اتفاق می‌افتد. خطر سقوط قیمت سهام، رخداد نامطلوبی است که به شکل بازده منفی شدید سهام، تعریف می‌شود. ریسک سقوط قیمت سهام پدیده‌ای است که در آن قیمت سهام دچار تعدیل شدید منفی و ناگهانی می‌گردد. چنانچه بازده سهام شرکت در یک دوره زمانی خاص پایین‌تر از بازده شاخص کل بازار باشد، احتمال سقوط قیمت سهام در آن دوره بالا می‌رود. هانگ و آستین و جین و میرز معتقدند، علاوه بر عملکرد مدیریت، تنوع سرمایه‌گذاران نیز یک نیروی ایجادکننده پدیده سقوط سهام است. آن‌ها بیان داشتند، متفاوت بودن عقاید و نظرات سرمایه‌گذاران در مواجهه با اخبار بد، باعث می‌شود، سرمایه‌گذاران تندرو با شنیدن کوچک‌ترین اخبار بد، اقدام به فروش کلیه سهام خود نمایند و از بازار سهام کناره‌گیری کنند. در نتیجه، اطلاعات آن‌ها به‌طور کامل ضمیمه قیمت سهام نمی‌شود. همچنین اخبار بد پنهان شده در شرایط تزلزل بازار، تمایل بیشتری به آشکار شدن پیدا می‌نماید که نتیجه آن، تعدیل منفی شدید بازده سهام است که اصطلاحاً آن را ریسک سقوط سهام می‌نامند. بنابراین، نگرش‌ها و فاکتورهای روانی نیز به‌عنوان یکی از عوامل مؤثر بر ارزش‌یابی سهام باید مورد توجه قرار گیرد. در واقع شرایط مبهم آتی و اشتباهات شناختی که در روان‌شناختی انسان تأثیر دارد نیز می‌تواند بر قضاوت‌های سرمایه‌گذاران در ارزش‌یابی و قیمت‌گذاری سهام مؤثر باشد (حیدری و همکاران، ۱۳۹۶).

۲-۶. رفتار توده‌وار و ریسک سقوط قیمت سهام

کارایی اطلاعاتی بازار سرمایه یکی از ارکان اصلی تئوری‌های مالی به شمار می‌رود و به وضعیتی گفته می‌شود که قیمت سهام با متغیرهای بنیادی شرکت تناسب داشته و به اصطلاح در تعادل باشد. طی ده‌های اخیر در بورس‌های مختلف دنیا پدیده‌های مبتنی بر ناکارایی اطلاعاتی مشاهده شد. پدیده‌هایی چون نوسانات شدید در قیمت، حباب، سقوط قیمت، تأثیرات تقویمی، تفاوت در بازده سهام شرکت‌های کوچک و بزرگ، تفاوت در بازده سهام ارزشی و رشدی همگی نشان‌دهنده ناکارایی بازار و نبود تعادل بین قیمت و متغیرهای بنیادی‌اند. در پارادایم مالی رفتاری که به‌عنوان یکی از جدیدترین پارادایم حاکم بر حوزه مالی و سرمایه‌گذاری است، ریشه

این قبیل ناهنجاری به دودسته عوامل محدودیت در آربیتراژ و تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران ربط داده می‌شود. تورش‌های رفتاری یا رفتارهای غیرعادی سرمایه‌گذاران نیز گاهی می‌تواند به ناکارایی بازار و شکاف بین قیمت واقعی و قیمت بازار سهام منجر می‌شود. یکی از این رفتارهای غیرعادی رفتار جمعی سرمایه‌گذاران است. رفتار جمعی به منزله نوعی رفتار غیرعادی، به وضعیتی گفته می‌شود که سرمایه‌گذاران بدون در نظر گرفتن تحلیل و اعتقادات شخصی به تبعیت از تصمیمات دیگران در بازار سرمایه می‌تواند بی‌قاعدگی‌هایی مثل حباب و سقوط قیمت، افزایش نوسانات قیمت در بازار و به‌طور کلی، نبود تعادل در بازار را به دنبال داشته باشد؛ بنابراین با شناسایی و بررسی این پدیده، علاوه بر اینکه یکی از ابعاد رفتاری بازار سرمایه ایران تبیین می‌شود، می‌توان شرایطی را برای به‌کارگیری تصمیمات بهینه برای سرمایه‌گذاری و عوامل بازار فراهم کرد (زارع و کشیری، ۱۳۹۸).

۲-۷. اثرات احساسات سرمایه‌گذار بر سهام

مجموعه‌ای پیشگام و شناخته‌شده از مطالعات در رابطه با گرایش‌های و بازده سهام کل در سال ۱۹۸۰ مطرح شدند. آن‌ها تا حد زیادی تئوریک بودند و به روش‌های مختلفی جهت اینکه آیا بورس به‌عنوان یک کل می‌تواند دارای قیمت نادرست باشد یا خیر، مورد آزمون قرار گرفتند. در این مطالعات، نقش احساسات، ضمنی باقی‌مانده بود، شواهد آماری معمولاً بسیار قوی نبودند. پیش‌بینی بازده سهام می‌تواند منعکس‌کننده اصلاح احساسات ناشی از قیمت‌گذاری نادرست و یا، مسلماً، خطر متغیر بازمان و یا ریسک‌گریزی باشد که باعث تغییر زمان در بازده سهام مورد انتظار می‌شود. مطالعات اخیر مانند بیکر و ورگلر (۲۰۰۶) از پیشرفت‌های موقت در تئوری مالی رفتاری جهت ارائه بررسی‌های دقیق‌تر برای اثر احساسات استفاده کرده‌اند. به‌طور خاص، در بسیاری از مدل‌های رفتاری بازارهای اوراق بهادار با الهام از دلونگ، شلايفر سامرز و والدمن (۱۹۹۰) سرمایه‌گذاران از دو نوع هستند: آربیتراژ‌های منطقی کسانی که بدون گرایش و احساس هستند و معامله‌گران غیرمنطقی در معرض ابتلا به احساسات برونی. آن‌ها در بازار رقابت می‌کنند و قیمت و بازده مورد انتظار را تعیین می‌کنند. اما آربیتراژ‌های منطقی محدود هستند. این محدودیت‌ها یا به دلیل زمان کوتاه یا هزینه‌ها و خطرات تجارت و فروش کوتاه به وجود می‌آید. در نتیجه، قیمت‌ها همیشه در ارزش‌های بنیادین خود قرار ندارند. در این مدل‌ها، قیمت‌گذاری اشتباه ناشی از ترکیبی از دو عامل است: تغییر در احساسات در بخشی از معامله‌گران غیرمنطقی و محدودیت برای آربیتراژ‌ها به دلیل منطقی بودنشان. دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش احساسی سرمایه‌گذار، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کند. در حقیقت، فعل‌وانفعال پویا بین معامله‌گران اختلال‌زا و آربیتراژ‌گران منطقی قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام معامله‌گرهای اختلال‌زای بیشتر و یا معامله‌گرهای منطقی کم‌تری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیر است. مالی رفتاری، بیانگر دو فرض اساسی است: اولین فرض این است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرند. در اینجا گرایش احساسی به‌صورت اعتقاد به جریان‌های نقدی آتی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری تعریف شده که این اعتقاد توسط حقایق در دسترس ایجاد نشده است. دومین فرض این است که آربیتراژ در برابر سرمایه‌گذاران احساسی پر ریسک و پرهزینه است. بنابراین سرمایه‌گذاران منطقی یا آربیتراژ‌گرها در برگرداندن قیمت‌ها به قیمت بنیادی، پرتکاپو نیستند. مالیه رفتاری مدرن اعتقاد دارد که محدودیت‌هایی برای آربیتراژ وجود دارد (اکبری، ۱۳۹۹).

۳. مطالعات انجام شده

۳-۱. مطالعات داخلی

حاجی علیزاده و همکاران (۱۳۹۹)، در پژوهشی با عنوان ارتباط بین استراتژی نوآوری شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام بیان می‌کنند نتایج حاصل از فرضیات پژوهش نشان می‌دهد بین استراتژی نوآوری شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه معکوس و معنادار وجود دارد.

مقدمی (۱۳۹۸)، به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در بازار رقابتی بورس اوراق بهادار پرداختند. هدف اساسی این پژوهش بررسی رابطه میان رفتار سرمایه‌گذاران در بازار رقابتی بورس اوراق بهادار است. نتایج نشان داد که در فرضیه‌های پژوهش میان رفتار خرید سرمایه‌گذاران در بازار رقابتی بورس رابطه وجود دارد. میان رفتار فروش سرمایه‌گذاران در بازار رقابتی بورس رابطه وجود دارد. بهار مقدم و جوکار (۱۳۹۷)، مطالعه با عنوان اثر تعدیل‌کنندگی کیفیت حساسی بر احساسات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام ارائه دادند. نتایج پژوهش نشان داد گزارش‌های حسابرس اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات حسابداری را تقویت می‌کند و بر تمایلات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام تأثیر می‌گذارد؛ اما اندازه حسابرس دارای اثر تعدیل‌کنندگی نیست و تأثیری بر تمایلات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ندارد.

بشکوه و کشاورز (۱۳۹۷)، مطالعه‌ای با عنوان بیش اطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام ارائه نمودند. نتایج این پژوهش نشان داد بیش اعتمادی مدیران با معیار پیش‌بینی سود و رشد غیرعادی دارایی‌ها بر ریسک سقوط قیمت سهام بر اساس نوسان بالا به پایین و سیگمای حداکثری تأثیر مستقیم و معناداری دارد. به عبارت دیگر با افزایش بیش اعتمادی مدیران، شرکت‌ها در معرض ریسک سقوط قیمت سهام بیشتری قرار می‌گیرند.

زارعی و دارابی (۱۳۹۷)، در مقاله‌ای با عنوان تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران، به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه ایران پرداختند. نتایج آزمون فرضیه‌ها در ۷۲ شرکت نشان داد که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود داشت.

۳-۲. مطالعات خارجی

لن و همکاران^۱ (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان احساسات سرمایه‌گذار و قیمت سهام، به بررسی بازار و تعامل بازار با احساسات سرمایه‌گذار در زمینه ارائه سهام فصلی (SEO) توسط شرکت‌های چینی می‌پردازند. آن‌ها شواهد محکمی را یافتند که احساسات سرمایه‌گذار پیش اعلامیه بازگشت غیرطبیعی را هدایت می‌کند.

شازاد و همکاران^۲ (۲۰۲۰) در مقاله‌ای با عنوان احساسات سرمایه‌گذار و بازده نرخ دلار به پوند، وابستگی متقاطع بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده نرخ ارز با استفاده از یک رویکرد کوانتومی شدید را بررسی نمودند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که مقادیر پایین احساسات سرمایه‌گذار تأثیر مثبت و معنی‌داری بر روی مقادیر بازده نرخ ارز $dollar\ pound$ دارد.

سیئوک و همکاران^۳ (۲۰۱۹)، مقاله‌ای با عنوان احساسات سرمایه‌گذاران و پاسخ بازار سهام به اخبار سود، ارائه نمودند. آن‌ها ناهنجاری‌های مبتنی بر حسابداری را به تمایلات رفتاری سرمایه‌گذاران پیوند می‌دهند و دریافتند که سرمایه‌گذاران با توجه به

1. Lan and et al

2. Shahzad and et al

3. Seok, S.I. and et al.

احساسات به اخبار سود پاسخ متفاوت می‌دهند. برای شرکت‌هایی با تمایلات بالا واکنش قیمت سهام به اخبار خوب به طور قابل توجهی بیشتر است و این نشان داد که سرمایه‌گذاران در مورد جریان‌های نقدی انتظاری که در اخبار خوب برای شرکت‌هایی با تمایلات بالا وجود دارد بیشتر خوش‌بینانه هستند.

میان و همکاران^۱ (۲۰۱۸)، مقاله‌ای با عنوان احساسات سرمایه‌گذاران و هزینه تبلیغات ارائه نمودند. آن‌ها نشان دادند که اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار سهام ممکن است با تأثیر بر توانایی شرکت‌ها برای جمع‌آوری بودجه جدید، هزینه تبلیغات را تحت تأثیر قرار دهد. نتایج نشان داد که در طول دوره‌های تمایلات اندک (بالا) سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها مخارج تبلیغاتی خود را کاهش می‌دهند (حتی اگر هزینه‌های تبلیغاتی بیشتر باشد) حتی اگر اثربخشی تبلیغات در این دوره‌ها بیشتر باشد (پایین‌تر).

چن و همکاران^۲ (۲۰۱۸)، در مقاله‌ای با عنوان احساسات سرمایه‌گذاران، زمان‌بندی بازار سهام فصلی و عملکرد قیمت سهام به بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذار و زمان‌بندی بازار سهام فصلی بر عملکرد قیمت سهام پرداختند. نتایج نشان داد که اعتماد سرمایه‌گذاران تأثیر مثبتی بر احتمال عرضه سهام دارد و این تأثیر برای شرکت‌های کوچک و جوان قوی‌تر است. این اثرات تمایل سرمایه‌گذاران نسبت به عملکرد قیمت سهام برای شرکت‌های کوچک، جوان و بالا نسبت به بازار، قوی‌تر است.

۴- روش تحقیق

پژوهش حاضر از نوع هدف کاربردی است. استراتژی پژوهش حاضر از نوع توصیفی و پیمایشی است. کلیه اطلاعات و مقالات خارجی از پایگاه‌های اطلاعاتی مانند پروکویست، ساینس دایرکت، وایلی و امرالد و کلیه پژوهش‌های داخلی از سامانه ایرانداک، اس ای دی و کلیه مجلات علمی و پژوهشی است. به دلیل اینکه محقق درصدد رد یا تأیید یک فرضیه معروف علمی است و از روش فرا تحلیل در این راستا استفاده نمود لذا پژوهش حاضر از یک پروتکل علمی مناسب جهت اطلاعات استفاده نمود و روایی و پایایی نخواهد داشت.

واژه فرا تحلیل، ترجمه واژه مرکب Meta analysis است که جزء نخست آن یعنی Meta به معنای: “فرا” و یا “ورای” است “واژه Meta ریشه یونانی دارد و به معنای Behind یا In back of، است فرا تحلیل به بررسی پژوهش‌هایی می‌پردازد که درباره موضوع خاص انجام شده‌اند توضیح فوق در واقع تعریف لغوی واژه فرا تحلیل است. گلاس (۱۹۷۶، نقل از دلور، ۱۳۸۹) فرا تحلیل را تحلیل آماری مجموعه بزرگی از یافته‌های پژوهشی به منظور یکپارچه‌سازی این یافته‌ها تعریف کرده است وی اولین بار این اصطلاح را در سال ۱۹۷۶ در سمت رئیس انجمن پژوهش‌هایی آموزشی آمریکا به کاربرد تفکر کلید اصلی فرا تحلیل است و در این شیوه، تفکر به طور آگاهانه در ترکیب پژوهش‌ها با استفاده از روش‌های آماری به کار برده می‌شود (دلور، ۱۳۸۹).

در ادامه متغیرهای این پژوهش که به صورت زیر می‌باشند را تعریف خواهیم کرد:

متغیر مستقل:

رفتار (احساسات) سرمایه‌گذاران:

به‌طور کلی، سرمایه‌گذاری به عنوان فرایند تبدیل وجوه مالی به یک یا چند نوع دارایی که برای مدتی در زمان آتی نگهداری خواهد شد، تعریف می‌شود. اثر تمایلی، شکلی از معاملات در شرایط عقلانیت محدود است که به‌طور گسترده مورد مطالعه قرار گرفته و در

1. Mian, G.M. and et al

2. Chen, Y.W. and et al.

میان سرمایه‌گذاران نهادی نیز تأیید شده است و تأثیر نامطلوب و معنادار این رفتار بر معاملات و عملکرد و همچنین جریان نقدی این نوع از سرمایه‌گذاران به اثبات رسیده است (حیدر پور و همکاران، ۱۳۹۲).

متغیر وابسته:

ریسک سقوط قیمت سهام:

خطر سقوط قیمت سهام، رخداد نامطلوبی است که به شکل بازده منفی شدید سهام، تعریف می‌شود. این رخداد به زیان شایان توجه ثروت سرمایه‌گذاران و کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه می‌انجامد. این سؤال که چه عواملی موجب سقوط قیمت سهام می‌شود، نظر پژوهشگران زیادی را به خود جلب کرده است (کیم و لئو و شی، ۲۰۱۶).

۵- تخمین و برآورد مدل

ابتدا بر اساس پروتکل استاندارد مقالاتی را که در سبد فرا تحلیل قرار گرفته‌اند را بر اساس اصول آمار توصیفی طبقه‌بندی و تفسیر می‌گردند. سپس هر مطالعه بر اساس فرضیه مشترکی که با مطالعات دیگر دارد به یک معیار مشترک به نام اندازه اثر تبدیل می‌شود و اندازه اثرات اولویت‌بندی و تفسیر می‌گردند. سپس با آنالیز آماری در قالب مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی اندازه اثرها باهم ترکیب شده و نتیجه نهایی این فرا تحلیل (ترکیب) بررسی می‌گردد. سپس جهت کیفیت‌سنجی کار فرا تحلیل آزمون‌های همگن بودن مطالعات و نیز سوگیری نتایج اجرا و فرا تحلیل از بونه سنجش کیفیت نیز بیرون خواهد آمد.

-محاسبه اندازه اثر برای هر مطالعه (هر فرضیه)

جدول ۱- اندازه اثر مطالعات و تفسیر نتایج تعمیم به جامعه

تفسیر	PVALU E	ZVAL UE	حد بالا	حد پایین	اندازه اثر	نام مطالعه
کوچک	0.881	0.150	0.156	-0.134	۰,۰۱۱	Meydani et al1396
کوچک	0.000	69.113	0.220	0.208	۰,۲۱۴	Yin&Tian2015
کوچک	0.011	2.536	0.140	0.018	۰,۰۷۹	Asadi&Morshedi1398
کوچک	0.025	2.240	0.010	0.001	۰,۰۰۵	Fu et al2020
کوچک	0.032	2.140	0.017	0.001	۰,۰۰۹	Cui&Zhang2019
کوچک	0.000	27.260	0.087	0.076	۰,۰۸۱	Zhou&Huang2018
کوچک	0.991	-0.011	0.016	-0.016	-0.000	Wen et al2019
کوچک	0.012	2.510	0.013	0.002	0.007	Lan et al2020
کوچک	0.055	1.918	0.123	-0.001	0.061	Rahimi1397
کوچک	0.003	3.021	0.125	0.027	0.076	Parhizi2021

¹. Kim, Luo, Xei

جدول ۲-اندازه اثر دو مدل اثرات ثابت و تصادفی

نام مدل	اندازه اثر ترکیبی	حد پایین	حد بالا	zvalue	pvalue
اثرات ثابت	۰,۰۵۸	۰,۰۵۶	۰,۶۱	۴۴,۲۴۰	۰,۰۰۰
اثرات تصادفی	۰,۱۱۳	-۰,۰۰۱	۰,۱۱۳	۱,۹۳۴	۰,۰۵۳

۶-نتیجه‌گیری

هدف اصلی پژوهش حاضر، بررسی تأیید و یا عدم تأیید تأثیرگذاری رفتار سرمایه‌گذار بر ریسک ریزش قیمت سهام است. تحقیق حاضر از نظر هدف کاربردی، از لحاظ روش، علی و از نظر نحوه گردآوری اطلاعات، استفاده از مطالعات کتابخانه‌ای است. برای تجزیه تحلیل داده‌ها نیز از نرم‌افزارهای اکسل و سی‌ام‌ای استفاده شده است. آزمون فرضیه پژوهش و تجزیه تحلیل آن نیز با استفاده روش فرا تحلیل انجام شده است.

بر اساس نتایج تحقیق مشخص شد که برای هر مطالعه یک شاخص اندازه اثر جهت مقایسه اندازه اثرها با یکدیگر و آنالیز ترکیبی آن‌ها ارائه گشته است. از آنجاکه خطای اندازه‌گیری کلیه مطالعات (به جز دو مطالعه ون و همکاران (۲۰۱۹) و میدانی و همکاران (۱۳۹۶)) در این پژوهش کمتر از ۰,۰۵ برآورد شده است لذا خارج از بازه ZVALUE (۱,۹۶) در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می‌باشند بنابراین اندازه اثر کشف شده در نمونه در جامعه آماری مطالعات نیز معنادار است. از طرفی اندازه اثر مطابق با جدول رزنتال کوچک ارزیابی شده است.

همچنین مشخص شده بین دو حالت مدل اثرات تصادفی و ثابت تفاوت فاحشی در نتایج پژوهش وجود دارد مدل اثرات ثابت خبر از تأثیر معنادار رفتار سرمایه‌گذاران بر ریسک ریزش قیمت سهام می‌دهد. بدین ترتیب مدل اثرات ثابت به‌عنوان مدل اصلی آنالیز ترکیبی انتخاب می‌شود لذا مدل اثرات ثابت اندازه اثر ۰,۰۵۸ و مقدار خطای اندازه‌گیری کمتر از ۰,۰۵ فرضیه پژوهش را در سطح اطمینان ۹۹ درصد تأیید می‌کند. نمودار درختی نیز نشان داد تحقیق ین و تیان (۲۰۱۵) با اندازه اثر ۰,۲۱۴ بیشترین انحراف و تحقیق فو و همکاران (۲۰۲۰) با ۰,۰۰۵ و ون و همکاران (۲۰۱۹) با ۰,۰۰ کمترین انحراف را نسبت به اندازه اثر برآیند ثابت دارد. بنابراین فرضیه تحقیق حاضر مبنی بر تأثیر رفتار سرمایه‌گذار بر ریسک ریزش قیمت سهام تأیید می‌شود.

منابع

- اکبری، مریم (۱۳۹۹). بررسی رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و نقد شوندگی سهام شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، رشته حسابداری، دانشگاه علم و فرهنگ.
- برآسود، مهدی و زمردیان، غلامرضا (۱۳۹۸). بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در انتخاب پرتفوی سهام (رویکرد مالی کلاسیک یا رویکرد مالی رفتاری)، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال هشتم، شماره ۲۹، صص ۱۰۱-۱۲۵.
- بهار مقدم، مهدی و جوکار، حسین (۱۳۹۷). سازوکار تحلیل تمایلات سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت بازار سهام، پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، سال هفتم، شماره ۱۲، صص ۱۷۱-۱۷۹.
- بشکوه، مهدی و کشاورز، فاطمه (۱۳۹۷). بیش اطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام، فصلنامه علمی-راهبرد مدیریت مالی، دوره ۶، شماره ۲، صص ۱۹۲-۲۱۷.

- توحیدی، محمد (۱۳۹۹). استخراج شاخص ترکیبی گرایش احساسی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی مدیریت دارایی و تأمین مالی سال هشتم، شماره. دوم، شماره پیاپی ۲۹، صص ۴۹-۶۸.
- حاجی‌علیزاده، معصومه و جعفر زاده بی‌شک، صادق (۱۳۹۹). ارتباط بین استراتژی نوآوری شرکت و ریسک سقوط قیمت سهام با تأکید بر عامل رفتاری مدیران، فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره ۳، شماره ۲۱، صص ۹۶-۸۰.
- حساس یگانه، یحیی و همکاران (۱۳۹۸). فرشتگان سرمایه‌گذار: ارزیابی عوامل مالی رفتاری مؤثر برگزینش سرمایه‌گذاری، نشریه علمی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال دوازدهم، شماره چهل و سوم، صص ۴۱-۵۷.
- حیدر زاده هنزائی، علیرضا و حسین زاده ظروفچی، غزل (۱۳۹۸). بررسی تأثیر استراتژی تجاری و بیش ارزشیابی بر ریسک سقوط قیمت سهام، نشریه علمی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال دوازدهم، شماره چهل و چهارم، صص ۱۱-۲۴.
- حیدری، مهدی و همکاران (۱۳۹۶). نظریه نمایندگی و ریسک سقوط قیمت سهام: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۳۷، صص ۱۵۱-۱۷۱.
- حیدرپور، فرزانه، و همکاران (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره هفده-ام، صص ۱۳-۱.
- دبیانتی، زهرا و همکاران (۱۳۹۱). بررسی تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر کاهش ریسک سقوط (ریزش) ارزش سهام، فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری، سال اول، شماره دوم، صص ۱-۲۵.
- دلاور، علی (۱۳۸۹). مبانی نظری و عملی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی. تهران: انتشارات رشد.
- زارعی، علی و دارابی، رؤیا (۱۳۹۷). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران، نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، دوره ۱۰، شماره ۳۷، صص ۱۳۱-۱۵۷.
- زارع بهنمیری، محمدجواد و کشیری، لادن (۱۳۹۸). هم‌زمانی قیمت سهام و ریسک سقوط قیمت سهام: با تأکید بر نقش میانجی رفتار توده‌وار سهامداران حقوق، فصلنامه بورس اوراق بهادار شماره ۴۵، صص ۲۵-۴۵.
- ساعدی، رحمان و مختاریان، امید (۱۳۸۹). بررسی عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، حسابداری مالی، دوره ۱، شماره ۳، صص ۱۴۷-۱۶۸.
- صالح‌آبادی، علی و دلیریان، هدی (۱۳۸۹). بررسی حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران. فصل‌نامه بورس، بورس اوراق بهادار، شماره ۹، صص ۸۷-۱.
- مقدمی، وحید (۱۳۹۸). رفتار سرمایه‌گذاران در بازار رقابتی بورس اوراق بهادار، مجله اقتصادی، شماره‌های ۳ و ۴، صص ۲۹-۴۴.
- Chen, Yi-Wen and et al(2018). Investor sentiment, SEO market timing, and stock price performance, Journal of Empirical Finance, 2019, vol. 51, issue C, 28-43.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper. (2004). Costs of equity and earnings attributes. The Accounting Review, 79(4), 967-1010.
- Kim, J.B., Luo, L. & Xei, H. (2016). Dividend Payments and Stock Price Crash Risk, available in: www.ssrn.com.
- Lan, Y., Huang, Y., Yan, C. (2020). Investor sentiment and stock price: Empirical evidence from Chinese SEOs, Economic Modelling, doi: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.012>.
- Mian, G. Mujtaba and et al. (2018), Investor Sentiment and Advertising Expenditure, International Journal of Research in Marketing, 35 (4), 611-627
- Seok, Sang Ik and et al(2019). Firm-specific investor sentiment and the stock market response to earnings news, The North American Journal of Economics and Finance, Volume 48, April 2019, Pages 221-240
- Shahzad Syed Jawad Hussain and et al(2020). Investor Sentiment and Dollar-Pound Exchange Rate Returns: Evidence from Over a Century of Data Using a Cross-Quantilogram Approach, Finance Research Letters, doi:<https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101504>.