

نقش تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه گذاران در ارزش گذاری شرکت

زهرا مرتضوی

کارشناسی ارشد حسابداری، واحد تبریز، دانشگاه آزاد اسلامی، تبریز، ایران.

zahramortazavi@gmail.com

سعید رضایی

دانشجوی دکتری حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران. (نویسنده مسئول).

Sa1974re@gmail.com

چکیده

نظریه های مالی سنتی استدلال می کنند که قیمت سهام صرفاً به وسیله ارزیابی شناختی بی طرفانه سرمایه گذاران و حداکثر سازی مطلوبیت مورد انتظار تعیین می شود و هیچ نقشی برای بعد رفتاری سرمایه گذار متصور نیستند. هدف اصلی تحقیق بررسی نقش تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه گذاران در ارزش گذاری شرکت می باشد. جامعه آماری تحقیق کلیه شرکت های فعال پذیرفته شده در بورس در بازه زمانی ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۲ می باشد که به روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۴۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون استفاده کردیم. نتایج نشان داد احساسات سرمایه گذاران با ضریب (۰.۱۶۶) و معنی داری (۰.۰۰۲) تاثیر مثبت و مستقیم بر ارزشگذاری شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد.

واژگان کلیدی: تمایلات رفتاری، احساسات و هیجانات، سرمایه گذاران، ارزش گذاری شرکت.

مقدمه

نظریه های مالی سنتی استدلال می کنند که قیمت سهام صرفاً به وسیله ارزیابی شناختی بی طرفانه سرمایه گذاران و حداکثر سازی مطلوبیت مورد انتظار تعیین می شود و هیچ نقشی برای بعد رفتاری سرمایه گذار متصور نیستند. با فرض منطقی بودن سرمایه گذاران و کارایی بازار، بازده مورد انتظار سهام، یک ترکیب خطی از ریسک و بازده مورد انتظار است. الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای، الگوی قیمت گذاری سرمایه مقطعی و الگوی فاما و فرنچ نمونه هایی از این دست هستند. علاوه بر این، الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای دیگری مانند الگوی قیمت گذاری دارایی سرمایه ای کاهشی، الگوی قیمت گذاری دارایی سرمایه ای تعدیلی و الگوی قیمت گذاری دارایی سرمایه ای تجدید نظر شده جهت تعیین ریسک و بازده سرمایه داری نیز وجود دارند (کیم^۱ و همکاران، ۲۰۱۶). موضوع مالی رفتاری از جمله مباحث جدیدی است که در طول دو دهه گذشته توسط برخی اندیشمندان مالی مطرح گردید و به سرعت مورد توجه اساتید صاحب نظران و دانشجویان این رشته در سراسر دنیا قرار گرفت. در مباحث سرمایه گذاری، نوع تصمیم گیری سرمایه گذاران و عوامل مؤثر بر

¹ Kim

تصمیم‌گیری آن‌ها بسیار حائز اهمیت است. توجه روزافزون به نقش نگرش‌ها و فاکتورهای درونی افراد و روانشناسی بازار در بررسی‌های مالی باعث شده است که تمرکز بسیاری از مباحث مالی در دو دهه اخیر از تحلیل‌های آماری اقتصادسنجی بر روی قیمت‌ها و سودها به سمت روانشناسی انسانی و حذف چارچوب‌های عقلی و منطقی صرف تغییر نموده و با استفاده از مفروضات واقعی‌تر به تبیین و توضیح رفتار بازارهای مالی پرداخته شود. تئوری‌ها و نظریه‌های مالی در چند دهه اخیر دارای دو رویکرد متفاوت بوده‌اند. رویکرد اول، رویکرد نئوکلاسیک در علوم مالی می‌باشد. طبق این رویکرد فرض می‌شود که سرمایه‌گذاران منطقی هستند و تقاضای آن‌ها برای دارایی‌های پر ریسک بر اساس اطلاعات قبلی است. آن‌ها معتقدند که معامله‌گران منطقی به دنبال بهره‌برداری از فرصت‌های سود ناشی از قیمت‌گذاری اشتباه با حذف اثرات احساسی هستند. بر این اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط می‌شود و رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذار تأثیری بر بازده ندارد. حتی اگر بعضی از سرمایه‌گذاران با معاملات بی‌خردانه در عرضه و تقاضا شوک ایجاد کنند، آربیتراژگران منطقی اثر این شوک‌ها را خنثی می‌کنند؛ بنابراین قیمت سهام در سطح بنیادی باقی خواهد ماند (حسینی و مرشدی، ۱۳۹۸). رویکرد دوم دیدگاه مالی رفتاری است که نشان می‌دهد برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کنند (کیم و ها، ۲۰۱۰). امور مالی رفتاری معتقد است که به دلیل رفتار غیرقابل پیش‌بینی سرمایه‌گذاران و محدودیت‌های داوری در دنیای واقعی، داوری نمی‌تواند انحراف بین قیمت سهام و ارزش ناشی از سرمایه‌گذاران غیر منطقی را فوراً اصلاح کند. بنابراین، قیمت سهام و بازده با توجه به ریسک اساسی آن و بی‌ارزش بودن ناشی از احساسات سرمایه‌گذار غیر منطقی تعیین می‌شود. بیشتر مقالات انتظار دارند که رابطه منفی بین احساسات سرمایه‌گذار و ارزش شرکت وجود داشته باشد، زیرا احساسات بالا در یک دوره برای بالا بردن قیمت‌ها بالاتر از مقادیر اساسی آنها است و باید یک حرکت اصلاحی قیمت متعاقب آن رعایت شود (ژو و گو، ۲۰۲۰). تئوری مالی رفتاری، بیانگر دو فرض اساسی است: اولین فرض این است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرند. دومین فرض این است که آربیتراژ در برابر سرمایه‌گذاران احساسی، پر ریسک و پرهزینه است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران منطقی یا آربیتراژرها در برگرداندن قیمت‌ها به قیمت بنیادی، پرتکاپو نیستند. مالیه رفتاری مدرن اعتقاد دارد که محدودیت‌هایی برای آربیتراژ وجود دارد (حیدر پور و همکاران، ۱۳۹۲). در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال‌زا و آربیتراژگران منطقی، قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام، معامله‌گرهای اختلال‌زای بیشتر یا معامله‌گرهای منطقی کمتری داشته باشد، نوسانات قیمتی آن چشمگیر است (لی، ۲۰۱۰). یکی از مفروضات بازار سرمایه کارا این است که سرمایه‌گذاران به طور منطقی به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند؛ اما یافته‌های تجربی نشان می‌دهد نوع واکنش افراد به اطلاعات منتشر شده متفاوت است و در برخی موارد واکنش آنها به اطلاعات جدید کاملاً منطقی نیست. به عبارت دیگر افراد تحت تأثیر عوامل روانشناختی و رفتاری، نسبت به اطلاعات جدید واکنش‌های متفاوتی نشان می‌دهند و باعث ناهنجاری‌هایی از جمله افزایش بیش از حد یا کمتر از حد قیمت‌ها می‌شوند (کاروالی و همکاران، ۲۰۱۶). ولی شواهد بسیاری وجود دارد که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند. آنها تمایل دارند ارزش بیشتری به اطلاعات جدید بدهند. آنها قیمت سهام شرکت‌هایی را که در دوره‌ای از زمان موفق بوده‌اند، بالاتر از قیمت واقعی آن در بازار و قیمت سهام شرکت‌های ناموفق را، پایین‌تر از قیمت واقعی‌اش برآورد می‌کنند (کل و همکاران، ۲۰۱۶). تأکید مالی رفتاری بیشتر بر تأثیر

¹ Kim & Ha

احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری می‌باشد. از بنیان‌گذاران این حوزه از دانش مالی، روانشناس مشهور دانیل کاهنمن 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 به صورت 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 پر هزینه 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 (حسینی و مرشدی، ۱۳۹۸). بعد از به چالش کشیده شدن نظریه‌های عقلایی، دانش مالی رفتاری برای توضیح برخی از رفتارهای افراد و سرمایه‌گذاران ظهور کرد. دانش مالی رفتاری تنها به توجیه منطقی حوادث و رفتارها نمی‌پردازد، بلکه رفتار سرمایه‌گذاران را از دیدگاه احساسات بررسی کرده و آن را توضیح می‌دهد. اینکه آیا احساسات سرمایه‌گذاران بازده سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد یکی از موضوعات مهم در ادبیات دانشگاهی اخیر بوده است. بررسی مطالعات قبلی نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار می‌تواند عاملی مؤثر بر بازده سهام باشد. اگر چه مطالعات مختلف از روش‌های مختلفی برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذاران استفاده کرده‌اند، اما یافته‌های اکثر مطالعات نشان می‌دهد که احساسات بالا، اثر منفی بر بازده سهام دارد و بالعکس، یعنی احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند بازده سهام را در یک سری زمانی به صورت منفی پیش‌بینی کند. بر همین اساس هدف اصلی تحقیق نقش تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه‌گذاران در ارزش‌گذاری شرکت می‌باشد.

چارچوب نظری

احساسات سرمایه‌گذار، که به عنوان خوش بینی یا بدبینی نسبت به سهام به طور کلی مشخص می‌شود، می‌تواند از طریق معاملات سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی منتقل شود. به طور خاص، تعصبات رفتاری می‌تواند در طول بحران تأثیر قابل توجهی در بازار داشته باشد. این ممکن است تأثیر معنی داری بر رابطه بلند مدت بین بازار سهام و بازارهای اوراق بهادار داشته باشد (فنگ و یو^۱، ۲۰۱۸). اهمیت احساسات در آن است که رفتار نماینده‌ها را به طور مستقیم و غیر مستقیم به وسیله تحت تأثیر قرار دادن ارزیابی شناخت تعیین می‌کند. این نشان می‌دهد که به منظور قیمت‌گذاری دارائی‌ها، احساسات سرمایه‌گذار و عوامل ریسک از دیدگاه سرمایه‌گذاران، ممکن است یک تصمیم‌گیرنده مستقیم بوده و بر قیمت‌گذاری سهام مؤثر باشند. قیمت سهام در بازار گویای ارزش ذاتی سهام است، اما دیچمونت^۲ و همکاران (۲۰۱۶)، بیان نموده‌اند که عدم واکنش منطقی سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید در بازار، باعث عدم انعکاس ارزش ذاتی آنها می‌شود. این تمایل، احساسات مثبت سرمایه‌گذار را نشان می‌دهد. از سوی دیگر، فردریکسون و زولو توی^۳ (۲۰۱۶)، دو ویژگی اساسی را برای ایجاد اولویت میان اوراق بهادار از دیدگاه سرمایه‌گذاران مطرح می‌نماید. آنها استدلال می‌نمایند که هر چه شرکت از قابلیت دیده شدن بیشتری برخوردار باشد، با احتمال بیشتری مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند و بدین ترتیب بیشتر باعث انحراف ذهن سرمایه‌گذاران از سایر شرکت‌ها می‌شوند. آنها در مطالعه خود از دو شاخص برای قابل رؤیت بودن شرکتها استفاده نموده‌اند: اول، هزینه تبلیغات و پوشش رسانه‌ای و دوم، حجم معاملات سهام در بازار. بنابراین،

¹ Fang & Yu

² Dichmont

³ Frederickson & Zolotoy

می توان ادعا نمود که افزایش حجم معاملات سهام، یک عامل انگیزشی مثبت (احساسات مثبت برای سرمایه گذاران است. وقتی که احساسات برای یک سرمایه گذاری خاص بالا است، تمایل بیشتری به خرید سهام در قیمت های بالاتر وجود دارد و در این مواقع در بازار بورس برای معامله سهام، اصطلاحاً «صف خرید» به وجود می آید و به این معنی است که بیشتر سهم ها به قیمت های بالاتر نزدیک می شود. به این ترتیب، یک افزایش در قیمت سهام ایجاد می گردد که بیانگر احساسات مثبت است و بالعکس. همچنین عدم تمایل به منظور خرید یا نگهداشت یک سهام خاص در پرتفوی سرمایه گذار سبب ایجاد «صف فروش برای آن سهم خواهد شد و در نتیجه این افزایش عرضه، قیمت سهم را کاهش خواهد داد (کاردان و همکاران، ۱۳۹۶). تاثیر تمایلات سرمایه گذاران بر نرخ رشد سود مورد انتظار به صورت شهودی قابل استنباط است (چن، ۲۰۱۱). هنگامی که احساسات بالا باشد، سرمایه گذاران معمولاً خوش بین تر هستند و تحلیل گران و مشاوران مالی فعال در بورس اوراق بهادار به طور فعال تر تمایل به صدور علائم خرید سهام دارند؛ از این رو به همان اندازه که سرمایه گذاران احساسی و خوش بین هستند، انتظارات بیشتری از نرخ رشد سود مورد انتظار دارند؛ لذا تمایلات بالاتر باعث افزایش برخی خوش بینی ها در نرخ رشد سود مورد انتظار و قیمت سهام می شود (بهار مقدم و جوکار، ۱۳۹۷). قضاوت های سرمایه گذاران افقی زمانی کوتاه داشته و دائماً در معرض مخاطرات و هزینه های متعدد هستند. همچنین قیمت ها می توانند به نوعی از طریق شور و هیجان مصنوعی معامله گران تعیین شوند که به طور عمده مختص سرمایه گذارانی که تصمیم هایشان بر پایه یک تجزیه و تحلیل اساسی فرصت ها نیست و بیشتر پیرامون احساسات و احتمالاً اعتقادات «غیر منطقی» است. بازارهای مالی در معنای واقعی خود دارای بعد روانشناسی است و اینگونه ادعا می شود که دارای شخصیت، افکار، باورها، خلق و خو، و گاهی احساسات است (لو^۱ و همکاران، ۲۰۱۴). مشخصه اصلی این تعریف از بازار نگرانی شدید بواسطه تحمل ریسک است، که باعث می شود سرمایه گذاران در یک لحظه پر از امید و در لحظه بعد سرشار از نگرانی و اضطراب باشند. اما شناخت بازار سرمایه ضمن پیش بینی بهتر، موجب کاهش ریسک سرمایه گذاری و بازدهی بالاتر می شود (کاردان و همکاران، ۱۳۹۶). بازار سهام نسبت به انحرافات اساسی از روند تقسیم سود واکنش نشان می دهند. بنابراین، احساسات سرمایه گذار که از تغییرات اساسی در بازار سهام استخراج نشده است، مربوط به واکنش های رفتاری به اطلاعات موجود است (کورتج و ناگل^۲، ۲۰۱۶). به طور کلی پژوهش های مرتبط با احساسات را می توان به چهار گروه طبقه بندی کرد. گروه اول: به اثر مثبت احساسات بر بازده سهام اعتقاد دارند. گروه دوم: معتقدند که اعتقاد دارند که بین احساسات و بازده آتی سهام ارتباط منفی وجود دارد. گروه سوم: اعتقاد دارند که احساسات علت نیست؛ بلکه معلول است و از بازده سهام و ریسک اثر می پذیرد. گروه چهارم: نقشی برای احساسات قائل نیستند و معتقدند احساسات بر بازدهی بی اثر است (مهرانی و معدنچی زاج، ۱۳۹۷). بنابراین با توجه به وجود استثنای بازار سرمایه و در نظر گرفتن نظریه مالی رفتاری، به نظر می رسد همراه با متغیرهای کلان اقتصادی و حسابداری، عوامل رفتاری سرمایه گذاران نیز می تواند بر قیمت سهام شرکت ها تأثیرگذار باشد. 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 دریافته و تعیین کنند که آیا این گونه از سوگیری ها در تصمیمات گذشته آن ها دخیل بوده است و آیا در تصمیمات آتی آن ها تأثیرگذار است؟ سپس در مرحله بعدی به دنبال فهم این غیرعقلانیات در رفتار دیگر سرمایه گذاران هستند تا بتوانند از اشتباهات انجام شده

¹ Leo

² Korteweg & Nagel

توسط آن‌ها در جهت انجام معاملات سودمند و بهینه بهره ببرند (موسوی و آقا بابائی، ۱۳۹۶). برخی از سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های علمی استفاده نمی‌کنند، آن‌ها از قضاوت‌های شخصی، مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی برای تصمیم‌گیری حاکم بر بازار سهام استفاده می‌کنند. این شرایط می‌تواند ناشی از انتشار اطلاعات توسط شرکت‌ها ایجاد شود. موارد فوق شواهدی مبنی بر تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر سطح افشای اختیاری است. لذا موجودیت اطلاعات شرکتی دقیق و به‌موقع در بازارهای سرمایه‌ای که کارکرد مناسب و درستی دارند، حیاتی هست (کوپر و همکاران، ۲۰۱۵). سرمایه‌گذاران عادی با انتظار بازدهی بیشتر در آینده، تقاضا برای سهام بنگاه‌های بزرگ را افزایش می‌دهند و این سهام در بازار سهام با قیمت بالایی عرضه می‌شود. قیمت بالاتر سهام منجر به بازده پایین‌تر همراه با فاکتور ریسک بالاتر می‌شود (استاتمن، ۲۰۱۴). از دیدگاه رفتاری، بازده پایین سهام کوچک کاملاً متفاوت تفسیر می‌شود. سهام با نسبت پایین ارزش دفتری به سهام به عنوان سهام پربازده نامیده می‌شوند زیرا سرمایه‌گذاران آنها را فرصت مناسبی برای سرمایه‌گذاری می‌دانند. سرمایه‌گذاران باورهای مربوط به بازده‌های آینده را با استفاده از سری‌های بازگشتی گذشته شکل می‌دهند. معامله‌گران غیرمنطقی با افزایش تقاضای خود برای چنین سهام، قیمت‌های بازار سهام بنیادی را بالا می‌برند. انتظارات غلط سرمایه‌گذاران منجر به سود بیشتر سهام کوچک و سود پایین‌تر برای سهام‌های بنیادی می‌شود. عدم تقارن اطلاعات بیشتر در بین سرمایه‌گذاران، پاسخ محافظه کارانه به اطلاعات جدید ایجاد می‌کند و مکانیسم تنظیم قیمت را به تأخیر می‌اندازد (چن^۱ و همکاران، ۲۰۱۶). احتمالاً سرمایه‌گذاران نسبت به رویدادهای خبری غیرمنتظره و چشمگیر بیش از حد واکنش نشان می‌دهند. احساسات سرمایه‌گذار نه تنها دلایل وجود سایر عوامل خطر مانند اندازه، ارزش و حرکت را توضیح می‌دهد. همچنین به طور مستقیم بر بازده سهام تأثیر می‌گذارد و یکی از عوامل اصلی در توضیح رابطه ریسک-بازده است. آسیسیا^۲ (۲۰۱۶)، دریافت که احساسات داخلی و خارجی پیش‌بینی‌کننده قوی تضمین بازده سهام است. رابطه مثبت مطابق با این تصور است که احساسات پایدار است، احساسات بالا در یک دوره می‌تواند باعث افزایش فعالیت خرید و افزایش قیمت در آن دوره و دوره‌های بعدی شود. بیامونت^۳ و همکاران (۲۰۰۸)، دریافت که احساسات سرمایه‌گذار تأثیر نامتقارن قابل توجهی بر بازده سهام دارد. به طور خلاصه، احساسات سرمایه‌گذار عامل مهمی است که بر نوسانات قیمت‌ها و بازده اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد (ژو و گو، ۲۰۲). کوپر و پریستلی^۴ (۲۰۱۳)، نقش عوامل رفتاری در قیمت‌گذاری دارایی‌ها را در نظر گرفتند. آنها معتقدند که عامل احساسات از قدرت پیش‌بینی قابل توجهی برخوردار است. بنابراین، گنجاندن تعصبات رفتاری در مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی مطمئناً توانایی پیش‌بینی مدل را افزایش می‌دهد. در CAPM استاندارد، یک عامل خطر منفرد با نام بتا (β) در نظر گرفته شده است که همه نوع عوامل خطر را در خود جای می‌دهد. با این حال، طبق استاتمن^۵ (۲۰۱۴)، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های رفتاری BAPM را به عنوان بازتاب تعصبات انسانی در نظر می‌گیرد. براون و کلیف^۶ (۲۰۰۵)، نشان دادند احساس سرمایه‌گذار دارای قدرت پیش‌بینی بازده سهام بلند مدت است و میزان کاهش ارزش دارایی‌ها به احساسات سرمایه‌گذار

¹ Chen

² Aissia

³ Beaumont

⁴ Cooper & Priestley

⁵ Statman

⁶ Brown & Cliff

همبستگی مثبت دارد. بیکر و استین^۱ (۲۰۰۴)، الگوی نقدینگی بازار را ارائه دادند که در آن می توان شاخص نقدینگی بازار را به عنوان معیار احساسات سرمایه گذار مورد استفاده قرار داد، زیرا حجم تجارت بازار فقط در موارد غیر منطقی بالاتر از نرخ متوسط است. ژانگ و یانگ^۲ (۲۰۰۸)، از افزایش نرخ حساب های سهام جدید به عنوان شاخص احساس سرمایه گذار استفاده می کنند، و پیدا کردن احساس سرمایه گذار متغیر توضیحی برای مقطع بازده سهام است. بیکر و ووگلر^۳ (۲۰۰۶)، تأثیر احساسات سرمایه گذار را بر روی مقطع بازده سهام تجزیه و تحلیل می کنند و می بینند که بازده سهام نسبت به احساسات سرمایه گذار منفی است. احساسات سرمایه گذاران نشان دهنده نگرش و انتظارات خوشبینانه یا بدبینانه سرمایه گذاران از بورس است. از آنجا که احساسات سرمایه گذار نشان دهنده تغییرات انتظارات روانشناسی سرمایه گذاران است، سنجش تغییرات احساسات سرمایه گذار در فرایند تجربی نظریه های مالی رفتاری دشوار است (هو و وانگ^۴، ۲۰۱۲). ارزش زیربنایی سهام، ارزش واقعی جریانهای نقدی آینده خود را نشان می دهد، بنابراین ارتباط بین بازده دو دارایی که از ارزشهای اساسی آنها ناشی می شود، تحت تأثیر همین عوامل خطر اساسی است. نظریه سنتی فرض می کند که رفتارهای غیرمنطقی فرد تصادفی است و می تواند با یکدیگر تعادل برقرار کند. نظریه های رفتار استدلال می کنند که قیمت دارایی ها با تعامل پویا بین سرمایه گذاران غیر منطقی و داوران منطقی برقرار می شود. زیرا بازار واقعی بدون اصطکاک نیست. مطابق این دیدگاه، عواملی مانند تصمیمات غیرمستقیم سرمایه گذاری که تحت تأثیر احساسات سرمایه گذار قرار دارند نیز باعث ایجاد تعارض می شوند. بسیاری از مدل های رفتاری برای توضیح ناهنجاری های بازار بر اساس تعصب روانشناسی سرمایه گذاران (مثلا اعتماد به نفس بیش از حد، محافظه کاری) منعکس کننده واکنش بیش از حد سرمایه گذاران به اطلاعات بازار از دیدگاه های مختلف است. گرچه این مدلها برای توضیح تأثیر حرکت و یا برگرداندن مقادیر سود بازده سهام مفید هستند، برخی از آنها تنها یک یا چند ویژگی روانشناسی سرمایه گذاران غیر منطقی را منعکس می کنند در حالی که تصمیمات سرمایه گذاری آنها تحت تأثیر بسیاری از عوامل روانشناسی است، بنابراین این مدل های تئوری نمی توانند تمام ناهنجاری های مالی را توضیح دهند. احساسات سرمایه گذار برون گرایانه است و یک شاخص جامع احساسات را ایجاد می کند تا نشان دهنده تغییر احساس سرمایه گذار و تحلیل نقش احساس سرمایه گذار در بازده سهام باشد (هو و وانگ^۵، ۲۰۱۲). ز آنجا که ویژگی های واقعی بازار و سرمایه گذاران برای توصیف چند تعصب تحقق یافته بسیار پیچیده هستند، سطح قیمت سهام به احساسات بستگی ندارد. لذا گرایش های احساسی را می توان "احساسات سرمایه گذاران به سفته بازی" تعریف نمود. از این منظر گرایش های احساسی منجر به ایجاد تقاضای نسبی برای سرمایه گذاری های سفته بازانه گردیده و این امر اثرات مقطعی در قیمت سهام را در پی خواهد داشت؛ اما سؤالی که اینجا مطرح می شود این است که چه عواملی منجر می شود تا یک سهام در مقابل احساسات سرمایه گذاران به سفته بازی آسیب پذیر باشد؟ شاید مهم ترین علت این موضوع را بتوان به ذهنی بودن ارزش گذاری آنها مربوط دانست (بیکر و ورگلر^۶، ۲۰۰۶). تعریف دیگری که می توان برای گرایش های احساسی سرمایه گذاران بیان نمود عبارت است از "حاشیه میزان خوش بینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهام" (کیم و ها، ۲۰۱۰). روش های اندازه گیری احساسات سرمایه گذاران را می توان به سه دسته تقسیم کرد: اولین

¹ Baker & Stein

² Zhang & Yang

³ Baker & Wurgler

⁴ Hu & Wang

⁵ Hu & Wang

⁶ Baker & Wurgler

گروه از شاخص‌های اندازه‌گیری مبتنی بر روش‌های پیمایشی بوده و به‌طور مستقیم احساسات سرمایه‌گذاران بازار را اندازه‌گیری می‌کند. در نقطه مقابل روش‌های مستقیم، روش‌های غیرمستقیم قرار دارد که برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذاران از داده‌های مالی بهره می‌گیرند. دسته سوم از روش‌های اندازه‌گیری مربوط به روش‌های ترکیبی می‌باشد که معروف‌ترین آن شاخص ترکیبی ارائه شده توسط بیکر و ورگلر می‌باشد (کیم و ها، ۲۰۱۰). مدل‌های قیمت گذاری دارایی سرمایه استاندارد حاکی از آن است که تعیین قیمت دارایی‌های سرمایه یک فرایند غیرمستقیم است، که در درجه اول مبتنی بر نگرش سرمایه‌گذاران نسبت به ریسک و حداکثر استفاده از ابزار مورد انتظار است. مدل‌های قیمت گذاری به دلیل وجود شکاف عظیمی در تئوری و عمل نمی‌توانند الگوهای یکپارچه بازده سهام را کاملاً توضیح دهند. در اصل، این مدل‌ها بر اساس چندین فرض غیرواقعی است. این فرضیات شامل بازارهای مالی کارآمد و بدون اصطکاک است. سرمایه‌گذاران متقاضیان قیمت هستند و انتظارات یکدست در مورد بازده دارایی دارند، اطلاعات، بدون هزینه و همزمان برای همه سرمایه‌گذاران در دسترس هستند. تحقیقات متعددی استدلال می‌کنند که مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای (CAPM) یک عامل استاندارد در توضیح تغییرات مقطعی در بازده سهام مورد انتظار کافی نیست (نواک و پتر^۱، ۲۰۱۱؛ استروگنل^۲ و همکاران، ۲۰۱۱؛ وارد و مولر^۳، ۲۰۱۳). در واقع یکی از عمده دلایل نوسان قیمت سهام تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری غیر منطقی برای سرمایه‌گذاران برای تغییر در ارزش اساسی بنگاه‌هاست. مطابق طرفداران نظریه بهره‌وری در بازار، قیمت سهام بطور عادلانه توسط نیروهای بازار (تقاضا و عرضه) تعیین می‌شود و پیش‌بینی قیمت‌های آینده سهام با استفاده از هر نوع تاریخی و عمومی امکان‌پذیر نیست. در حقیقت، با استفاده از اطلاعات مربوط به احساسات سرمایه‌گذار می‌توان بازده سهام را پیش‌بینی کرد. با این حال، تعصبات انسانی و عاطفی تأثیر عمده‌ای بر قیمت گذاری دارایی‌ها می‌گذارد، معامله‌گران با سر و صدا سرمایه‌گذاران عادی هستند که به احتمال زیاد وزن بیشتری به اقدامات ذهنی یا تعصبات رفتاری می‌دهند. مدل‌های قیمت گذاری دارایی با در نظر گرفتن تعصبات احساساتی برای بهبود پیش‌بینی بازده دارایی گسترش می‌دهند (عبدل^۴ و همکاران، ۲۰۱۹). بی‌ثباتی بیش از حد بازده سهام نشانگر وجود احساسات بالای سرمایه‌گذار در بورس سهام است که ممکن است باعث انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی آنها شود. از لحاظ تئوری انتظار می‌رود که احساسات سرمایه‌گذار تأثیر قوی و قابل توجهی بر قیمت دارایی داشته باشد و منجر به انحراف قابل توجه قیمت سهام از ارزش ذاتی شود. احتمال دیگر این است که احساسات سرمایه‌گذار بر فعالیت تجاری تأثیر می‌گذارد، که به نوبه خود، بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد (وو^۵ و همکاران، ۲۰۱۶). علاوه بر این، احساسات سرمایه‌گذار به طور قابل توجهی بر تصمیمات مربوط به سرمایه‌گذاری و تأمین مالی تأثیر می‌گذارد که در نهایت بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد (مک‌لین و ژائو^۶، ۲۰۱۴). با این حال، در اصل، تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازارهای در حال توسعه و نوظهور به احتمال زیاد از تعصبات رفتاری رنج می‌برند. قیمت گذاری دارایی‌های سنتی بر این فرض است که همه نمایندگان اقتصادی انتظارات همگن دارند، و انتظار دارند بازارهای سهام کارآمد باشند. با این حال، صحت CAPM در پیش‌بینی بازده مشکوک است

¹ Novak & Peter

² Strugnell

³ Ward & Muller

⁴ Abdul

⁵ Wu

⁶ McLean & Zhao

(برک وانبینش برگر^۱، ۲۰۱۶). سرمایه گذاران عادی همیشه به دلیل تأثیر انتخاب و عواطف شخصی نمی توانند از استراتژی های منطقی حداکثر سود پیروی کنند (عبدل و همکاران، ۲۰۱۹). یوح^۲ (۲۰۱۴)، ثابت کرد که تعصبات رفتاری می تواند روند تعدیل بازار را تغییر دهد. موج احساسات می تواند بازده سهام موجود در بازار را از بین ببرد. بنابراین این تعصبات شناختی باعث بروز انواع مختلف ناهنجاری ها در بازارهای مالی می شود. باورهای ناهمگن سرمایه گذاران منجر به تأثیر شدید در ارزش سهام می شود. برای شناسایی فرصت های درآمدزایی، لازم است یک مکانیسم قیمت گذاری وجود داشته باشد که احساسات سرمایه گذار را در خود گنجانده باشد. نوسان احساسات می تواند باعث بی ارزش شدن سهام شود و در دوره بعدی تأثیر معکوس بر بازده ها داشته باشد. رابطه احساسات و بازده در سهام های امن و پر مخاطره متفاوت است. بازده سهام برای سهام های خطرناک به احتمال زیاد به شوک های احساساتی وابسته است. احساسات به عنوان ابزاری در نظر گرفته می شود که باعث ایجاد بی نظمی می شود (عبدل و همکاران، ۲۰۱۹). تغییرات قیمت سهام به هر دو عامل تمایلات سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری وابسته است؛ با این وجود اگر چه پژوهش های پیشین در حوزه مالی رفتاری بیان می کنند تمایلات سرمایه گذاران و ارزش های مربوط به اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام تأثیر می گذارند و ارتباط نزدیکی با یکدیگر در قیمت گذاری سهام شرکت ها دارند؛ اما این پژوهش ها اغلب به مستندسازی رابطه بین تمایلات سرمایه گذاران و ارزش گذاری شرکت پرداخته اند و به ندرت سازو کار و مبنایی نظری در زمینه چگونگی تأثیر تمایلات سرمایه گذاران و ارزشگذاری شرکت ارائه کرده اند. لذا در این تحقیق به دنبال بررسی نقش تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه گذاران در ارزش گذاری شرکت هستیم. ژو و گو^۳ (۲۰۲۰)، نشان داد که اثرات احساسات سرمایه گذار بر بازده سهام بصورت نامتقارن است. در بازار سهام چین تأثیر فریدمن وجود دارد، اما هنگامی که بازار سهام یک بازار متعادل یا بازار خرسی است، فقط احساسات خوش بینانه تأثیر غیر خطی قابل توجهی بر بازده سهام دارد. در همین حال، ایجاد اثر فضایی در بازار سهام چین نیز وجود دارد. این تنها زمانی وجود دارد که بازار در حال تعادل باشد و تنها احساسات بدبینانه دارای تأثیر غیرخطی بر نوسانات بازار سهام باشد. کوماری^۴ (۲۰۱۹)، نشان داد که وقتی نقدینگی سهام پایین است احساسات نزولی و برعکس. او با استفاده از چارچوب نوسانات شرطی غیر خطی و علیت گرنجر، نقش مهم احساسات سرمایه گذاران را در پیش بینی نقدینگی بازار سهام نشان داد و اظهار داشت تعصبات روانشناختی گذشته سرمایه گذاران با بی ثباتی نقدینگی از طریق کانال های مستقیم و غیرمستقیم همراه است. عبدل^۵ و همکاران (۲۰۱۹)، نشان داد که هر دو احساسات سرمایه گذار و عوامل مؤثر بر میزان بازده موردنیاز تأثیر معنی داری دارند. علاوه بر این، نتایج برآورد شده شواهدی را ارائه داد که گنجاندن این دو عامل در مدل سه عامل فاما و فرنچ قدرت پیش بینی مدل را به میزان قابل توجهی افزایش می دهد. نتایج همچنین نشان می دهد که گنجاندن فاکتور احساس در مدل چهار عاملی کارهارت قدرت پیش بینی مدل را به میزان قابل توجهی افزایش می دهد. با این حال، نتایج برآورد نشان می دهد که قدرت پیش بینی مدل با اضافه شدن شرایط تعامل به مدل به منظور بررسی اثرات غیرمستقیم احساسات و حرکت، افزایش می یابد. نتایج حاصل از مدل تعامل، شواهدی از تأثیر مثبت احساسات سرمایه گذاران و عوامل مؤثر بر ریسک، اندازه و حق بیمه ارزش

¹ Berk & Van Binsbergen

² Uh

³ Zhu & Gu

⁴ Kumar

⁵ Abdul

بازار را ارائه می دهد. اگرچه احساس سرمایه گذار روی هر سه حق بیمه تأثیر منفی می گذارد، اما تأثیر حرکت هم برای ریسک بازار و هم برای حق بیمه اندازه، مثبت است. فنگ و یو^۱ (۲۰۱۸)، نشان داد که شاخص مرکب سرمایه گذاران تأثیر چشمگیری در رابطه بلند مدت سهام و اوراق بهادار دارد و شوک بحران ها به طور معنی داری همبستگی متوسط را کاهش می دهد اما تأثیر احساسات به طور قابل توجهی تغییر نمی کند. سرانجام، نشان دادند احساسات سرمایه گذار بر همبستگی بلند مدت سهام اوراق بهادار رابطه دارد. اصغری و همکاران (۱۳۹۹)، نشان داد بالا بودن سطح نقدینگی بازار در سال قبل، تأثیر مثبت و معناداری بر سطح نقدینگی بازار در سال جاری دارد. احساسات سرمایه گذاران بر نقدشوندگی بازار سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. نرخ رشد حجم پول و نرخ رشد تولیدات صنعتی نیز بر نقدشوندگی بازار سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد و نرخ تورم سال جاری، تأثیر منفی بر نقدشوندگی بازار سهام دارد. بر اساس نتایج، احساسات سرمایه گذار در کشورهای مورد مطالعه، تأثیر مثبت بر حجم معاملات بازار سهام دارد و می تواند حجم معاملات و نقدشوندگی بازار سهام را افزایش دهد. رستمی جاز و همکاران (۱۳۹۸)، 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. اثرات منفی گرایش های احساسی سرمایه گذاران منجر به ارزشیابی کمتر از حد قیمت بازار سهام نسبت به ارزش های ذاتی آن می شود. متغیر بحران مالی نیز تاثیر معناداری بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شرکت ها ندارد. بهار مقدم و همکاران (۱۳۹۸)، به نشان داد، تمایلات سرمایه گذاران از طریق تاثیر بر نرخ رشد سود مورد انتظار بر قیمت سهام تأثیر می گذارد؛ لذا می توان از طریق مدل ارزیابی سود باقی مانده به بررسی تاثیر مشترک تمایلات سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت بازار سهام پرداخت که نتایج مربوط به تاثیر مشترک تمایلات سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت بازار سهام نشان داد، بین اثرات تعاملی تمایلات سرمایه گذاران و سود هر سهم رابطه مثبت و معنادار با قیمت سهام وجود دارد؛ ولی بین اثرات تعاملی تمایلات سرمایه گذاران و ارزش دفتری هر سهم با قیمت سهام رابطه معنادار وجود ندارد. حسینی و مرشدی (۱۳۹۸)، نشان داد احساسات سرمایه گذاران تأثیر مستقیمی بر بازده سهام دارد. همچنین بر اساس دیگر یافته های تحقیق مشخص شد که تولید ناخالص داخلی تأثیر مستقیم و تورم تأثیر معکوس بر ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده سهام دارند؛ اما رابطه معنی داری در خصوص تأثیر هزینه های دولت بر ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده سهام به دست نیامد. بنابراین تصمیم گیری سرمایه گذاران در بازارهای مالی از عوامل فراوانی متأثر است که بسیاری از آنها در رویکردهای عقلانی تصمیم گیری توجیه شدنی نیست. عواملی مانند نظام ارزشی، اعتقادات و پیشفرض های فرهنگی موجب بروز سوگیری در فرایند تصمیم گیری می شود که رفتار و تصمیم های سرمایه گذاران را تحت تأثیر قرار می دهد. سرمایه گذاران انفرادی در مقایسه با سرمایه گذاران عمده از امکانات و ابزارهای کمتری جهت تصمیم گیری در بورس اوراق بهادار برخوردار می باشند. این عامل در کنار بی ثباتی ها و نوسانات عوامل سیاسی و اقتصادی محیط بازار، بازار سهام را با ریسک ثانویه ای ناشی از فردگرایی و غیر قابل پیش بینی بودن رفتار سرمایه گذاران مواجه می کند که ضرورت ایجاد یک سیستم مدیریت ریسک را جهت ثبات و توسعه بازار سهام می کند. لذا با توجه به موضوع و جدید بودن این ابزار مالی در بازار سرمایه ایران بررسی عوامل موثر بر رفتار سرمایه گذاران ضروری به نظر می رسد. سودهای گزارش شده ی شرکت های سهامی، همواره به عنوان یکی از معیارهای تصمیم گیری مالی، دارای اعتبار ویژه ای بوده است و تحلیلگران مالی، سود را به عنوان یک عامل اساسی در بررسی ها و قضاوت های خود مد نظر قرار می دهند. همچنین، به طور عام پژوهشگران بر این

¹ Fang & Yu

باورند که سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند در شرکت‌هایی سرمایه‌گذاری کنند که دارای یک روند سودآوری یکنواخت و ثابت باشند و شرکت‌هایی که سود پر نوسانی گزارش می‌کنند، ریسک بیشتری نسبت به شرکت‌های دیگر دارند. به همین دلیل، مدیران برای نشان دادن تصویری مطلوب از شرکت و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری انگیزه‌ای قوی دارند تا سود را مدیریت کنند. بر اساس مبانی گفته شده فرضیه‌های تحقیق به شکل زیر تدوین شد:

- ✓ تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه‌گذاران در ارزش گذاری شرکت نقش دارد.
- ✓ تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه‌گذاران بر ارزش گذاری شرکت های کوچک تاثیر مثبت دارد.
- ✓ تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه‌گذاران بر ارزش گذاری شرکت های بزرگ تاثیر مثبت دارد.
- ✓ تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه‌گذاران بر ارزش گذاری شرکت های کوچک تاثیر مثبت دارد.
- ✓ تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه‌گذاران بر ارزش گذاری شرکت های بزرگ تاثیر مثبت دارد.

روش پژوهش

این پژوهش از نظر روش پژوهش، در زمره پژوهش توصیفی جای می‌گیرد. مطالعات توصیفی به توصیف و تفسیر شرایط و روابط موجود می‌پردازد. این پژوهش از نظر هدف پژوهش، در زمره پژوهش‌های کاربردی جای می‌گیرد. در این نوع پژوهش‌ها، هدف کشف دانش تازه‌ای که کاربرد مشخص رادرباره فرآورده یا فرآیندی در واقعیت دنبال می‌کند. به عبارت دقیق تر، پژوهش کاربردی تلاشی برای پاسخی به یک معضل یا مشکل عملی است که در دنیای واقعی وجود دارد. در پژوهش‌های کاربردی، نظریه‌ها یا اصولی که در پژوهش‌های پایه، تدوین می‌شوند، برای حل مسائل اجرایی و واقعی به کار گرفته می‌شوند. طرح این پژوهش با استفاده از رویکرد پس رویدادی است. از روش پس رویدادی زمانی استفاده می‌شود که پژوهشگر پس از وقوع رویدادها به بررسی موضوع می‌پردازد. جامعه‌ی آماری این پژوهش کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در تحقیق حاضر از روش نمونه‌برداری حذف سیستماتیک استفاده گردیده است بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۴۰ شرکت در فاصله سال های ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۲ به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است. که همه آن‌ها به عنوان نمونه انتخاب شده اند. در این تحقیق اطلاعات از داده‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس می‌باشد با مراجعه به صورت‌های مالی و یادداشت‌های توضیحی همراه صورت‌های مالی و همچنین با استفاده از نرم افزار ره آورد نوین گردآوری شده است. داده‌های مربوط به بورس اوراق بهادار از نرم افزار ره آورد نوین جمع‌آوری می‌شود. بعد از جمع‌آوری مورد از طریق نرم افزارهای موجود، باورود اطلاعات به اکسل ازتوابع این نرم افزار برای محاسبه متغیرهای پژوهش استفاده می‌شود. نتایج حاصل از اندازه‌گیری متغیرها به منظور به محاسبات آماری وارد نرم افزار EViews می‌شود و با استفاده از این نرم افزار، رابطه بین متغیرها مورد بررسی قرار می‌گیرد. همچنین، برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون رگرسیون خطی استفاده شده است.

تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن

در این تحقیق متغیر مستقل تمایلات رفتاری و متغیر وابسته ارزش گذاری شرکت است.

متغیر وابسته: ارزش شرکت

از اختلاف بین بازده پرتفوی و بازده بدون ریسک $R_{pt} - R_{ft}$ محاسبه شده و برابر با اختلاف میان بازده پرتفوی های مرتب شده بر اساس هر یک از معیارهای اندازه شرکت، قیمت سهام و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و بازده بدون ریسک. در این تحقیق بازده پرتفوی R_{pt} بر اساس مدل سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳)، بصورت ماهانه و بر اساس رابطه زیر محاسبه میشود:

$$R_{pt} = \frac{1}{N_p} \sum_{i=1}^{X_p} R_{it}$$

N_p تعداد شرکت های تشکیل دهنده پرتفوی

R_{it} بازده ماهانه شرکت i در ماه t

بازده شامل تغییر در اصل سرمایه (قیمت سهام) و سود نقدی می باشد که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می شود:

$$R_{it} = \frac{(1 + X + Y)P_{it} - P_{it-1} - yP_{ni} + DPS}{P_{it-1} + P_{ni}}$$

که در آن P_{it} قیمت سهام شرکت i در انتهای ماه t

P_{it-1} قیمت سهام شرکت i در ابتدای ماه t

P_{ni} ارزش اسمی سهام شرکت i

X درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته ها

Y درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی

نرخ بازده بدون ریسک R_{ft} نرخ سود علی الحساب اوراق مشارکت در طول دوره زمانی تحقیق می باشد.

متغیر مستقل: احساسات سرمایه گذار

$$SENT_{pt} = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_r)(R_{iv} - \bar{R}_v)}{[\sum (R_{it} - \bar{R}_r)^2 \sum (R_{iv} - \bar{R}_v)^2]^{\frac{1}{2}}} \times 100$$

که در آن R_{it} رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t

R_{iv} رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت i در ماه t

برای اندازه گیری نوسان پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام ۵ ماه قبل استفاده می شود.

\bar{R}_r میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت های پرتفوی

\bar{R}_v میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت های پرتفوی

$R_{mt} - R_{ft}$ عامل بازار یا صرف ریسک بازار

صرف ریسک بازار به صورت مازاد بازده پرتفوی بازار نسبت به نرخ بازده بدون ریسک تعریف می شود.
 R_{mt} بازده بازار در ماه t . برای محاسبه بازده بازار از شاخص قیمت و بازده نقدی یا همان شاخص بازده کل بورس اوراق بهادار تهران ($TEDPIX$) استفاده می شود. که از رابطه زیر به دست می آید:

$$R_{mt} = \frac{TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}}{TEDPIX_{t-1}}$$

$TEDPIX_t$ بازده شاخص قیمت و سود نقدی بورس در انتهای ماه t

$TEDPIX_{t-1}$ بازده شاخص قیمت و سود نقدی بورس در ابتدای ماه t

R_{mt} بازده بدون ریسک که نرخ سود ماهانه علی الحساب اوراق مشارکت در نظر گرفته شده است.

عامل اندازه پرتفوی (SMB)

تفاوت بین میانگین بازده های پرتفوی سهام شرکت های کوچک و شرکت های بزرگ را عامل بازار مینامند که با استفاده از رابطه زیر بدست می آید:

$$SMB_t = \frac{\left(\frac{S}{L} + \frac{S}{M} + \frac{S}{H}\right)}{3} - \frac{\left(\frac{B}{L} + \frac{B}{M} + \frac{B}{H}\right)}{3}$$

سبد سهام شرکت های کوچک و به ترتیب دارای ارزش دفتری به ارزش بازار کوچک، متوسط و بزرگ $\left(\frac{S}{L} + \frac{S}{M} + \frac{S}{H}\right)$

سبد سهام شرکت های بزرگ و به ترتیب دارای ارزش دفتری به ارزش بازار کوچک، متوسط و بزرگ $\left(\frac{B}{L} + \frac{B}{M} + \frac{B}{H}\right)$

عامل ارزش پرتفوی (HML)

تفاوت بین میانگین بازده های پرتفوی سهام شرکت های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین را عامل ارزش می نامند. که با استفاده از رابطه زیر بدست می آید:

$$HML_t = \frac{\left(\frac{S}{H} + \frac{B}{H}\right)}{2} - \frac{\left(\frac{S}{L} + \frac{B}{L}\right)}{2}$$

عامل قیمت (UMD)

برابر با قیمت سهام در آخرین روز از سال.

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BTM)

برابراست با حاصل تقسیم ارزش ویژه سهام شرکت (حاصل ضرب ارزش اسمی سهام در تعداد سهام منتشره در دست سهامداران) بر ارزش بازار آن (حاصل ضرب تعداد سهام منتشره و در دست سهامداران در قیمت سهام) در انتهای دوره

متغیرهای کنترلی

اهرم مالی ($Leverage$): برای اندازه گیری اهرم مالی شرکت ها از نسبت کل بدهی های ترازنامه ای به کل دارایی های دفتری شرکت ها در پایان سال مالی بهره گرفته شده است (قاسمی^۱ و همکاران، ۲۰۱۸).

¹ Ghasemi

نقدینگی (Liquidity): برابری با نسبت اختلاف دارایی های جاری و بدهی های جاری به کل دارایی های شرکت در پایان سال مالی (قاسمی و همکاران، ۲۰۱۸).
رشد شرکت (Grow): برابر است با نسبت تغییرات در فروش به کل فروش اول دوره شرکت در پایان سال مالی (قاسمی و همکاران، ۲۰۱۸).
فرصت های رشد (MB): برابر است با نسبت ارزش بازار سهام (تعداد در قیمت سهام) به ارزش دفتری کل حقوق صاحبان سهام شرکت در پایان سال مالی (قاسمی و همکاران، ۲۰۱۸).

مدل رگرسیونی فرضیات

برای آزمون فرضیات تحقیق، سهام شرکت های نمونه در هر سال براساس معیار مربوطه (عامل بازار، اندازه شرکت، قیمت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار) در پایان سال t مرتب و سپس در ۵ پرتفوی مساوی از کوچک به بزرگ طبقه بندی شده به طوریکه پرتفوی شماره ۱ شامل شرکتهایی با کمترین مقدار و پرتفوی شماره ۵ شامل شرکتهایی با بیشترین مقدار معیار در آن سال باشد. سپس بازده ماهانه هر پرتفوی براساس بازده ماهانه هر شرکت محاسبه و ضرایب تخمین زده می شود. به دنبال روشهای رایج در تحقیقات قیمت گذاری دارایی های اخیر، ما از مدل ۳ عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳)، در سطح پرتفوی و مطابق با رابطه زیر استفاده میکنیم:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + \beta_{1p}(R_{mt} - R_{ft}) + \beta_{2p}SMB_t + \beta_{3p}HML_t + \beta_{4p}UMD_t + \beta_{5p}\Delta sent_t + \varepsilon_{pt}$$

یافته ها

در تجزیه و تحلیل توصیفی^۱، محقق با استفاده از جداول و شاخص های آمار توصیفی نظیر شاخص های مرکزی^۲ و پراکندگی^۳ به توصیف داده های جمع اوری شده پژوهش می پردازد. این امر به شفافیت و توضیح داده های محقق کمک بسیاری می کند. تجزیه و تحلیل توصیفی داده ها در جدول (۱) ارائه شده است. همانظوری که در جدول شماره (۱) مشاهده می شود.

جدول (۱): تحلیل توصیفی داده های کمی پژوهش

نماد	LIQUIDIT Y	GROW	LEV	MB	ATR	DPNP	VWD
متغیر	نقدینگی	رشد	اهرم	فرصت رشد	ارزشگذاری	احساس ۲	احساس سرمایه گذار
میانگین	۰.۳۵۳	۰.۱۷۵	۰.۶۲۸	۰.۴۴۷	۰.۰۷۴	۰.۱۰۶	۰.۰۰۸
ماکزیمم	۱.۳۲۸	۲.۷۴۲	۰.۸۷۷	۱.۵۵۰	۱.۴۳۰	۰.۳۶۶	۱۲.۳
مینیمم	۰.۰۰۰۲	-۰.۷۴۹	۰.۰۹۰	-۰.۰۸۴	۱.۹۲	۰.۰۰۰۵	-۱۶.۷
انحراف معیار	۰.۲۱۸	۰.۳۷۱	۰.۲۱۴	۰.۲۶۰	۰.۱۳۰	۰.۰۷۸	۰.۴۰۹
مشاهدات	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸

¹ Dsscriptive Analysis[^]

² Central Tendency

³ Measures of Variation

بررسی پایایی (مانایی) متغیرهای پژوهش در سطح کل شرکت‌ها

پایایی متغیرها به معنی ثابت بودن میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف است. بکارگیری روش‌های معمول اقتصادسنجی در برآورد مدل بر این فرض استوار است که متغیرهای الگو پایا هستند. اگر متغیرهای الگو ناپایا یا دارای ریشه واحد باشند، در این صورت آزمون‌های t و F معمول از اعتبار لازم برخوردار نخواهند بود. برای بررسی پایایی متغیرها، از آزمون‌های ریشه واحد از نوع آزمون‌های لین، لیون و چو استفاده شده است. نتایج پایایی متغیرهای پژوهش در سطح کل شرکت‌ها در جدول (۲) ارائه شده است. برای تعیین پایایی متغیرهای پژوهش از آزمون لوین، لین و چو^۱ استفاده شده است. نتایج این آزمون بیانگر این موضوع است که متغیرها طی دوره پژوهش در سطح پایا بوده‌اند، چرا که مقدار احتمال برای آزمون مذکور کمتر از ۵٪ بوده است. پایایی بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. به عبارتی تمامی متغیرهای پژوهش مانا هستند و لذا نیازی به بررسی مانایی بلند مدت متغیرها نمی‌باشد.

جدول (۲): آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

نماد	LIQUIDITY	GROW	LEV	MB	ATR	DPNP	VWD
متغیر	نقدینگی	رشد	اهرم	فرصت رشد	ارزشگذاری	احساس ۲	احساس سرمایه گذار
آمار لوین لین چو	-۲۹.۹۰۵	-۲۷.۳۰۰	-۲۹.۷۴۸	-۳۱.۴۱۱	-۶۵.۶۴۶	-۹.۰۰۴	-۸.۲۶۴
احتمال	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰
مشاهدات	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸

آزمون نرمال بودن

نرمال بودن متغیر وابسته یکی از پیش فرض‌های مدل‌های رگرسیونی حداقل مربعات معمولی است. اگر میزان احتمال چارک برا بیشتر از ۵٪ باشد فرض H_1 رد شده و ادعای نرمال بودن توزیع داده‌ها پذیرفته می‌شود. همانطور که در جدول (۳) مشاهده می‌شود احتمال چارک برا برای متغیرهای وابسته و مستقل کمتر از ۵ درصد می‌باشد که در این شرایط نرمال نمی‌باشد. ولی زمانی که سایر فروض کلاسیک برقرار باشد و نمونه آماری نیز بزرگتر از ۳۰ مشاهده باشد، توزیع جملات اخلاص به توزیع نرمال نزدیک می‌شود. در این حالت حتی اگر جملات اخلاص دارای توزیع نرمال نباشند، ضرایب مدل حداقل واریانس بوده و کارا هستند و همین دو ویژگی برای تصمیم‌گیری در خصوص فرضیه‌هایی که با استفاده از ضرایب مدل آزمون می‌شوند کافی است. لذا زمانی که اندازه نمونه به میزان کافی بزرگ باشد و سایر فروض کلاسیک نیز برقرار باشد، انحراف از فرض نرمال بودن معمولاً بی‌اهمیت و پیامدهای آن ناچیز است (افلاطونی، ۱۳۹۲: ۱۱۹). همچنین بر اساس قضیه حد مرکزی، در داده‌هایی که مشاهدات زیاد است، ضرایب نرمال محسوب می‌شود هرچند توزیع اجزا نرمال نباشد (گجراتی، ۲۰۰۹). نتایج آماره چارک برا حاکی از نرمال بودن متغیر وابسته و متغیر مستقل طی دوره پژوهش است.

¹ Levin, Lin & Chu

² Level

جدول (۳): آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش

نام	LIQUIDITY	GROW	LEV	MB	ATR	DPNP	VWD
متغیر	نقدینگی	رشد	اهرم	فرصت رشد	ارزشگذاری	احساس ۲	احساس سرمایه گذار
Jarque-Bera	۴۳.۰۵۵	۴۴۳۷.۳۹۱	۸۲۲.۴۱۹	۸۶۷.۳۶۹	۷۰.۵۹۰	۲۵۳۶۵۹	۷۳.۸۲۵
Probability	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰	۰.۰۰۰
Observations	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸	۱۰۰۸

آزمون چاو و هاسمن

✓ H_0 : واحدهای انفرادی همگن می‌باشند و عرض از مبدأ در تمام مقاطع برابر هستند (داده های تلفیقی (روش OLS)).
✓ H_1 : واحدهای انفرادی همگن نیستند و عرض از مبدأ در تمام مقاطع برابر نیستند (داده های تابلویی روش اثرات ثابت (FE)).

قبل از تخمین مدل‌های رگرسیونی برای آزمون فرضیه پژوهش، به انتخاب الگوی مناسب برای لیمر به انتخاب مدل داده های تلفیقی F مدل رگرسیونی پرداخته میشود در برآورد یک مدل که داده های آن از نوع ترکیبی هست ابتدا باید نوع الگوی برآورد مشخص شود. به عبارت دیگر ابتدا باید بررسی شود که مدل مورد بررسی در کدام طبقه داده های پول^۱ و داده های پانل^۲ قرار می‌گیرد. در مورد داده‌های ترکیبی ابتدا آزمون F (آزمون چاو) به منظور انتخاب شیوه تخمین مدل از بین دو راهکار داده های پول و داده های پانل انجام می‌شود - شود اولین گام در تخمین های پانل دیتا تعیین نمودن قیود وارد شده بر مدل اقتصادسنجی است. به عبارت دیگر ابتدا باید مشخص کنیم که رابطه رگرسیونی در نمونه مورد بررسی دارای عرض از مبدأهای ناهمگن و شیب همگن است یا اینکه فرضیه عرض از مبدأهای مشترک و شیب مشترک در بین مقاطع (مدل داده های تلفیقی) پذیرفته می‌شود. بدین منظور آزمون F مورد استفاده قرار می‌گیرد. در صورتیکه مقدار F محاسبه شده از F جدول با درجات آزادی مشخص شده بزرگتر باشد فرضیه H_0 مبنی بر همگنی مقاطع و عرض از مبدأهای یکسان رد میشود و لذا اثرات گروه پذیرفته شده و میبایستی عرض از مبدأهای مختلفی را در برآورد لحاظ نمود در نتیجه میتوان از روش پانل جهت برآورد استفاده کرد ولی در صورتی که فرضیه H_0 پذیرفته شود به معنی یکسان بودن شیبها برای مقاطع مختلف بوده و قابلیت ترکیب شدن داده ها و استفاده از مدل از داده های تلفیقی مورد تأیید آماری قرار می‌گیرد. نتایج حاصل از آزمون چاو و هاسمن مربوط به فرضیه های تحقیق در جدول (۴) ارائه شده است.

جدول (۴): نتایج آزمون هاسمن و F لیمر

فرضیه‌ها	هاسمن		نوع داده ها	F لیمر	
	P	Chi - square		P	F
فرضیه اول	۰.۰۳	۱۲.۲۷۱	Pool	۰.۰۰۰	۱.۹۲۲

¹ Pooling

² Panel

فرضیه دوم	-	-	Pool	۰.۲۹۸	۱.۲۱۱
-----------	---	---	------	-------	-------

نتایج آزمون فرضیات نتیجه آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان می دارد: تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه گذاران در ارزش گذاری شرکت نقش دارد. برای آزمون فرضیه اول از مدل‌های رگرسیون چند متغیره زیر استفاده شده است:

$$ATR_{it} = \beta_1 + \beta_2 VWD_{it} + \beta_3 lev_{it} + \beta_4 liq_{it} + \beta_5 g_{it} + \beta_6 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$ATR_{it} = \beta_1 + \beta_2 Dpnp_{it} + \beta_3 lev_{it} + \beta_4 liq_{it} + \beta_5 g_{it} + \beta_6 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

✓ H_0 : تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه گذاران در ارزش گذاری شرکت نقش ندارد.

✓ H_1 : تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه گذاران در ارزش گذاری شرکت نقش دارد.

جدول (۵): نتیجه آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: ارزشگذاری شرکت					
معنی داری	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیر	
۰.۶۶۶	۰.۴۳۱	۰.۱۱۸	۰.۰۵۰	C	مقدار ثابت
۰.۰۱۲	۲.۴۹۹	۰.۰۷۵	۰.۱۸۹	VWD	احساس سرمایه گذار
۰.۰۱۸	۲.۳۵۵	۰.۸۵۴	۲.۰۱۳	LEV	اهرم مالی
۰.۰۰۰	۴.۷۸۴	۰.۳۰۱	۱.۴۴۰	LIQUIDITY	نقدینگی
۰.۵۱۳	۰.۶۵۴	۰.۳۶۷	۰.۲۴۰	GROW	رشد
۰.۱۵۲	۱.۴۳۴	۲.۵۹۳	۳.۷۱۸	MB	فرصت رشد
۱.۹۷۹	آماره F		۰.۲۹۲	ضریب تعیین	
۰.۰۰۰	معنی داری F		۰.۲۴۴	ضریب تعیین تعدیل شده	
۲.۲۱۴	دوربین واتسون				

با توجه به جدول (۵) و سطح معنی داری آماره آزمون چاو که کمتر از سطح خطای مورد پذیرش می باشد. مدل داده های تابلویی برای برازش انتخاب می شود. با توجه به جدول (۵) میزان ضریب تعیین مدل برابر (۰.۲۹۲) می باشد که نشان می دهد ۲۹.۲ درصد تغییرات متغیر ارزشگذاری شرکت توسط احساسات سرمایه گذاران و سایر متغیرهای کنترلی قابل توضیح است. در تحلیل رگرسیون بخصوص زمانی که متغیرها در طول یک فاصله زمانی مورد مطالعه قرار می گیرند ممکن است تغییر داده ها در طول زمان از الگوی خاصی پیروی کند برای تشخیصی این الگو از آزمون دوربین واتسون استفاده می شود. مفهوم مستقل بودن به این معنی است که نتیجه یک مشاهده تاثیری بر نتیجه مشاهدات دیگر نداشته باشد. در رگرسیون، بیشتر در مواقعی که رفتار متغیر وابسته در یک بازه زمانی مورد مطالعه قرار می گیرد ممکن است با مشکل مستقل نبودن خطاها برخورد کنیم. به این نوع ارتباط در داده ها خود همبستگی می گویند. در صورت وجود خود همبستگی در خطاها نمی توان از رگرسیون خطی استفاده کرد. برای بررسی این فرض به صورت شهودی می توان از نمودار کردن توالی متغیر استفاده کرد. اما راه مطمئن تر استفاده از دوربین واتسون بین ۰ تا ۴ می باشد. اگر بین باقیمانده ها، همبستگی متوالی وجود نداشته باشد نشان دهنده همبستگی منفی می باشد. در مجموع اگر این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، جای هیچ نگرانی

نیست. از آنجایی که میزان آماره دوربین واتسون برابر (۲.۲۱۴) می باشد که این ضریب بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین نشان می دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. سطح معنی داری آماره F برابر (۰.۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. نتایج جدول نشان می دهد که احساسات سرمایه گذاران با ضریب (۰.۱۸۹) و معنی داری (۰.۰۱۲) تاثیر مثبت و مستقیم بر ارزشگذاری شرکت در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، اهرم مالی و نقدینگی شرکت بر ارزشگذاری شرکت تاثیر معنی داری دارد.

جدول (۶): نتیجه آزمون فرضیه دوم

متغیروابسته: ارزشگذاری شرکت					
معنی داری	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیر	
۰.۰۰۰	۵.۳۳۷	۰.۰۰۹	۰.۰۷۸	C	مقدار ثابت
۰.۰۰۲	۳.۱۰۰	۰.۰۵۳	۰.۱۶۶	DPNP	احساس سرمایه گذار
۰.۰۳۷	۰.۷۷۷	۰.۰۱۲	۰.۱۰۹	LEV	اهرم مالی
۰.۰۰۱	-۳.۲۹۹	۰.۰۲۵	-۰.۰۸۳	LIQUIDITY	نقدینگی
۰.۷۴۱	-۰.۳۲۹	۰.۰۰۹	-۰.۰۰۳	GROW	رشد
۰.۰۲۴	۲.۲۴۳	۰.۰۱۳	۰.۰۲۹	MB	فرصت رشد
۵.۰۳۸	آماره F		۰.۲۳۱	ضریب تعیین	
۰.۰۰۰۱	معنی داری F		۰.۱۷۰	ضریب تعیین تعدیل شده	
۲.۰۹۶	دوربین واتسون				

با توجه به جدول (۶) و سطح معنی داری آماره آزمون چاو که بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش می باشد. مدل داده های تلفیقی برای برازش انتخاب می شود. با توجه به جدول (۴-۷) میزان ضریب تعیین مدل برابر (۰.۲۳۱) می باشد که نشان می دهد ۲۳.۱ درصد تغییرات متغیر ارزشگذاری شرکت توسط احساسات سرمایه گذاران (Dpnp) و سایر متغیرهای کنترلی قابل توضیح است. در تحلیل رگرسیون بخصوص زمانی که متغیرها در طول یک فاصله زمانی مورد مطالعه قرار می گیرند ممکن است تغییر داده ها در طول زمان از الگوی خاصی پیروی کند برای تشخیص این الگو از آزمون دوربین واتسون استفاده می شود. مفهوم مستقل بودن به این معنی است که نتیجه یک مشاهده تاثیری بر نتیجه مشاهدات دیگر نداشته باشد. در رگرسیون، بیشتر در مواقعی که رفتار متغیر وابسته در یک بازه زمانی مورد مطالعه قرار می گیرد ممکن است با مشکل مستقل نبودن خطاها برخورد کنیم. به این نوع ارتباط در داده ها خود همبستگی می گویند. در صورت وجود خود همبستگی در خطاها نمی توان از رگرسیون خطی استفاده کرد. برای بررسی این فرض به صورت شهودی می توان از نمودار کردن توالی متغیر استفاده کرد. اما راه مطمئن تر استفاده از دوربین واتسون بین ۰ تا ۴ می باشد. اگر بین باقیمانده ها، همبستگی متوالی وجود نداشته باشد نشان دهنده همبستگی منفی می باشد. در مجموع اگر این آماره بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، جای هیچ نگرانی نیست. از آنجایی که میزان آماره دوربین واتسون برابر (۲.۰۹) می باشد که این ضریب بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بنابراین نشان می دهد همبستگی بین اجزای خطای مدل وجود ندارد. سطح معنی داری آماره F برابر (۰.۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده و کل مدل رگرسیونی معنی دار است. نتایج جدول نشان می دهد که احساسات سرمایه گذاران با ضریب (۰.۱۶۶) و معنی داری (۰.۰۰۲) تاثیر مثبت و مستقیم بر ارزشگذاری شرکت در

سطح اطمینان ۹۵ درصد دارد. همچنین از بین متغیرهای کنترلی وارد شده به مدل، اهرم مالی و نقدینگی شرکت برارزشگذاری شرکت تاثیرمعنی داری دارد.

بحث و نتیجه گیری

شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان شناسی انسان ریشه دارد، باعث می شود سرمایه گذاران اشتباهاتی در شکل دهی انتظارات خود داشته باشند، و در نتیجه رفتارهایی در هنگام سرمایه گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. بنابراین سرمایه گذار بر اساس بده بستان و ارتباط بین بازده و ریسک در صدد است میزان رضایتمندی خود را از ترکیب سرمایه گذاری انتخاب شده به حداکثر برساند چرا که مفروضات نظریه رقابت در ارتباط با نظریه مطلوبیت واقعی تر است (ابراهیمی سروعلیا و همکاران، ۱۳۹۶). مطالعات مالی - رفتاری مبتنی بر یافته‌های علوم رفتاری به عوامل گوناگون تأثیرگذار در رفتار سرمایه‌گذاران توجه می‌کنند و نشان می‌دهد تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار ندارد؛ مقوله‌هایی مانند فرهنگ، سوگیری‌های شناختی، عاطفی و شخصیت در رفتار سرمایه‌گذاران و نوع تصمیم‌های آنها اثر می‌گذارد و رفتار سرمایه‌گذاری آنها را هدایت می‌کند؛ از این‌رو، عرصه ظهور علوم رفتاری در مباحث مالی، رویکرد جدیدی به مطالعات بازارهای مالی است. پارادایم مالی - رفتاری، دیدگاه متفاوتی از رفتار انسانی مبتنی بر مبانی مثبت را برای فهم چندرشته رفتار انسان ارائه می‌کند (تیون و احمد^۱، ۲۰۱۶). به اعتقاد هاگن^۲ (۲۰۰۹)، نیز سیر مباحث مالی امروزه به سمت مباحث رفتاری بوده است؛ به‌گونه‌ای که الگوهای رفتاری، چارچوب اصلی موضوعات مالی نوین را شکل می‌دهند. مالی-رفتاری، مطالعه چگونگی تفسیر افراد از اطلاعات برای اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری است؛ به عبارت دیگر، مالی-رفتاری به دنبال تأثیر فرایندهای روان‌شناختی در تصمیم‌گیری است. یکی از موضوعات مهم در بحث مالی-رفتاری، مطالعات مربوط به شناسایی فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و تبیین الگوی تصمیم‌گیری آنها در شرایط عدم اطمینان است. رفتار واقعی سرمایه‌گذاران در برخی موارد نظریه جداکثر کردن مطلوبیت و سایر نظریات کلاسیک را زیر سوال می‌برد. بنابراین نظریه رفتاری در مباحث مالی مورد توجه قرار گرفته است. اگرچه نظریات مالی جدید بوده و سابقه آن به یک دهه پیش باز می‌گردد ولی بحث دخالت خصوصیات روانشناختی و رفتاری افراد در تصمیمات خرید پیش تر توسط افرادی هم چون آدام اسمیت (خودبرتر بینی)، ایروینگ فیشر (روح‌های حیوانی در بازار سهام) و ... مورد اشاره قرار گرفته است. مالیه رفتاری بر چگونگی تفسیر و بکارگیری اطلاعات در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار تمرکز دارد و تشریح‌کننده بسیاری از رفتارهای غیرعادی و غیرمنطقی در بازار است (ایندرجیت و کوشیت^۳، ۲۰۱۶). رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی و قسمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکتها را تحت تاثیر خود قرار می‌دهد. داکلاس^۴ (۲۰۱۵)، بیان می‌کند در بسیاری از پیشفرض‌های اساسی در تحلیل تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تردید شده است و سرمایه‌گذاران را افرادی کاملاً عقلانی نمی‌توان در نظر گرفت که فارغ از سوگیری‌ها و تورش‌های روان‌شناختی تصمیم می‌گیرند. تاثیر تمایلات سرمایه‌گذاران بر نرخ رشد سود مورد انتظار به صورت شهودی قابل استنباط است (چن، ۲۰۱۱). هنگامی که احساسات بالا باشد، سرمایه‌گذاران معمولاً خوش بین تر هستند و تحلیل‌گران و مشاوران مالی فعال در بورس

¹ Tuyon. & Ahmad

² Haugen

³ Inderjit & Kaushik

⁴ Duclos

اوراق بهادار به طور فعال تر تمایل به صدور علائم خرید سهام دارند؛ از این رو به همان اندازه که سرمایه گذاران احساسی و خوش بین هستند، انتظارات بیشتری از نرخ رشد سود مورد انتظار دارند؛ لذا تمایلات بالاتر باعث افزایش برخی خوش بینی ها در نرخ رشد سود مورد انتظار و قیمت سهام می شود (بهار مقدم و جوکار، ۱۳۹۷). نتایج تحقیق حاضر با نتایج تحقیقات هووانگ^۱ (۲۰۱۲)، تلوال^۲ و همکاران (۲۰۱۲)، چن^۳ و همکاران (۲۰۱۴)، یانگ و زو^۴ (۲۰۱۵)، کیم و ژانگ (۲۰۱۵)، هوانگ^۵ و همکاران (۲۰۱۵)، گیزلیس و چادوری^۶ (۲۰۱۶)؛ کرونل^۷ و همکاران (۲۰۱۷)، کوبوتا و تاکهرا^۸ (۲۰۱۷)، راما (۲۰۱۹)، بهار مقدم و جوکار (۱۳۹۷)، زارعی و دارابی (۱۳۹۷)، همخوانی دارد. در بازارهای سرمایه، مجموعه ای از اطلاعات ناشی از احساسات اجتماعی در کنار اطلاعات منطقی وجود دارد، اینکه فرد به چه میزان بتواند بر احساسات اجتماعی خود غلبه کند و به ندای منطق گوش فرا دهد، مبین میزان موفقیت او در سرمایه گذاری مبتنی بر عقل است. الگوی های سنتی قیمت گذاری از یک معادله استاندارد قیمت گذاری استفاده می کنند که از حداکثرسازی سود مورد انتظار مشتق شده و صرفاً بر پایه ریسک هستند. سرمایه گذاران با استفاده از اطلاعات منتشر شده توسط شرکت و پیش بینی های منطقی خود از این اطلاعات، تصمیم های عقلایی می گیرند و گرایش های احساسی و سوگیری ها، هیچ نقشی در تصمیم گیری ها ندارند. این الگوی ها در اقتصاد مالی منجر به نادیده گرفتن بعد رفتاری سرمایه گذاران و برخی ویژگی های ذاتی انسانی از جمله شوق به بی نهایت، طمع و منفعت طلبی را نادیده می گیرد (کیم و همکاران، ۲۰۱۶). یزدانی و همکاران (۱۳۹۵)، و بیات و قادری (۱۳۹۵)، بیان نمودند که قیمت سهام و قیمت میانگین دارای ارتباط هستند و سرمایه گذاران سوگیری رفتاری دارند.

منابع

- ✓ بهار مقدم، مهدی، جوکار، حسین، (۱۳۹۷)، بررسی سازوکار تحلیل تمایلات سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت بازار سهام، پژوهش های کاربردی در گزارشات مالی، دوره ۷، شماره ۱، صص ۱۷۱-۲۰۲.
- ✓ پور حیدری، امید، حمزه حسین پور، (۱۳۹۱)، بررسی رابطه بین افشای اجباری و اختیاری با ارزش سهام شرکت ها، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۵، صص ۹-۲۸.
- ✓ حیدر پور، فرزانه، یدالله، تاری وردی، مریم، محرابی، (۱۳۹۲)، تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام، پژوهش های دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، شماره ۱۷، دوره ۶، صص ۱-۱۳.
- ✓ زارعی، علی، دارابی، رویا، (۱۳۹۷)، بررسی تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران، پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۰، شماره ۳۷، صص ۱۳۱-۱۵۸.
- ✓ ستایش، محمدحسین، کاظم، شمس الدینی، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت های حسابداری دانشگاه شیراز، شماره ۸، صص ۱۰۳-۱۲۵.

¹ Hu & Wang

² Thelwall

³ Chen

⁴ Yang & Zhou

⁵ Huang

⁶ Gizelis & Chowdhury

⁷ Cornell

⁸ Kubota & Takehara

- ✓ کاردان، بهزاد، ودیعی، محمد حسین، ذوافقار آراتی، محمد حسین، (۱۳۹۶)، بررسی نقش تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه‌گذاران در ارزش‌گذاری شرکت، دانش حسابداری، دوره ۸، شماره ۴، صص ۷-۳۵.
- ✓ موسوی، سید مرتضی، فریدون، آقا بابائی، محمدابراهیم، (۱۳۹۶)، تأثیر اطمینان بیش‌ازحد بر رفتار سرمایه‌گذاران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۳۴، صص ۶۱-۸۱.
- ✓ مهرانی، کیارش، معدنچی زاج، مهدی، (۱۳۹۷)، بررسی آزمون اثر احساسات و الگوی رفتار معاملات سرمایه‌گذاران بر بازده مازاد سهام در بورس اوراق بهادار تهران، راهبرد مدیریت مالی، دوره ۶، شماره ۲، صص ۱۴۰-۱۶۷.
- ✓ Baker, M., Stein, J.C. (2004). Market liquidity as a sentiment indicator. *Journal of Financial Markets*, 7(3), 271-299.
- ✓ Brown, G.W., Cliff, M.T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11(1), 1-27.
- ✓ Burdekin, R.C.K., Redfern, L. (2009). Sentiment effects on chinese share prices and savings deposits: the post-2003 experience. *China Economic Review*, 20(2), 246-261.
- ✓ Carvalho, F., Punt, A., Chang, Y., Maunder, M., Piner, K. (2016). Can diagnostic tests help identify model misspecification in integrated stock assessments? *Fisheries Research*, In Press, doi:10.1016/j.fishres.2016.09.018.
- ✓ Chen, Z., Lin, W. T., Ma, C. and Tsai, S. (2014). Liquidity provisions by individual investor trading prior to dividend announcements: Evidence from Taiwan. *The North American Journal of Economics and Finance*, 28, pp.358-374.
- ✓ Cornell, B. , Landsman, W. , Stubben, S. (2017). Accounting information, investor sentiment, and market pricing. SSRN Working paper. No. 2447695.
- ✓ Da, Z., Gurun, U.G., Warachka, M. (2014). Frog in the pan: Continuous information and momentum. *Review of Financial Studies*, 27(7), 2171-2218.
- ✓ Dichmont, M.C., Deng, A.R., Punt, E.A., Brodziak, J., Chang, J.Y., Cope, M.J., Ianelli, N.J., Legault, M.C., Methot Jr, D.R., Porch, E.C., Prager, H.M., Shertze, W.K. (2016). A review of stock assessment packages in the United States. *Fisheries Research*, 183, 447-460.
- ✓ Frederickson, J.R., Zolotoy, L. (2016). Competing earnings announcements: Which announcement do investors process first? *Accounting Review*, 91(2), 441-462.
- ✓ Gizelis, D., & Chowdhury, S. (2016). Investor Sentiment and Stock Returns: Evidence from the Athens Stock Exchange.
- ✓ Huang, D, Jiang, F, Tu, J, & Zhou, G, (2015), "Investor Sentiment Aligned: A Powerful Predictor of Stock Returns", *Review of financial study*, 28(3), PP. 791-837
- ✓ Kel, T.L., Kimoto, A., Kitakado, T. (2016). Evaluation of the prediction skill of stock assessment using hind casting. *Fisheries Research*, 183, 119-127.
- ✓ Kim, J.B. Li, L. Lu, L.Y. Yu, Y, (2016), "Financial Statement Comparability and Expected Crash Risk", *Journal of Accounting and Economics*, 61, PP. 294-312
- ✓ Kim, J.S., Kim, D.H., Seo, S.W. (2016). Investor sentiment and return predictability of the option to stock volume ratio. *Financial Management*, 46, 767-796.
- ✓ Kim,T, Ha, A, Lopatta, K, (2016), "Investor Sentiment and Market Anomalies", 23rd Australasian Finance and Banking conference 2010paper, Available at www.ssrn.com
- ✓ Korteweg, A., Nagel, S. (2016). Risk-adjusting the returns to venture capital. *Journal of Finance*, 71(3), 1437-1470.
- ✓ Kubota, K., & Takehara, H. (2017). Does the Fama and French Five- Factor Model Work Well in Japan?. *International Review of Finance*.

- ✓ Li, Feng, (2010), "Do Stock Market Investors Understand the Risk Sentiment of Corporate Annual Reports?", Available at www.ssrn.com
- ✓ Ling, D. Naranjo, A. Scheik B, (2010), "Investor Sentiment and Asset Pricing in Public and Private Markets", Available at www.ssrn.com.
- ✓ Ling, D.C., Naranjo, A., Scheick, B. (2013). Investor sentiment, limits to arbitrage and private market returns. *Real Estate Economics*, 42(3), 531-577.
- ✓ Liston, D. (2016). Sin stock returns and investor sentiment. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 63-70.
- ✓ Thelwall, M., Buckley, K., Paltoglou, G. (2012). Sentiment strength detection for the social web. *Journal of the Association for Information Science and Technology*, 63(1), 163-173.
- ✓ Yang, C., & Zhou, L. (2015). Investor trading behavior, investor sentiment and asset prices. *The North American Journal of Economics and Finance*, 34, pp.42-62.
- ✓ Zhu, B. Niu. F. (2016). Investor Sentiment, Accounting Information And Stock Price: Evidence From China, *Pacific- Basin Finance Journal*, Doi: 10-1016/J. Pacfin. 2016. 03. 010