

واکنش سرمایه‌گذاران به ارزشیابی شرکت‌ها

زهرا ظفری

کارشناس ارشد مالی گرایش بیمه، دانشگاه تهران، ایران

چکیده

مسائل مالی رفتاری یکی از مطالعاتی است که در این زمینه به سرعت گسترش یافته است و به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عکس‌العمل آن‌ها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تأکید آن بیشتر به تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری می‌باشد. 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، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال زا و آربیتراژگران منطقی قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام معامله‌گرهای اختلال زا بیشتر و یا معامله‌گرهای منطقی کم‌تری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیر است. موضوع 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 رفتاری پر ریسک و پرهزینه است. هدف این پژوهش واکنش سرمایه‌گذاران به ارزشیابی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران بوده است. قلمرو مکانی این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ بوده است. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۰۷ شرکت به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. به‌منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع‌آوری‌شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به‌منظور تحلیل داده‌ها ابتدا پیش‌آزمون‌های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جاک - برا و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تأیید و رد فرضیه‌های پژوهش (نرم‌افزار ایویوز) استفاده گردیده است. نتایج تحقیق نشان داد ارزشیابی شرکت‌ها منجر به واکنش مثبت سرمایه‌گذاران می‌شود.

کلمات کلیدی: واکنش سرمایه‌گذاران؛ ارزشیابی شرکت‌ها؛ بازار سرمایه ایران

مقدمه

مسائل مالی رفتاری یکی از مطالعاتی است که در این زمینه به سرعت گسترش یافته است و به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عکس‌العمل آن‌ها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تأکید آن بیشتر به تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری می‌باشد. 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 (خدایی و همکاران، ۱۳۹۵).

در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال زا و آربیتراژگران منطقی قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام معامله‌گرهای اختلال زای بیشتر و یا معامله‌گرهای منطقی کم‌تری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیر است. موضوع 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 رفتاری بر ریسک و پرهزینه است (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۹۶).

بنابراین سرمایه‌گذاران منطقی یا آربیتراژگرها در برگرداندن قیمت‌ها به قیمت بنیادی، پرتکاپو نیستند. مالیه رفتاری مدرن اعتقاد دارد که محدودیت‌هایی برای آربیتراژ وجود دارد. مالی رفتاری به معرفی گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌پردازد (میلر^۱، ۲۰۱۶). 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 (کیم و ها^۲، ۲۰۱۷). در حقیقت فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال زا و آربیتراژگران منطقی قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام معامله‌گرهای اختلال زای بیشتر و یا معامله‌گرهای منطقی کم‌تری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیر است (لین^۳، ۲۰۱۵). براون^۴ (۲۰۱۹) طی تحقیقات خود متوجه این موضوع شد که گرایش احساسی معامله‌گرهای اختلال زا با نوسانات قیمتی ارتباط مثبت دارد. هان و همکاران^۵ (۲۰۱۸) به کشف نقش گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی پرداختند. ضریب اعتماد مصرف‌کننده می‌تواند یکی از نشانه‌های احساس سرمایه‌گذاران در بازارهای اقتصادی و مالی باشد. یکی از مفروضات اصلی در تعریف یک بازار کارا این است که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات دریافتی، واکنش منطقی بروز می‌دهند؛ اما مشاهدات بسیاری وجود دارد که نشان می‌دهد واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات دریافتی عقلایی نمی‌باشد. در بسیاری از مشاهدات، واکنش سهامداران بیش از حد مورد انتظار و در بسیاری دیگر، واکنش سهامداران کمتر از حد مورد انتظار گزارش شده است. پوراچند (۱۳۹۳) دریافت واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات دریافتی پیرامون تغییرات سود می‌باشد که برای شرکت‌هایی که تغییر مثبت در سود خود گزارش کرده بودند، واکنش کمتر از حد مثبت و برای شرکت‌هایی که تغییر منفی در سود خود را گزارش کرده بودند، واکنش کمتر از حد منفی مشاهده شد.

بازار با دنبال کردن روندی خاص، واکنشی مثبت به افزایش صورت گرفته از سوی آن روند نشان می‌دهد. مادامی که بنگاه از روند قبلی خود منحرف نشود، بازار واکنش غیر منتظره‌ای نشان نمی‌دهد. واکنش بازار در برابر انحراف منفی اساسی از روندی منفی، بسیار مثبت خواهد بود بنابراین خبرهای مثبت در برابر خبرهای منفی از واکنش بیشتری از جانب بازار روبرو می‌شود. فالسوم و همکاران^۶ (۲۰۱۸) در تحقیقات خود مبنی بر چگونگی تاثیرگذاری گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر واکنش بازار

¹ Miler et al

² Kim & Ha

³ Lin

⁴ Brown

⁵ Han et al

⁶ Falsom et al

نسبت به اعلان اخبار سود دریافتند با توجه به افزایش گرایشات رفتاری سرمایه‌گذاران، ضریب واکنش سود برای سود شرکت‌های زیان ده از مثبت بودن کمتری برخوردار است. بطور میانگین تأثیر گرایشات احساسی سرمایه‌گذاران بر سود شرکت‌ها با توجه به اعلان اخبار سود در سال دوم بطور معکوس تغییر می‌کند. بنابراین مساله اصلی تحقیق حاضر واکنش سرمایه‌گذاران به ارزشیابی شرکت‌ها می‌باشد.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار خوب و بد

مبانی تئوری نمایندگی توسط بیمن^۱ (۱۹۷۵) و جنسن و مک‌کلینگ^۲ (۱۹۷۶) مطرح شده‌است. براساس این مبانی مدیر و سهامدار هر دو در جهت حداکثر کردن منافع شخصی خود تصمیم گیری می‌کنند. سهامدار مسئولیت عملیات روزانه شرکت را به مدیر تفویض می‌کند و بنابراین امکان نظارت مستقیم بر فعالیت های مدیر برای سهامدار وجود ندارد. به این ترتیب مدیر به‌عنوان نماینده مالک وظیفه دارد شرکت را در جهت افزایش ثروت سهامداران هدایت کند و اطلاعات به موقع و مربوطی را به‌منظور ارزیابی وضعیت فعلی و پیش بینی چشم انداز آتی شرکت در اختیار سهامداران فعلی و بالقوه قرار دهد. با این وجود مشکل تضاد منافع بین سهامدار و مدیر باعث می‌شود در بعضی از موارد تصمیمات مدیر در راستای منافع سهامدار نباشد (افشاری، ۱۳۹۲).

سود سهام تقسیمی مدیر را وادار می‌کند وجه نقد کافی برای پرداخت این سود را ایجاد کند، بنابراین تا حدی به کاهش تضاد منافع بین مدیر و سهامدار کمک می‌کند. تغییر سود سهام تقسیمی یکی از منابع اطلاعات اختیاری است که طبق تئوری علامت دهی^۳، اطلاعات با ارزشی را در مورد تغییرات آتی سود و چشم انداز شرکت به سهامداران و سرمایه‌گذاران ارائه می‌کند (آرونی و سواری، ۱۹۸۰).^۴ اختیاری بودن این منبع اطلاعات به این معناست که انتظار می‌رود زمانی که شرکت سیاست تقسیم سود خود را به‌صورت اختیاری تغییر می‌دهد، قصد دارد اطلاعات با ارزشی از وضعیت فعلی و آتی شرکت به سهامداران مخابره کند. به این ترتیب مخابره ی اطلاعات مربوط به افزایش یا کاهش سود سهام تقسیمی، برای سهامداران به‌عنوان اخبار خوب یا اخبار بد تلقی می‌شود و منجر به واکنش قیمتی متناسب با آن می‌گردد. در صورتی که واکنش قیمتی سهامداران در زمان اعلام کاهش سود سهام تقسیمی بیشتر از واکنش آن‌ها در زمان اعلام خبر افزایش سود سهام تقسیمی باشد، می‌توان نتیجه گرفت که با توجه به مشکل تضاد منافع، مدیر از انتشار سریع اخبار بد اجتناب کرده‌است. بنابراین اخبار بد جمع شده‌است و اعلام با تاخیر آن نسبت به اخبار خوب منجر به واکنش قیمتی بیشتر شده‌است. در پژوهش حاضر به بررسی رابطه بازده غیر عادی انباشته به‌عنوان نماد واکنش قیمتی سهامداران و تغییرات سود سهام تقسیمی پرداخته می‌شود (خوش خلق، ۱۳۹۳).

دیلمن و آپنهیمر^۵ (۱۹۸۴) در مطالعه ی خود شواهدی مبنی براینکه هم میزان تغییرات سود سهام تقسیمی و هم واکنش بازار در بازه ای پنج روزه، درمورد کاهش سود سهام تقسیمی برجسته تر از افزایش سود سهام تقسیمی است، ارائه کردند. گلاستن و میلگرام^۶ (۱۹۸۵) نشان دادند که تعهد مدیر به انتشار سریع اطلاعات محرمانه، خوب یا بد، می‌تواند عدم تقارن اطلاعاتی مدیر و سهامداران را کاهش دهد و به‌صورت بالقوه هزینه سرمایه ی شرکت را کاهش دهد. دیاموند و ورشیا^۷ (۱۹۸۷) بزرگتر بودن واکنش قیمتی بازار نسبت به اخبار بد در مقایسه با واکنش قیمتی مثبت به اخبار خوب را ناشی از محدودیت های معاملات فروش استقرای دانستند و توضیح دادند که این محدودیت ها مانع از این می‌شود که معامله گران بر مبنای

¹ Biaman

² Jensen and meckling

³ Signaling theory

⁴ Aharony and Swary

⁵ Terry E Deilman and Henry R Oppenheimer

⁶ L. Glosten and P. Milgrom

⁷ D. Diamond and R. Verecchia

اطلاعات محرمانه و منفی خود دست به معامله بزنند و در نتیجه اخبار بد تا زمان اعلام شرکت منتشر نمی‌شود، که همین امر موجب بروز واکنش قیمتی بزرگتر نسبت به این اخبار در زمان اعلام می‌شود (رستمی، ۱۳۹۶). اسکینر^۱ (۱۹۹۴) تحقیق خود را بر مبنای اعلام سود هر سهم به‌عنوان منبع اخبار قرار داد و اینطور نتیجه گیری کرد که به علت بزرگتر بودن واکنش بازار نسبت به اخبار بد در مقایسه با اخبار خوب، مدیر به‌منظور حفظ اعتبار خود و نیز برای جلوگیری از افزایش احتمال دعوی قانونی علیه شرکت، اخبار بد را به تدریج و قبل از اعلام رسمی به شکل اعلام سود هر سهم، منتشر می‌کند. کازنیک و لو^۲ (۱۹۹۵) دریافتند که سرمایه‌گذاران به شرکت هایی که با اعلام اخبار بد درمورد سود هشدار می‌دهند، به طور قابل ملاحظه ای بیشتر از شرکت هایی که این هشدار را نمی‌دهند، به ازای هر واحد سود غیرمنتظره، واکنش منفی نشان می‌دهند. عوامل زیادی باعث ایجاد انگیزه در مدیران برای انتشار متمایز اخبار خوب نسبت به اخبار بد می‌شود. از جمله مطالعه ی یرماک^۳ (۱۹۹۷) نشان داد که مدیران در دوره ی قبل از اعطای اختیار خرید سهام به آن‌ها، انتشار اخبار بد را تسریع می‌کنند و نیز اخبار خوب را به‌صورت محرمانه حفظ می‌کنند تا به این ترتیب قیمت اعمال اختیار خرید را پایین بیاورند (علایی و همکاران، ۱۳۹۲).

ورشیا^۴ (۲۰۰۱) شواهدی مبنی بر اینکه افشای کامل اطلاعات محرمانه شرکت را متحمل هزینه های سیاسی می‌کند و ممکن است موقعیت رقابتی شرکت با خطر مواجه شود، ارائه داد. طبق تحقیق هیلی و پالپو^۵ (۲۰۰۱) نیز مدیر با انگیزه ها و فرصت های مختلفی مواجه است که وی را ترغیب می‌کنند اخبار شرکت را سریعاً افشا کند و یا آن را پنهان کند. سوئیچس^۶ (۲۰۰۵) با اشاره به هزینه های ثابت و هزینه های اختصاصی متغیر ناشی از افشای اطلاعات به‌صورت اجباری، افشای داوطلبانه ی اخبار بد را به‌عنوان ابزاری که مدیر برای کاهش و تثبیت هزینه های افشا از آن استفاده می‌کند، مطرح کرد. هرمالین و ویسبک^۷ (۲۰۰۷) نیز با در نظر گرفتن انگیزه ی پاداش و حفظ شغل برای مدیر، تلاش مالکان برای ارزیابی مدیران بر اساس اطلاعاتی که افشا می‌کنند را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که در بهینه ترین حالت نیز افشای مدیران، به ویژه درمورد اخبار بد، به طور کامل شفاف نیست. کوتاری، شیو و ویسوکو^۸ (۲۰۰۹) با بررسی بازده غیرعادی سهام در بازه ای پیرامون اعلام سود سهام تقسیمی و پیش بینی های مدیر، به این نتیجه رسیدند که مدیر اخبار خوب را به‌سرعت منتشر می‌کند اما در افشای اخبار بد تاخیر می‌کند. سوباسی^۹ (۲۰۱۱) تحقیق کوتاری، شیو و ویسوکو^{۱۰} (۲۰۰۹) و دیاموند و ورشیا^{۱۱} (۱۹۸۷) را بسط داد و اینطور نتیجه گیری کرد که با کنترل عوامل موثر بر ایجاد انگیزه ی مدیر برای پنهان کردن اخبار بد طبق مدل کوتاری، می‌توان یافته های تحقیق دیاموند و ورشیا مبنی بر اینکه محدودیت های معاملات سلف موجب بروز واکنش قیمتی بزرگتر به اخبار بد می‌شود، را تأیید کرد (افشاری، ۱۳۹۲).

ارزش شرکت

امروزه با جهانی شدن بازار ها، تحولات رقابتی، تقاضا برای منابع مالی جدید و انتظارات روز افزون سرمایه‌گذاران، شرکت های کوچک بیش از پیش مورد توجه قرار گرفته اند. تقریباً تمام تصمیم گیری های مالی مستلزم تعیین ارزش افزوده ای است که به موجب این تصمیمات کسب خواهد شد. شرکت ها برای ایجاد ارزش نه تنها از سوی سهامداران بلکه از طرف دیگر ذی

¹ D. Skinner

² R. Kasznik and B. Lev

³ D. Yermack

⁴ Verecchia

⁵ Healy and Palepu

⁶ Jeroen Suijs

⁷ Hermalin and Weisbach

⁸ S. P. Kothari, Susan Shu and Peter D. Wysocki

⁹ Musa Subasi

¹⁰ Kutari, Shiv & Pioski

¹¹ Diamond & Vershia

نفعان تحت فشار قرار دارند. شرکت های کوچک باید تلاش کنند تا بتوانند به صورت موثری با شرکت های بزرگ رقابت کنند. صاحبان شرکت های کوچک باید آگاه باشند که حداکثر کردن ارزش ایجاد شده تنها در سایه به کارگیری کارا و اثر بخش منابع، میسر است که خود نیازمند برنامه ریزی و کنترل دقیق عملیات شرکت است. برنامه ریزی و کنترل عملیات مستلزم داشتن توانایی های لازم برای پیش بینی و تشخیص رابطه بین انتظارات مالکان حال و آینده است. از زمانی که شرکت های کوچک در مراحل از رشد، به طور گسترده ای به دنبال تامین مالی برآمدند، نیاز خاصی به محاسبه ارزش ایجاد شده در شرکت هایشان احساس کردند. السن و نایت^۱ (۱۹۹۷) می گویند: «ایجاد ارزش برای سهامداران با ایجاد ارزش برای سایر ذی نفعان همسو و سازگار است».

البته واژه ارزش، مفهوم کلی را شامل می شود که از نظر سهامداران و سایر ذی نفعان با توجه به منافع هر یک، به اشکال مختلف تعبیر می شود. شرکت های دارای نرخ بالای ایجاد ارزش، می توانند سریع تر رشد کنند، راحت تر به بازار سرمایه دسترسی پیدا کنند، شرایط بهتری برای کارکنان خود فراهم آورند و قابلیت بیشتری برای اداره منابع شان داشته باشند. بنابراین ایجاد ارزش می تواند معرف وجود ساختارهای رشد یافته باشد. در چنین ساختارهایی منابع مشتریان نیز بهتر تامین می شود چرا که شرکت می تواند سرمایه هایی با هزینه کمتر جذب کند. پایین بودن هزینه سرمایه در فعالیت های سرمایه گذاری موجب می شود انتظارات مشتریان در زمینه قیمت کالا یا خدمات تامین شود (روچی، ۱۳۹۱).

هدف اصلی از ایجاد یک شرکت، کسب سود یا افزایش ثروت مالکان (سهامداران) آن شرکت می باشد که مدیریت شرکت وظیفه دستیابی به چنین هدفی را دنبال می کند. همانطور که قبلاً بیان گردیده نوسانات قیمت شرکت به عنوان یکی از معیارهای ارزیابی عملکرد مدیریت مورد استفاده قرار می گیرد. وجود اطلاعات مالی شفاف موجب بهبود تصمیم گیری سرمایه گذاران خواهد شد. قیمت سهام شرکت منعکس کننده برآورد بازار از ارقام عایدی مورد انتظار شرکت در طول زمان، درجه ریسکی بودن این ارقام، و بسیاری عوامل دیگر است. هرچه قدر سهام بالاتر باشد، از دیدگاه سهامداران، مدیریت وظیفه اش را بهتر انجام داده است. بنابراین قیمت بازار سهام شرکت شاخصی است که بوسیله آن مدیریت مود ارزیابی قرار می گیرد (حسینی و حسینی، ۱۳۸۹).

پیشینه تحقیق

مسائل مالی رفتاری یکی از مطالعاتی است که در این زمینه به سرعت گسترش یافته است و به بررسی فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و عکس العمل آن ها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی می پردازد و تأکید آن بیشتر به تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت های سرمایه گذاران بر تصمیم گیری سرمایه گذاری می باشد. دیدگاه مالی رفتاری نشان می دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش احساسی سرمایه گذار، نقش مهمی در تعیین قیمت ها بازی می کند (خدایی و همکاران، ۱۳۹۷).

در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله گران اختلال زا و آربیتراژ گران منطقی قیمت ها را شکل می دهد و اگر یک سهام معامله گرهای اختلال زای بیشتر و یا معامله گرهای منطقی کمتری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیر است. موضوع مالی رفتاری، بیانگر دو فرض اساسی است: اولین فرض این است که سرمایه گذاران تحت تأثیر گرایش های احساسی خود تصمیم می گیرند. در اینجا گرایش احساسی به صورت اعتقاد به جریان های نقدی آتی و ریسک های سرمایه گذاری تعریف شده که این اعتقاد توسط حقایق در دسترس ایجاد نشده است. دومین فرض این است که آربیتراژ در برابر سرمایه گذاران رفتاری پرریسک و پرهزینه است. بنابراین سرمایه گذاران منطقی یا آربیتراژ گر ها در برگرداندن قیمت ها به قیمت بنیادی، پرتکاپو نیستند. مالیه رفتاری مدرن اعتقاد دارد که محدودیت هایی برای آربیتراژ وجود دارد (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۹۶). هی و همکاران (۲۰۲۴) به بررسی تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر رابطه بین پاداش ریسک و بازده بازار پرداختند. نتایج

¹ Elson & Nayt

تحقیق حاکی از آن بود که بین پاداش ریسک و بازده بازار ارتباط معنادار وجود دارد. گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین پاداش ریسک و بازده بازار تأثیرگذار است.

شملینگ (۲۰۲۳) به بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذار و بازده سهام پرداخت. در این پژوهش از اطمینان مشتریان بعنوان شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذار در هجده کشور صنعتی استفاده شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که گرایش احساسی سرمایه‌گذار بازده بازار سهام را بطور منفی پیش بینی می‌کند. زمانی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در سطح بالا قرار دارد بازده آتی سهام تمایل به کمتر شدن دارد و برعکس. این رابطه همچنین برای بازده ارزش سهام، رشد سهام، سهام کوچک و افق‌های متفاوت پیش بینی صدق می‌کند. در نهایت با استفاده از چشم انداز مقطعی شواهد نشان می‌دهد که تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام برای کشورهایی که بازارهای تکامل یافته کمتری دارند بیشتر است.

کیم و ها (۲۰۲۲) به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام پرداختند. آن‌ها ۴ پنچک پرتفوی مرتب شده بر اساس اندازه، ارزش دفتری به بازار، مالکیت نهادی و قیمت ایجاد نموده و اینگونه نتیجه گیری کردند که گرایش احساسی سرمایه‌گذار بطور سیستماتیک قیمت سهام شرکت‌های کره ای با اندازه کوچک، قیمت سهام پایین و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار کم و درصد مالکیت نهادی پایین را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. همچنین به این نتیجه رسیدند که اضافه کردن شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه ای عملکرد مدل را تقویت بخشیده و اثرات اندازه و ارزش را بهتر توضیح می‌دهد.

هو و هانگ (۲۰۲۱) به بررسی رابطه بین نوسان و بازده پیش بینی شده سهام و گرایش احساسی سرمایه‌گذار در هشت کشور توسعه یافته پرداختند. آنان به آزمون قابلیت پیش بینی گرایش احساسی سرمایه‌گذار بر بازده و نوسان در سطح بازار انبوه آمریکا و چهار کشور از بزرگترین کشورهای اروپا و سه کشور آسیایی پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن بود که آمریکا، فرانسه و ایتالیا در دوره ای که در سطح اطمینان بالایی از مشتریان بودند بازده بازار کمتری داشتند. در ژاپن با توجه به سطح اطمینان مشتریان در ماه بعد بازده بازار افزایش پیدا کرده است. همچنین در بیشتر کشورها تغییر در گرایش احساسی سرمایه‌گذار بطور بااهمیتی بر نوسان پذیری شرطی تأثیرگذار بوده است و در ایتالیا این اثرات منجر به افزایش بازده در ماه بعد شده است. بیکر و وارگلر (۲۰۲۰) به بررسی رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر عکس‌العمل بازار سهام پرداختند. رویکرد روبه پایین مالی رفتاری بر اندازه گیری گرایش‌های احساسی انبوه و عواقب تأثیر آن بر بازده سهام تأکید دارد. طبق بررسی‌های انجام شده نتایج پژوهش حاکی از آن است که عکس‌العمل بازار سهام تحت تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران می‌باشد. بطور کلی عکس‌العمل بازار سهام غیرسودآور، سهام با نوسان بالا، سهام شرکت‌های رشد یافته، سهام شرکت‌های با بحران مالی تحت تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران می‌باشد.

موسوی و همکاران (۱۴۰۲) به ارزیابی تأثیرپذیری قضاوت‌های سرمایه‌گذاران از خوانایی افشای گزارش‌های مالی شرکت پرداختند. این پژوهش از نظر هدف، جزو پژوهش‌های کاربردی محسوب گردیده و از نظر روش، پژوهش مبتنی بر تحلیل همبستگی می‌باشد. برای گردآوری داده‌های این پژوهش، ۱۲۰ نفر از سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار انتخاب شدند و به کمک یک سناریو داده‌ها گردآوری شدند. نتایج نشان داد هنگامی که گزارش‌های مالی شرکت دارای خوانایی افشای پایین باشند میزان حساسیت قضاوت‌های ارزیابی سرمایه‌گذاران تحت تأثیر قرار گرفته و افزایش پیدا می‌کند اما هنگامی که خوانایی افشای پایین باشد روانی پردازش سرمایه‌گذاران تحت تأثیر قرار نخواهد گرفت. علاوه بر این مشخص گردید هنگامی که گزارش‌های مالی شرکت دارای خوانایی افشای پایین باشند شدت و کارایی جستجوی اطلاعات بیرونی توسط سرمایه‌گذاران افزایش پیدا کرده ولی میزان اتکای سرمایه‌گذاران بر اطلاعات بیرونی تغییری پیدا نمی‌کند.

حاجیان نژاد و همکاران (۱۴۰۱) به تحلیل تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر واکنش به اخبار سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌ها نشان دادند در شرکت‌های با احساسات بالا، حساسیت بازده نسبت به اخبار خوب سود بیشتر و در شرکت‌های با احساسات پایین، حساسیت بازده نسبت به اخبار بد سود بیشتر بوده است. همچنین، نتایج

حاکمی از محتوای اطلاعاتی اخبار سود بوده است. این یافته‌ها به سرمایه‌گذاران یادآوری می‌کند مراقب جو غیرمنطقی بازار، باشند و توجه بیشتری به واکنش بیش از اندازه به اخبار سود، هم از جنبه منفی و هم از جنبه مثبت بر تغییر قیمت‌ها کنند. رستمی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی اهمیت نسبی عوامل صرف ریسک و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در تبیین انحرافات قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام شرکت‌ها پرداختند. به همین منظور با استفاده از داده‌های ۹۵ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵، تأثیر شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و عوامل صرف ریسک در تبیین انحرافات قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام، با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان داد که انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام می‌تواند با هردو عامل گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و صرف ریسک تبیین شود. اثرات منفی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران منجر به ارزشیابی کمتر از حد قیمت بازار سهام نسبت به ارزش‌های ذاتی آن می‌شود. متغیر بحران مالی نیز تأثیر معناداری بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شرکت‌ها ندارد.

شمس‌الدینی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر متغیرهای رفتاری اطمینان بیش از حد مدیریت، رفتار توده‌وار و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام پرداختند. بدین منظور با استفاده از داده‌های مربوط به ۷۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره هفت‌ساله ۱۳۹۴-۱۳۸۸، شاخص اطمینان بیش از حد مدیریت، رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران محاسبه و تأثیر آن‌ها بر بازده سهام مورد بررسی قرار گرفت. داده‌های پژوهش از نوع تابلویی و برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. شواهد و نتایج تجربی پژوهش نشان داد که متغیرهای رفتاری مورد بررسی در پژوهش، تأثیر معکوس و معناداری بر بازده سهام شرکت‌ها دارند. به این صورت که با افزایش میزان اطمینان بیش از حد مدیران، رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران و همچنین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، بازدهی سهام کاهش می‌یابد.

ستایش و شمس‌الدینی (۱۳۹۵) به بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌ها پرداختند. به همین منظور، با استفاده از داده‌های مربوط به ۱۱۱ شرکت طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲، تأثیر متغیرهای مربوط به شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام شرکت‌ها، با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه بررسی می‌شود. نتایج پژوهش نشان داد که متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به قیمت هر سهم دارای ارتباط مثبت معنادار و متغیر اثر زیان‌گریزی دارای ارتباط منفی معناداری با قیمت سهام می‌باشند؛ اما بین سه متغیر اثر برگشت بلندمدت و اثر اندازه و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به خالص جریان‌های نقدی هر سهم با قیمت سهام رابطه‌ی معناداری یافت نشد. علاوه بر این، متغیر نرخ بازده‌داری‌ها ارتباط مثبت و نرخ بازده فروش ارتباط منفی با قیمت سهام دارد. بین دو متغیر نسبت سرمایه در گردش به‌داری‌ها و نرخ رشد‌داری‌ها با قیمت سهام، رابطه‌ی معناداری یافت نشد.

حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام پرداختند. دیدگاه سنتی بازده سهام اعتقاد دارد که تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است. ولی تحقیقات اخیر نشان می‌دهد گرایش احساسی سرمایه‌گذار نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها و تبیین بازده‌های سری زمانی، بخصوص برای سهام‌هایی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردارند و محدودیت زیادی در آربیتراژ دارند بازی می‌کند. در این تحقیق تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، بر بازده سهام پرتفوی‌های مرتب شده بر اساس اندازه، قیمت، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی در قلمرو زمانی ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفت. بازده ماهانه هر پرتفوی بر اساس بازده ماهانه هر شرکت و با استفاده از رویکرد وزن برابر محاسبه شد و در آخر با اجرای روش رگرسیون چند متغیره به صورت سری زمانی بر روی مدل، ضرایب مربوطه تخمین زده شد. بدین منظور مدل چهار عاملی پرتفوی بازار، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به بازار و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در تبیین بازده مورد استفاده قرار گرفت. نتایج این تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی می‌باشد.

نیکو مرام و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی تاثیر سوگیری شناختی سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران بر ارزشیابی سهام پرداختند. از سال ۱۹۸۰ با مطرح شدن ادبیات مالی رفتاری، فرض منطقی بودن سرمایه گذاران و اعتقاد به کارا بودن بازارهای سهام مورد انتقاد قرار گرفته است. ادبیات مالی رفتاری اظهار می دارد که سرمایه گذاران تحت تاثیر سوگیری های روانشناسانه بوده و نسبت به اطلاعات دریافتی واکنش بیشتر یا کمتر از حد از خود نشان می دهند که منجر به ارزشیابی نادرست سهام می گردد. در پژوهش حاضر با استفاده از مدل Rhodes-Kroopf و همکاران (۲۰۰۵) و بر اساس اطلاعات مالی تک تک شرکت ها و به تفکیک صنایع، معیار ارزشیابی نادرست سهام اندازه گیری شده است. این مدل به رایج معیاری جدید برای تعیین وجود یا عدم وجود عکس العمل های افراطی سرمایه گذاران در بازار اوراق بهادار می پردازد. همچنین به دلیل درگیر بودن سرمایه گذاران با سوگیری های شناختی از جمله شهود نمایندگی، اطمینان بیش از حد، لنگر اندازی و ... پس از آزمون مدل فوق در بازار سهام ایران، پورتفوی هایی تشکیل و نحوه عکس العمل سرمایه گذاران نسبت به روند اطلاعات بررسی گردیده است. نتایج حاکی از وجود واکنش بیش از حد و کمتر از حد در دوره زمانی ۱۳۷۹-۱۳۸۷ تحت تاثیر سوگیری هایی نظیر شهود نمایندگی و اطمینان بیش از حد و همچنین ارتباط شاخص رفتاری با فاکتورهایی مانند اندازه شرکت، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، سن شرکت، قیمت و بازده گذشته سهام و ... می باشد.

محمودی و محقق (۱۳۹۰) به بررسی واکنش بازار بورس اوراق بهادار تهران نسبت به انحرافات اساسی از روند تقسیم سود سهام پرداختند. در این پژوهش واکنش بازار نسبت به تغییرات تقسیم سود سهام با توجه به روند پرداخت آن بررسی می شود. به بیانی دیگر، در این پژوهش چگونگی واکنش سرمایه گذاران به هر کدام از سه گرایش: روند افزایشی، روند کاهشی و روند عدم تغییرات کلی، بررسی می شود. این مجموعه ها با استفاده از مدل CAPM و همچنین مدل سه عاملی فاما و فرنچ مورد ارزیابی قرار می گیرند. به دنبال نتایج به دست آمده در روند افزایشی، انحراف مثبت اساسی باعث واکنش مثبت بازار، انحراف با روند ثابت باعث واکنش منفی جزئی و انحراف کاهش اساسی نیز همین روند را در پی داشته است. در روند ثابت، افزایش اساسی باعث واکنش مثبت، ادامه روند ثابت واکنش معنادار جزئی منفی و در کاهش اساسی واکنش منفی معناداری را از طرف بازار داشته است. در روند کاهشی، کاهش اساسی و افزایش اساسی با واکنش منفی جزئی بازار و ادامه روند ثابت با واکنش مثبت مواجه شده اند. نتایج ارزیابی ها شواهدی به دست می دهند مبنی بر اینکه بازار با دنبال کردن روندی خاص، واکنش مثبتی به افزایش صورت گرفته از سوی آن روند نشان می دهد. مادامی که بنگاه از روند قبلی خود منحرف نشود، بازار واکنش غیرمنتظره ای نشان نمی دهد. با توجه به این که واکنش بازار در برابر انحراف مثبت اساسی از روندی منفی، واکنشی منفی بوده است، می توان نتیجه گرفت که خبرهای مثبت، در برابر روند منفی با واکنش مناسبی از جانب بازار روبه رو نمی شود و بازار روند را در این گونه انحرافات دنبال می کند.

مواد و روش ها

روش تحقیق، توصیفی می باشد که با استفاده از رگرسیون ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته سنجیده می شود. در این تحقیق برای جمع آوری داده ها و اطلاعات، از روش کتابخانه ای استفاده خواهد شد. برای نگارش و جمع آوری اطلاعات مورد نیاز بخش مبانی نظری به گونه عمده از مجلات تخصصی داخلی و خارجی، و برای گردآوری داده ها و اطلاعات مورد نیاز عمدتاً از طریق بانک های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران گردآوری می شود. نرم افزار مورد استفاده در این تحقیق Eviews ۱۱ می باشد.

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ می باشد و شرکت

هایی که در نمونه منظور می شوند باید حائز شرایط زیر باشند :

۱. شرکت هایی که بعد از سال ۱۳۹۷ در بورس پذیرفته شده اند
۲. شرکت هایی که طی دوره تحقیق در حالت تعلیق نبوده و یا از بورس خارج نشده اند.

۳. شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ختم می‌شود و یا تغییر سال مالی نداده‌اند.
۴. شرکت‌هایی که جزو واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها) نباشند.
۵. شرکت‌هایی که در طول دوره موردنظر، سهام آن‌ها به طور فعال در بورس معامله شده باشد. با توجه به محدودیتهای فوق ۱۰۷ شرکت به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شد.

فرضیه تحقیق

- ارزشیابی سهام شرکت‌ها بر واکنش سرمایه‌گذاران تاثیرگذار است.

مدل تحقیق

مدل تحقیق در قالب مدل رگرسیونی با توجه به تحقیق یوسف و آجا (۲۰۲۴):

$$CAAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 QTOBIN_{it} + \beta_2 CAPEX_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MTB_{it} + \beta_5 CFO_{it} + \beta_6 OUTSIDE_{it} + \varepsilon_{it}$$

رابطه (۱)

تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

متغیر مستقل:

$QTOBIN_{it}$: ارزشیابی شرکت‌ها: ارزش دفتری دارایی‌ها / (ارزش بازار سهام + ارزش دفتری بدهی‌ها)

متغیر وابسته:

$CAAR_{it}$: واکنش سرمایه‌گذاران: در این تحقیق هدف بررسی واکنش سرمایه‌گذاران در کوتاه مدت می‌باشد. لذا واکنش بورس اوراق بهادار تهران ۱۴ روز قبل و ۱۴ روز بعد از اعلان اخبار مورد بررسی قرار می‌گیرد. و مراحل زیر طی می‌شود:

۱- ابتدا برای تک تک سهام نمونه آماری، بازده برای دوره تخمین از طریق مدل بازار محاسبه می‌گردد.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i RM_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (t = -75, \dots, -15)$$

$R_{i,t}$ = درآمد (بازده) روزانه سهام i در زمان t

$RM_{i,t}$ = شاخص قیمت و بازده نقدی سهم i در زمان t

$$RM_{i,t} = \frac{RM_1 - RM_0}{RM_0}$$

۲- با استفاده از معادله ارتباطی به دست آمده در مرحله اول، بازده مورد انتظار برای دوره واقعه (۱۴ روز قبل و ۱۴ روز بعد از اعلان خبر) محاسبه می‌گردد و سپس با تفاضل بازده واقعی از بازده مورد انتظار، بازده غیرعادی محاسبه می‌شود:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{i,t} \quad t = (-14, \dots, +14)$$

۳- سپس میانگین بازده غیرعادی برای هر خبر در دوره قبل از اعلان، روز اعلان و بعد از اعلان به‌صورت جداگانه برآورد می‌گردد:

$$AAR_{i,t} = (1/N) \sum_i AR_{i,t} \quad N = 14$$

۴- از آنجایی که سهام در معرض انواع متنوعی از اطلاعات قرار دارند و برخی از این اطلاعات موجب بالا رفتن و برخی دیگر موجب پایین آمدن قیمت آن ها می شوند، بنابراین واکنش به واقعه خاص ممکن است با واکنش به سایر اطلاعات خنثی شود. برای بر طرف کردن این مشکل میانگین بازده غیرعادی انباشته برای هر گروه خبری، برای قبل و بعد از اعلان خبر محاسبه می شود

$$CAAR_{i,t} = \sum_i AAR_{i,t} \quad N = 10$$

$CAPEX_{it}$: مخارج سرمایه ای: نسبت مخارج سرمایه ای به کل دارایی های شرکت

$SIZE_{it}$: اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی دارایی های شرکت

MTB_{it} : ارزش بازار به دفتری: ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

CFO_{it} : جریان نقد عملیاتی: نسبت وجوه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی به کل دارایی های شرکت

$OUTSIDE_{it}$: استقلال هیات مدیره: نسبت اعضای موظف به کل اعضای هیات مدیره

ε_{it} : سطح خطای مدل

نتایج و بحث

- آماره میانگین در ارتباط با متغیر کارایی سرمایه گذاری برابر ۰،۱۵۴، در ارتباط با متغیر ارزشیابی شرکت برابر با ۱،۰۹۴۴، در ارتباط با متغیر جریان نقد عملیاتی برابر با ۰،۰۳۰۷، در ارتباط با متغیر اندازه شرکت برابر با ۱۴،۳۵۸، می باشد.

- ضریب چولگی متغیرهای مخارج سرمایه ای و ارزش بازار به دفتری منفی می باشد که این موضوع نشان می دهد توزیع داده های مربوط به این متغیرها دارای چولگی به چپ است. ضریب چولگی سایر متغیرها مثبت می باشد که این موضوع نشان می دهد توزیع داده های این متغیرها دارای چولگی به راست می باشد. ضریب کشیدگی متغیرهای تحقیق نیز نشان می دهند که داده های تحقیق حاضر تا چه اندازه از توزیع متقاون کشیده تر هستند.

جدول ۱- شاخص های مرکزی و پراکندگی هر یک از متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میان	کمترین مقدار	بیشترین مقدار	انحراف استاندارد	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی	تعداد مشاهدات
واکنش سرمایه گذاران	۰،۱۵۴	۰،۱۲۲	-۰،۰۰۴۱	۰،۶۷۵	۰،۱۴۶	۱،۹۴۵	۷،۲۰۷	۵۳۵
ارزشیابی شرکت	۱،۰۹۴۴	۱،۰۷۲	-۰،۱۹۲	۲،۳۷۱	۰،۱۲۳	۰،۰۰۳۲	۲،۸۹۲	۵۳۵
جریان نقد عملیاتی	۰،۰۳۰۷	۰،۰۱۶۳	۰،۰۰۱۱	۰،۱۸۷	۰،۰۳۹۷	۲،۳۵۵	۸،۶۰۲	۵۳۵
مخارج سرمایه ای	۰،۰۵۳۴	۰،۰۵۴	۰،۰۵۰	۰،۳۸۲	۰،۱۴۶	-۰،۶۲۷	۵،۵۹۹	۵۳۵
استقلال هیات مدیره	۰،۶	۰،۶	۰،۴	۰،۸	۰،۴۵	۳،۱۵۴	۱۴،۶۶۶	۵۳۵
ارزش بازار به دفتری	۱،۶۳	۱،۶۸	۱،۱۲	۲،۰۸۷	۰،۲۲۴	-۰،۴۴۴	۲،۶۰۴	۵۳۵
اندازه شرکت	۱۴،۱۲۴	۱۴،۰۹۹	۱۰،۰۰۱	۱۹،۳۵۸	۰،۰۸۴	۰،۸۷۴	۲،۹۹۷	۵۳۵

ماخذ: یافته های پژوهش

آزمون ناهمسانی واریانس

جدول ۲- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

نتیجه	مقایسه با ۵ درصد	سطح معنی داری	آماره F
همسان بودن واریانس جملات باقیمانده	بزرگتر	۰/۰۹۱۶	۰/۶۴۱۳۲۵

ماخذ: یافته های پژوهش

با توجه به جدول فوق همانطور که ملاحظه می گردد پیش فرض همسان نبودن واریانس جملات باقیمانده تایید نمی شود. زیرا سطح معنی داری آماره F آزمون آرچ در ارتباط با باقیمانده مدل های تحقیق بزرگتر از ۵ درصد است. بنابراین واریانس باقیمانده ها همسان است.

آزمون F لیمر و هاسمن

در این مرحله آزمون یافته های حاصل از آزمون لیمر به منظور تعیین شیوه برآورد مدل های تحقیق گزارش می شود. یافته های حاصل از اجرای این آزمون به شرح جدول ۳- می باشد.

جدول ۳- یافته های حاصل از آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

مدل/آزمون	
آماره F آزمون لیمر	۴/۹۲۵۱۸۷
سطح معنی داری	*۰,۰۰۰۵
مقایسه با ۵ درصد	کوچکتر
نتیجه (روش برآورد مدل)	پانل (ترکیبی)
آماره Chi-Sq آزمون هاسمن	۵/۱۹۸۷۴۵
سطح معنی داری	*۰,۰۰۳۲
مقایسه با ۵ درصد	کوچکتر
نتیجه آزمون هاسمن (روش برآورد مدل)	اثرات ثابت
نتیجه نهایی (روش نهایی برآورد مدلهای تحقیق)	پانل-اثرات ثابت

ماخذ: یافته های پژوهش

با توجه به جدول فوق همانطور که ملاحظه می گردد :

-سطح معنی داری آماره F آزمون لیمر در ارتباط با مدل تحقیق برابر با ۰,۰۰۰۵ است که این مقدار کوچکتر از ۵ درصد است. بنابراین روش منتخب به منظور برآورد مدل تحقیق، از میان روشهای پولد (تلفیقی) و پانل (ترکیبی)، روش پانل

(ترکیبی) می باشد. از سوی دیگر سطح معنی داری آماره Chi-Sq آزمون هاسمن در ارتباط با مدل تحقیق برابر با ۰,۰۰۳۲ است که این مقدار کمتر از ۵ درصد است. بنابراین مدل رگرسیون تحقیق به منظور آزمون فرضیه های تحقیق باید به شیوه پانل - اثرات ثابت مورد برآورد قرار گیرد.

برآورد مدل به منظور آزمون مدل رگرسیون

در این مرحله مدل فرضیه ها به روش پانل-اثرات ثابت و شیوه حداقل مربعات معمولی (OLS) مورد برآورد قرار می گیرد. یافته های حاصل از برآورد این مدل در ادامه ارائه می گردد.

جدول ۵- آزمون رگرسیون و معناداری مدل فرضیه های تحقیق

نتیجه	مقایسه با ۵ درصد	سطح معنی داری	T آماره	انحراف استاندارد	ضرایب متغیرها	متغیر
		۰/۱۰۵۲	۱/۰۶۹	۱/۲۱۹	۱/۳۰۴	عرض از مبدا
تأثیر دارد	کوچکتر	۰/۰۳۶۲	۳/۲۹۱	۰/۱۶۸	۰/۵۵۳	ارزشیابی شرکتها
تأثیر دارد	کوچکتر	۰/۰۳۸۴	۳/۱۲۷	۰/۱۷۳	۰/۵۴۱	مخارج سرمایه ای
تأثیر دارد	کوچکتر	۰/۰۰۰۵	۷/۷۶۷	۰/۶۶۲	۵/۱۴۲	اندازه شرکت
تأثیر دارد	کوچکتر	۰/۰۱۷۴	۵/۷۴۸	۰/۱۳۰	۰/۷۵۳	ارزش بازار به دفتری
تأثیر دارد	کوچکتر	۰/۰۰۰۹	۷/۳۱۱	۰/۰۶۱	۰/۴۴۶	جریان نقد عملیاتی
تأثیر دارد	کوچکتر	۰/۰۰۲۵	۵/۲۵۱	۰/۰۷۳	۰/۴۰۳	استقلال هیات مدیره
پیش فرض استقلال خطاها از یکدیگر پذیرفته می شود زیرا آماره دوربین واتسون بین ۱,۵ تا ۲,۵ قرار دارد.					۱,۸	آماره دوربین واتسون
۷۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای توضیحی (مستقل و کنترلی) که معنادار هستند بیان می شود.					۰,۷۸	ضریب تعیین مدل
در این سطح معنی داری مدل پذیرفته می شود					۳۲/۵۵۸۹۴	آماره فیشر
پیش فرض معنی دار بودن مدل تایید می شود. یعنی مدل خطی است زیرا سطح معنی داری آماره فیشر کمتر از ۵ درصد می باشد.					۰,۰۰۰	سطح معنی داری مدل

ماخذ: یافته های پژوهش

فرضیه تحقیق:

ضریب برآوردی متغیر ارزشیابی شرکت در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان ارزشیابی شرکت و واکنش سرمایه‌گذاران در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H_0 رد و فرض H_1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ ارزشیابی سهام شرکت‌ها بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است.

متغیرهای کنترلی:

ضریب برآوردی متغیر مخارج سرمایه‌ای در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان مخارج سرمایه‌ای و واکنش سرمایه‌گذاران در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H_0 رد و فرض H_1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ مخارج سرمایه‌ای بر واکنش سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است.

ضریب برآوردی متغیر اندازه شرکت در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان اندازه شرکت و واکنش سرمایه‌گذاران در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H_0 رد و فرض H_1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ اندازه شرکت بر واکنش سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است.

ضریب برآوردی متغیر ارزش بازار به دفتری در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان ارزش بازار به دفتری و واکنش سرمایه‌گذاران در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H_0 رد و فرض H_1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ ارزش بازار به دفتری بر واکنش سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است.

ضریب برآوردی متغیر جریان نقد عملیاتی در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان جریان نقد عملیاتی و واکنش سرمایه‌گذاران در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H_0 رد و فرض H_1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ جریان نقد عملیاتی بر واکنش سرمایه‌گذاران سرمایه در بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است.

ضریب برآوردی متغیر استقلال هیات مدیره در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان استقلال هیات مدیره و واکنش سرمایه‌گذاران در سطح خطای ۰,۰۵ است. زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر مستقل تحقیق، کمتر از ۰,۰۵ بدست آمده است. لذا فرض H_0 رد و فرض H_1 تأیید می‌شود. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ استقلال هیات مدیره بر واکنش سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران تأثیرگذار است.

بحث و نتیجه گیری

مسائل مالی رفتاری یکی از مطالعاتی است که در این زمینه به سرعت گسترش یافته است و به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عکس‌العمل آن‌ها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تأکید آن بیشتر به تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری می‌باشد. 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، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال زا و آربیتراژ گران منطقی قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام معامله‌گرهای اختلال زای بیشتر و یا معامله‌گرهای منطقی کم‌تری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیر است. موضوع 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 رفتاری پر ریسک و پرهزینه است. هدف این پژوهش واکنش سرمایه‌گذاران به ارزشیابی شرکت‌ها در بازار سرمایه ایران بوده است. قلمرو مکانی این پژوهش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۹۷ تا ۱۴۰۱ بوده است. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۰۷ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. به منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع‌آوری‌شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده‌ها ابتدا پیش‌آزمون‌های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جاک - برا و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تأیید و رد فرضیه‌های پژوهش (نرم‌افزار ایویوز) استفاده گردیده است. نتایج تحقیق نشان داد ارزشیابی شرکت‌ها منجر به واکنش مثبت سرمایه‌گذاران می‌شود. به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود جهت افزایش بازده بازار به پاداش ریسک توجه نمایند و با اقدامات لازم زمینه را برای افزایش دید مثبت سرمایه‌گذاران نسبت به آینده شرکت فراهم سازند تا از این طریق بازده بازار افزایش یابد. یکی از عواملی که باعث می‌شود بیش سرمایه‌گذاری در شرکتی صورت گیرد، موضوع گرایش رفتاری سرمایه‌گذاران و یا به صورت دیگر خوش بینی سرمایه‌گذاران نسبت به آینده شرکت می‌باشد که این موضوع باید مورد توجه تصمیم‌گیرندگان باشد و اگر سرمایه‌گذاران شرکتی نسبت به آینده شرکتی خوش بین نباشند یا به نحوی از گرایش احساسی پایینی برخوردار باشند، باید سرمایه‌گذاری در آن شرکت با احتیاط بیشتری صورت گیرد. می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار به گرایش احساسی سرمایه‌گذاران توجه نمایند؛ زیرا دید سرمایه‌گذاران نسبت به آینده شرکت‌ها می‌تواند نقش مثبتی بر نرخ رشد سود شرکت داشته باشد و از این طریق بازده سهام شرکت‌ها افزایش یابد.

منابع

۱. ستایش، محمد و شمس‌الدینی، کاظم. (۱۳۶۵) بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت‌های حسابداری. دوره ۸، شماره ۱، صص ۱۰۳-۱۲۵.
۲. سینایی، حسنعلی و صدقی رودسری، محمدعلی. (۱۳۸۹). بررسی عکس‌العمل سرمایه‌گذاران به عملکرد مالی شرکت‌ها. پژوهشنامه مدیریت اجرایی. دوره ۱۰، شماره ۱، صص ۵۳-۷۴.
۳. شهرآبادی، ابوالفضل و یوسفی، راحله. (۱۳۸۶). مقدمه‌ای بر مالیه رفتاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار. شماره ۶۹، صص ۲۴-۳۳.
۴. عرب مازار، مهدی و طالبان، رکسانا. (۱۳۸۷). بررسی درجه اهمیت عوامل موثر بر رفتار سرمایه‌گذاران سهام عادی در تالار بورس اوراق بهادار مشهد و مقایسه تطبیقی آن با رفتار سرمایه‌گذاران در تالار بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد دانشگاه الزهرا.
۵. کیائی، محمد و مختاریان، امید. (۱۳۹۲). بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه تربیت مدرس.
۶. قالیباف اصل، حسن و نادری، معصومه. (۱۳۸۵). بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق. تحقیقات مالی. سال ۸، شماره ۲۱، صص ۹۷-۱۱۲.
۷. قائمی، محمدحسین و طوسی، سعید. (۱۳۸۵). بررسی عوامل موثر بر بازده سهم عادی شرکت‌ها. پیام مدیریت. شماره ۱۷، صص ۱۵۹-۱۷۵.

۸. یوسفی، محمد حسین و شکوهی زاده، محمد. (۱۳۹۲). بررسی معیارهای مالی موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری. شماره ۸. صص ۱۵۱-۱۷۱

9. Acharya, V.V., Almeida, H. and Campello, M., (2007). Is cash negative debt? A hedging perspective on corporate financial policies. *Journal of Financial Intermediation*, vol 16. No 4pp.515-554.
10. Afrajir, P. (2016). Aggregate investment and investor sentiment. *Review of financial studies*. forthcoming
11. Anthony, R.N., (1973). Accounting for Cost of Equity. *Harvard Business Review*, vol 51. No 6, pp.88-102.
12. Baker, M. and Wurgler, J., (2007). Investor sentiment in the stock market. *The Journal of Economic Perspectives*, vol 21. No 2, pp.129-151.
13. Barth, M. and Landsman, W., (2009). Cost of capital and the quality of financial statement information. Working Paper, Stanford University and the University of North Carolina.
14. Bandopadhyaya, A. and Jones, A. (2006). Measuring investor sentiment in equity markets. *Journal of Asset Management*, vol 7, (3-4), pp.208-215