

بررسی واکنش بازده سهام بانکها به گرایشات احساسی سرمایه گذاران طی پاندمی کرونا

نجمه کارگر کامور^۱، زهرا سردشتی^۲

^۱ استادیار گروه مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد رودهن، تهران، ایران

^۲ کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد رودهن، تهران، ایران

چکیده

هدف این تحقیق بررسی واکنش بازده سهام بانکها به گرایشات احساسی سرمایه گذاران طی پاندمی کرونا بوده است. قلمرو مکانی این تحقیق بانکها و موسسات مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سالهای بین ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ بوده است. تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد، چنانچه طبقه بندی انواع تحقیقات بر اساس ماهیت و روش را مدنظر قرار گیرد، روش تحقیق حاضر از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی قرار داشته و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات علت معلولی محسوب می گردد. در این پژوهش برای جمع آوری داده ها و اطلاعات، از روش کتابخانه ای استفاده شد. در بخش داده های پژوهش از طریق جمع آوری داده های شرکت های نمونه با مراجعه به صورت های مالی، یادداشت های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام پذیرفت. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۷ بانک به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور توصیف و تلخیص داده های جمع آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده ها ابتدا پیش آزمون های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جاک - برا و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تایید و رد فرضیه های تحقیق (نرم افزار ایویوز) استفاده گردیده است. نتیجه آزمون فرضیه تحقیق نشان داد گرایشات احساسی سرمایه گذاران طی پاندمی کرونا بر بازده سهام بانکها تاثیرگذار است.

واژه های کلیدی: واکنش بازده سهام، گرایشات احساسی سرمایه گذاران، پاندمی کرونا

مقدمه

مطالعات روی اثرات اقتصادی بیماری‌های عفونی جدید نیستند. برای مثال، مطالعات قبلی اثرات منفی بیماری سارس و آنفلوآنزای مرغی را بر بازارهای سهام کشورهای مختلف بررسی کرده‌اند (یانگ و همکاران^۱، ۲۰۱۰). با این حال، بیماری همه‌گیر کرونا از زمان شیوع بزرگ آنفلوآنزای ۱۹۱۸ (آنفلوآنزای اسپانیایی) در سراسر جهان تاثیر بسیار بیشتری نسبت به سایر ویروس‌ها داشته‌است. بیماری همه‌گیر کرونا اقتصادهای بسیاری را به یک توقف کامل رساند. این امر باعث شد تا مردم مشاغل، شرکت‌ها متحمل ضررهای قابل توجهی شوند و دولت‌ها هزینه‌های مراقبت بهداشتی خود را برای مبارزه با این بیماری همه‌گیر افزایش دهند. بخش مالی یکی از بیشترین بخش‌ها به ویژه بازارهای سهام بود. بازارهای سهام در سراسر جهان از زمان شیوع این بیماری همه‌گیر خسارت‌های قابل توجهی را متحمل شده‌اند (فرزا و همکاران^۲، ۲۰۲۱). این ارقام "در راس" داکس آلمان قرار داشتند که درصد از آن‌ها از دست رفته بودند. به طور کلی، ضرر بازار سهام جهانی در سه‌ماهه اول سال ۲۰ به ۲۰ تریلیون دلار رسید. به طور مشابه، سایر مبادلات سهام در سراسر جهان تحت تاثیر قرار گرفتند (ژانگ و همکاران^۳، ۲۰۲۱؛ کاربت و همکاران^۴، ۲۰۲۱؛ زو^۵، ۲۰۲۱). مطالعات قبلی نشان داد که بیماری همه‌گیر کرونا تاثیر منفی بر بخش بانکی داشته‌است. با این حال، در حالی که به نظر می‌رسد بانک‌های اسلامی در معرض خطرات بیشتری قرار دارند، آن‌ها بهتر از بانک‌های معمولی عمل کردند (موسی و همکاران^۶، ۲۰۲۰؛ الناس و همکاران^۷، ۲۰۲۱؛ دانیسمن و همکاران^۸، ۲۰۲۱).

بحث شده‌است که توسعه و در دسترس بودن انواع مختلف تحویل خبر تاثیر قابل توجهی بر ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده بازار دارد (لوی^۹، ۲۰۱۰؛ سان و همکاران^{۱۰}، ۲۰۲۱). ثابت شده‌است که احساسات سرمایه‌گذار به دلیل قیمت‌گذاری نادرست سود می‌تواند موجب قیمت‌گذاری نادرست سهام شود (چیمه و همکاران^{۱۱}، ۲۰۲۰؛ نسیم و همکاران^{۱۲}، ۲۰۲۱). به این دلیل است که بدبینی رسانه‌ای باعث کاهش قیمت بازار می‌شود (نسیم و همکاران^{۱۳}، ۲۰۲۱). بسیاری از مطالعات تاثیر قوی احساسات بر قیمت‌گذاری دارایی در چندین کشور را مستندسازی کرده‌اند. ارتباط احساسی به بازارهای دارایی به این بستگی دارد که آیا احساسات مثبت است یا منفی. سان و همکاران^{۱۴} (۲۰۲۱) تاثیر احساسات سرمایه‌گذار را بر بازده سهام شرکت‌های چینی بررسی کردند. آن‌ها یک رابطه مثبت قوی و پایدار بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده سهام در صنایع مختلف پیدا کردند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که احساسات سرمایه‌گذار قدرت پیش‌بینی بیشتری نسبت به دیگر شاخص‌های احساسات در طی بیماری همه‌گیر کرونا دارد (زو و ژو^{۱۴}، ۲۰۱۸). از سوی دیگر، کلینگ و گائو^{۱۵} (۲۰۰۸) دریافتند که احساسات سرمایه‌گذار بازده سهام را در بازار سهام چین پیش‌بینی نمی‌کند. بیشتر مطالعات مرتبط ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذار و قیمت دارایی

¹Yang et al

²Ferza et al

³Zhang et al

⁴Karbet et al

⁵Xu

⁶Mousa et al

⁷Alnas et al

⁸Danisman et al

⁹Loui

¹⁰San et al

¹¹Chim et al

¹²Nasim et al

¹³San et al

¹⁴Xu & Zou

¹⁵Kling & Gao

را پیدا کردند که نشان می‌داد چگونه سرمایه‌گذاران اخبار را پردازش می‌کنند و با تنظیم موقعیت تجاری خود واکنش نشان می‌دهند.

آنچه که مشخص است این است که عوامل بی‌شماری می‌تواند بر بازده و نوسانات قیمت سهام شرکتها اثر گذار باشد. عواملی چون ریسک، نسبت فعالیت، اندازه شرکت، بازده بازار و عوامل متعدد دیگر. یکی از این عوامل، گرایش رفتار سرمایه‌گذاران است که به نظر می‌رسد کمتر مورد بحث قرار گرفته است. در حقیقت آنچه که ما به دنبال آن هستیم، پاسخ به سوال زیر است:

واکنش بازده سهام بانکها به گرایش احساسی سرمایه‌گذاران طی پاندمی کرونا چگونه است؟

به نظر می‌رسد پاسخ به این سوال می‌تواند برای سرمایه‌گذاران، سهامداران و مدیران موظف و غیرموظف و تلاش آنها در جهت جذب سرمایه‌گذاری بسیار موثر باشد.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

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 تاکید آن بیشتر به تاثیر 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، ۱۳۹۷).

در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال‌زا و آربیتراژگران منطقی قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام معامله‌گرهای اختلال‌زای بیشتر و یا معامله‌گرهای منطقی کم‌تری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیر است. موضوع مالی رفتاری، بیانگر دو فرض اساسی است: اولین فرض این است که سرمایه‌گذاران تحت تاثیر 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 پریسک 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 (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۹۶). آلباتی و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی واکنش بازده سهام بانکها به گرایش احساسی سرمایه‌گذاران طی پاندمی کرونا پرداختند. براساس داده‌های ماهانه کشورهای خاورمیانه و شمال آفریقا از فوریه ۲۰۲۰ تا جولای ۲۰۲۱، از تخمین اثر ثابت خطای استاندارد خوشه‌ای بر بازده سهام بانک اسلامی و متعارف استفاده شد. با استفاده از داده‌های ۲۱ بانک نتایج حاکی از آن است گرایش احساسی سرمایه‌گذاران طی پاندمی کرونا بر واکنش بازده سهام بانکها تاثیرگذار است. افراجیر (۲۰۲۱) به بررسی ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، بازده سهام و نوسان‌پذیری قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اروپا پرداخت. در راستای دستیابی به هدف مذکور تعداد ۳۴۱ شرکت از بین جامعه آماری که اطلاعات مورد نیاز برای دوره ۹ ساله تحقیق (۲۰۱۲-۲۰۲۰) در خصوص آن‌ها قابل دسترسی بود، انتخاب شد. طبق تحقیقات انجام شده نتایج پژوهش حاکی از آن بود که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران ارتباط معنادار با بازده سهام شرکتها و همچنین نوسان‌پذیری قیمت سهام دارد. جرارد و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی تاثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین جریان نقدی، اقلام تعهدی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اسپانیا پرداختند. در راستای دستیابی به هدف مذکور

تعداد ۱۰۰ شرکت از بین جامعه آماری که اطلاعات مورد نیاز برای دوره ۵ ساله تحقیق (۲۰۱۳-۲۰۱۸) در خصوص آن ها قابل دسترسی بود، انتخاب شد. نتایج نشان داد که بین بازده سهام و جریان نقدی و اقلام تعهدی همبستگی قوی و منفی وجود دارد و همچنین زمانیکه گرایش احساسی بالا باشد، سرمایه گذاران نسبت به چشم انداز آینده شرکت‌هایی که دچار بحران مالی هستند خوشبین هستند. در مقابل زمانیکه گرایش احساسی پایین باشد سرمایه گذاران بسیار بدبین هستند در نتیجه که استراتژی های بر مبنای اقلام تعهدی (جریان نقدی آزاد) بطور قابل توجهی در دوره ای که گرایش احساسی بالاست قوی (ضعیف) عمل می کنند و در دوره ای که گرایش احساسی پایین است ضعیف (قوی) عمل می کنند. بنابراین انتظار می رود اقلام تعهدی که نمای مثبتی در شرکت‌هایی که دچار بحران مالی هستند دارند به ارزیابی کیفیت سود می پردازند و از سرمایه گذاران در طول دوره آشفستگی حفاظت می کنند. آیگور و تاس (۲۰۱۹) به بررسی تاثیر گرایش احساسی سرمایه گذار بر بازده و نوسان پذیری شرطی بازارهای بین المللی سهام هندوستان پرداختند. در راستای دستیابی به هدف مذکور تعداد ۹۸ شرکت از بین جامعه آماری که اطلاعات مورد نیاز برای دوره ۱۰ ساله تحقیق (۲۰۰۸-۲۰۱۷) در خصوص آن ها قابل دسترسی بود، انتخاب شد. یکی از مهمترین مباحث مالی رفتاری این است که احتمال می رود برخی ویژگی های قیمت دارایی ها با توجه به انحرافات حاصل از ارزشهای بنیادی ارائه شده باشد و از طریق مداخله معامله گران آشوب گر بوجود می آید. هدف اصلی این پژوهش ارائه مدلی است که به ارزیابی بازده و نوسان پذیری شرطی شاخص های بازار سهام با توجه به تغییرات در گرایش احساسی سرمایه گذار از طریق ارزیابی تاثیرات شوک تقاضای معامله گران آشوب گر بر بازده و نوسان پذیری بپردازد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که زمانیکه گرایش احساسی سرمایه گذار در سطح بالا قرار دارد شوک های درآمدی تاثیر معناداری بر نوسان پذیری شرطی و بازده می گذارد. سایم و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تاثیر گرایش احساسی سرمایه گذار بر بازده و نوسان پذیری سهام در صنعت خاص در آمریکا پرداختند. در راستای دستیابی به هدف مذکور تعداد ۱۱۰ شرکت از بین جامعه آماری که اطلاعات مورد نیاز برای دوره ۵ ساله تحقیق (۲۰۱۱-۲۰۱۵) در خصوص آن ها قابل دسترسی بود، انتخاب شد. صنایع مورد استفاده در این پژوهش صنایع اتومبیل سازی، مالی، غذایی، سوخت و برق و گاز می باشد. شاخص انجمن سرمایه گذاران آمریکا بعنوان شاخص گرایش احساسی سرمایه گذار در آمریکا مورد استفاده قرار گرفته است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که گرایش احساسی سرمایه گذار تاثیر با اهمیت و معناداری بر بازده و نوسان پذیری سهام در کلیه صنایع دارد. همچنین سرمایه گذاران تمایل دارند تا بازده سهام را در این صنایع افزایش دهند از طرفی در صنایع اتومبیل سازی و مالی، گرایش احساسی سرمایه گذار تاثیر منفی معنادار و بااهمیتی بر نوسان پذیری دارد. باقری و صدیقی (۱۴۰۲) به بررسی ارتباط احساسات سرمایه گذار، اعتبار تجاری و بازده سهام پرداختند. احساسات سرمایه گذاران براساس شاخصی که ترکیبی از قدرت نسبی، خط روان شناسی، حجم معاملات و نرخ تعدیل شده گردش سهام اندازه گیری شده است. برای این منظور داده های ۱۳۰ شرکت به صورت ماهانه برای دوره ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ (۱۰۹۲۰ ماه-شرکت) جمع آوری شد. نتایج به دست آمده، از این دیدگاه حمایت می کند که ریسک اعتباری با بازده آتی سهام رابطه منفی دارد. به همین ترتیب مشاهده شد که احساسات سرمایه گذاران در سهام سفته بازی به طور میانگین بیشتر از سهام سرمایه گذاری است؛ همچنین نتایج حاصل از تحلیل تک متغیره براساس رگرسیون کوانتایل نشان دهنده آن بود که در تمامی کوانتایل ها بین رتبه اعتباری و احساسات سرمایه گذاران رابطه منفی وجود دارد ایزدی و لطفی (۱۴۰۱) به بررسی ارتباط بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و کارایی سرمایه گذاری بر اساس روش تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. کارایی سرمایه گذاری به صورت مفهومی، به معنی پذیرش پروژه هایی با ارزش فعلی خالص مثبت است و منظور از ناکارایی سرمایه گذاری، گذر از این

فرصتهای سرمایه گذاری (سرمایه گذاری کمتر از حد) و یا انتخاب پروژه هایی با خالص ارزش فعلی منفی (سرمایه گذاری بیش از حد) است. با بهره مندی از روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک و با اعمال شرایط انتخاب نمونه، تعداد ۱۵۴ نمونه برای دوره زمانی زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۰ انتخاب شد. برای آزمون فرضیه های پژوهش از روش رگرسیون لجستیک استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان میدهد گرایش های احساسی سرمایه گذاران با سرمایه گذاری بیش از حد ارتباط مثبت دارد و با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکتهای ارتباط منفی دارد. همچنین تامین مالی از طریق اعتبار با سرمایه گذاری بیش از حد ارتباط مثبت دارد و با سرمایه گذاری کمتر از حد شرکتهای ارتباط منفی دارد. نهایتاً گرایش احساسی سرمایه گذاری از طریق تامین اعتبار تأثیری بر کم یا بیش سرمایه گذاری ندارد. رستمی و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران و نوسانات سود بر قیمت سهام شرکت ها پرداختند. به همین منظور با استفاده از داده های ۹۵ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵، تأثیر شاخص گرایش احساسی سرمایه گذاران و نوسانات سود بر نرخ رشد سودهای مورد انتظار و نرخ بازده مورد نیاز، با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان داد که گرایش احساسی سرمایه گذاران بر نرخ رشد سودهای مورد انتظار و نرخ بازده مورد نیاز آتی تأثیر می گذارد. متغیر نوسانات سود هم به عنوان عامل عدم اطمینان اطلاعاتی، دارای اثر تعدیل کنندگی نمی باشد و بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام تأثیر نمی گذارد. آذربویه (۱۳۹۹) به بررسی منشأ رفتار احساسی سرمایه گذاران و تأثیرات آن بر بازار بورس پرداخت. در تئوری مالی سنتی فرض بر این است که سرمایه گذاران رفتار عقلایی دارند و با در دسترس داشتن منابع اطلاعاتی به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت مورد انتظار اند در حالی که دیدگاه مالی رفتاری حاکی از آن است که رفتار سرمایه گذاران، در گرو قضاوت ها، گرایش های احساسی و منابع اطلاعاتی غیر رسمی قرار می گیرد. همچنین مطالعات بسیاری نشانگر آن اند که رفتار احساسی سرمایه گذاران بر بازار بورس تأثیر گذار است. در پژوهش پیش رو، با مرور نظام مند مطالعات پیشین، تعداد ۴۵ مقاله و پژوهش بر اساس سه معیار ثبت در نشریات معتبر، ثبت یافته های مورد انتظار و کامل بودن پژوهش مورد مطالعه و بررسی قرار گرفته اند. جستجوی نظام مند مطالعات پیشین حاکی از آن است که گروه های فرهنگی، گروه های مؤثر در بازار سهام (شفافیت، کارآیی، گروه های پیشرو و...) و گروه های مؤثر در موسسات مالی بر رفتار احساسی سرمایه گذاران مؤثر اند. همچنین رفتار و گرایش احساسی سرمایه گذاران منجر به تغییر بازدهی های سری زمانی، مشوش شدن جو بازار و بی نظمی بازار، تغییر در الگوهای قیمت گذاری و قیمت سهام و کاهش سطح اعتماد به منابع خبرگزاری رسمی می شود. رستمی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی اهمیت نسبی عوامل صرف ریسک و گرایش احساسی سرمایه گذاران در تبیین انحرافات قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام شرکت ها پرداختند. به همین منظور با استفاده از داده های ۹۵ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵، تأثیر شاخص گرایش احساسی سرمایه گذاران و عوامل صرف ریسک در تبیین انحرافات قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام، با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان داد که انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام می تواند با هردو 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 تأثیر معناداری بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شرکت ها ندارد. زارعی و دارابی (۱۳۹۷) به بررسی تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر افشای اختیاری در شرکت های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران پرداختند. این پژوهش از نوع علی، پس رویدادی و کاربردی است. نتایج آزمون فرضیه ها در ۷۲ شرکت نشان داد که بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما با دستبندی گرایش های احساسی به

گرایش‌های احساسی بالا و پایین، رابطه معناداری بین آن‌ها و افشای اختیاری یافت نشده است. همچنین از میان متغیرهای کنترلی، بین رشد اقتصادی، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با افشاء اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ همچنین بین زیانده بودن شرکت‌ها و افشاء اختیاری رابطه منفی و معناداری یافت شده است. شمس‌الدینی و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر متغیرهای رفتاری اطمینان‌بیش از حد مدیریت، رفتار توده‌وار و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام پرداختند. بدین منظور با استفاده از داده‌های مربوط به ۷۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره هفت‌ساله ۱۳۹۴-۱۳۸۸، شاخص اطمینان‌بیش 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 اطمینان‌بیش 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. علاوه‌براین، متغیر نرخ بازده دارایی‌ها ارتباط مثبت و نرخ بازده فروش ارتباط منفی با قیمت سهام دارد. بین دو متغیر نسبت سرمایه در گردش به دارایی‌ها و نرخ رشد دارایی‌ها با قیمت سهام، رابطه‌ی معناداری یافت نشد. 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. سینایی و صدقی (۱۳۸۹) به بررسی عکس‌العمل سرمایه‌گذاران به عملکرد مالی شرکت‌ها پرداختند. پژوهشگرانی که تصمیمات مدیران موسسات سرمایه‌گذاری و رفتار معامله‌کنندگان اوراق بهادار را با رویکرد تئوری مالی - رفتاری مورد بررسی قرار داده‌اند، به این نتیجه رسیده‌اند که این مدیران و سرمایه‌گذاران معمولاً به عملکرد مالی گذشته شرکت‌ها عکس‌العمل بیش از اندازه نشان می‌دهند و در تصمیمات خود دچار اشتباه می‌

شوند. تحقیق حاضر با روش تشکیل پرتفوی های برنده و بازنده، موضوع یاد شده را در سه مرحله بررسی می کند. در مرحله اول، آزمون بدون کنترل اثر متغیرهای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (B/M) و ریسک سیستماتیک شرکت (b) و در مرحله دوم با کنترل این دو متغیر صورت گرفته است. و در نهایت ارتباط حرکت سریع بازده و بازگشت آن را برای پرتفوی برنده مورد آزمون قرار داده است. دوره زمانی تحقیق از سال ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۶ است. جامعه آماری تحقیق، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای تجزیه و تحلیل داده ها از آزمون آماری t استیودنت استفاده شده است. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که مدیران نهادهای سرمایه گذاری و سرمایه گذاران انفرادی در تصمیمات خود نسبت به چهار متغیر فروش، سود، جریان نقدی، بازده حساسیت توجه بیش از اندازه نشان می دهند و هم چنین در مورد سه متغیر اثرات حرکت سریع بازده آن ها به وسیله بازگشت بازده در بلندمدت اصلاح می شود؛ ولی برای متغیر جریان نقدی این گونه نیست. دموری و همکاران (۱۳۸۷) به بررسی عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. پژوهشگرانی که عکس العمل بیش از اندازه سهامداران را مورد بررسی قرار داده اند، به این نتیجه رسیده اند که سرمایه گذاران به عملکرد مالی گذشته شرکت ها عکس العمل بیش از اندازه نشان می دهند. سرمایه گذاران، سهام های با عملکرد گذشته خوب را بالاتر از ارزش ذاتی شان و سهام های با عملکرد مالی گذشته ضعیف را پایین تر از ارزش ذاتی شان ارزش گذاری می کنند. بعد از مدتی وقتی سرمایه گذاران تشخیص دهند که انتظارات قبلی آنها صحیح نبوده است، قیمت سهام به ارزش ذاتی و واقعی خود باز می گردد. تحقیق حاضر به بررسی عکس العمل بیش از اندازه سهامداران بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. این بررسی در مرحله اول بدون کنترل اثر متغیرهای «نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام» و «اندازه شرکت» و در مرحله دوم با کنترل «نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام» و «اندازه شرکت»، به عنوان معیارهای ریسک صورت گرفته است. دوره زمانی تحقیق هشت ساله از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۵ می باشد. جامعه آماری تحقیق، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش تحقیق آزمون پرتفولیو می باشد. تجزیه و تحلیل نتایج از طریق آزمون آماری t استیودنت صورت گرفته است. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به متغیرهای سود قبل از ارقام غیر مترقبه، فروش و بازده سهام، عکس العمل بیش از اندازه نشان می دهند ولی نسبت به متغیر جریان نقدی، عکس العمل بیش از اندازه نشان نمی دهند. اسلامی و شهریاری (۱۳۸۶) به بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۴ پرداختند. در این تحقیق وجود رفتار توده وار مشارکت کنندگان در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است. شواهد اولیه حکایت از آن دارند که سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران جهت تعیین ارزش سهام، کمتر از روش های کمی استفاده می نمایند و قضاوت های ایشان بیشتر مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی، شایعات و پیروی کورکورانه از عده معدودی از افراد به عنوان مشارکت کنندگان پیشرو در بازار سرمایه است. این راستا، با استفاده از دو مدل به بررسی این رفتار در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته خواهد شد. بدین منظور انحراف بازده سهام شرکت ها از بازده بازار در فواصل زمانی روزانه، هفتگی و ماهانه، در کل توزیع بازده بازار و نیز در خلال دوره های نوسانات افزایشی یا کاهشی بازار مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. یافته های این تحقیق حاکی از آن است که رفتار توده وار در دوران رونق بازار در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد، ولی شواهدی از توده واری در زمان رکود بازار با استفاده از داده های روزانه بازده یافت شد. به بیان دیگر، در بورس اوراق بهادار تهران، انحراف بازده سهام شرکت ها از بازده بازار در خلال دوره هایی که تغییرات شاخص قیمت و بازده نقدی مثبت می باشد، به مراتب

بیشتر و قابل تامل تر از زمانی است که تغییرات شاخص منفی است. این مساله نشان دهنده تشابه رفتار بازده سهام شرکت ها با رفتار بازار در دوران رکود بازار می باشد. نکته دیگر آنکه با استفاده از داده های هفتگی و ماهانه به شواهدی از توده واری دست نیافتیم، که این مساله می تواند تأکیدی بر کوتاه مدت بودن پدیده توده واری باشد.

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 پژوهش 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. جامعه آماری این تحقیق کلیه بانک و موسسات مالی و اعتباری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار از سال ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ می باشد و بانک هایی که در نمونه منظور می شوند باید حائز شرایط زیر باشند:

۱. بانکها و موسساتی که بعد از سال ۱۳۹۴ در بورس پذیرفته شده اند.
 ۲. بانکها و موسساتی که طی دوره تحقیق در حالت تعلیق نبوده و یا از بورس خارج نشده اند.
 ۳. بانکها و موسساتی که سال مالی آنها به ۲۹ اسفند ختم می شود و یا تغییر سال مالی نداده اند.
 ۴. بانکها و موسساتی که در طول دوره مورد نظر، سهام آنها به طور فعال در بورس معامله شده باشد.
- با توجه به محدودیتهای فوق ۱۷ بانک به عنوان نمونه آماری انتخاب شد.

فرضیه تحقیق

گرایشات احساسی سرمایه گذاران طی پاندمی کرونا بر بازده سهام بانکها تاثیرگذار است.

مدل تحقیق

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 Sent_{it} + \beta_2 EBITDA/TA_{it} + \beta_3 M/B_{it} + \beta_4 D/A_{it} + \beta_5 Netincome/MarketCap_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \varepsilon_{it}$$

R_{it} : واکنش بازده سهام

$Sent_{it}$: گرایشات احساسی سرمایه گذاران

$EBITDA/TA_{it}$: سودآوری

M/B_{it} : ارزش بازار به دفتری

D/A_{it} : نسبت بدهی

$Netincome/MarketCap_{it}$: بازده حقوق صاحبان سهام

$SIZE_{it}$: اندازه بانک

ε_{it} : سطح خطا (منبع: الباتی و همکاران، ۲۰۲۲).

تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

متغیر وابسته:

واکنش بازده سهام:

در این تحقیق هدف بررسی واکنش سرمایه گذاران در کوتاه مدت می باشد. لذا واکنش بورس اوراق بهادار تهران ۱۴ روز قبل و ۱۴ روز بعد از اعلان اخبار مورد بررسی قرار می گیرد. و مراحل زیر طی می شود:

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

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

$R_{i,t}$ = درآمد (بازده) روزانه سهم 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 می گردد و سپس با تفاضل بازده واقعی از بازده مورد انتظار، بازده غیرعادی محاسبه می شود:

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

۳- سپس میانگین بازده غیرعادی برای هر خبر در دوره قبل از اعلان، روز اعلان و بعد از اعلان به صورت جداگانه برآورد می گردد:

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

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 (الباتی و همکاران، ۲۰۲۲).

$$CAAR_{i,t} = \sum_i AAR_{i,t}, \quad N=15$$

متغیر مستقل:

گرایش های احساسی سرمایه گذاران:

در این مطالعه برای اندازه گیری گرایش های احساسی سرمایه گذاران از شاخص گرایش های احساسی بازار سرمایه (EMSI) استفاده شده است. این شاخص توسط جونز (۲۰۰۵) و با تعدیل مدل رایبه شده توسط پرساود (۱۹۹۶) بسط داده شده است. بنابراین گرایش های احساسی سرمایه گذاران با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه می باشد:

$$EMSI_{pt} = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_r)(R_{iv} - \bar{R}_v)}{\left[\sum (R_{it} - \bar{R}_r)^2 \sum (R_{iv} - \bar{R}_v)^2 \right]^{1/2}} \times 100, -100 \leq EMSI \leq +100$$

که در آن:

$$R_{it} = \text{رتبه بازده ماهانه سهام شرکت } i \text{ در ماه } t$$

$$R_{iv} = \text{رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت } i \text{ در ماه } t$$

برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه استفاده می شود.

$$R_f = \text{میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت های پرتفوی}$$

$$R_v = \text{میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت های پرتفوی (الباتی و همکاران، ۲۰۲۲).}$$

متغیرهای کنترلی:

سودآوری: برای اندازه گیری متغیر سودآوری از نسبت سود خالص به کل دارایی های بانک استفاده می شود (الباتی و همکاران، ۲۰۲۲).

ارزش بازار به دفتری: برای اندازه گیری متغیر ارزش بازار به دفتری از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بانک استفاده می شود (الباتی و همکاران، ۲۰۲۲).

نسبت بدهی: برای اندازه گیری متغیر نسبت بدهی از نسبت کل بدهی ها به کل دارایی های بانک استفاده می شود (الباتی و همکاران، ۲۰۲۲).

بازده حقوق صاحبان سهام: برای اندازه گیری متغیر بازده حقوق صاحبان سهام از نسبت سود خالص به کل حقوق صاحبان سهام بانک استفاده می شود. (الباتی و همکاران، ۲۰۲۲).

اندازه بانک: برای اندازه گیری متغیر اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی دارایی های بانک استفاده می شود. (الباتی و همکاران، ۲۰۲۲).

نتایج و بحث

مقدار میانگین متغیر واکنش بازده سهام عدد ۰/۲۳۳، گرایشات احساسی سرمایه گذاران عدد ۱/۶۱۶، نسبت بدهی ۰/۶۲۸، اندازه بانک ۱۲/۷۸۳، ارزش بازار به دفتری ۱/۸۸۷، سودآوری ۰/۰۶۹، بازده حقوق صاحبان سهام ۰/۱۷۶ می باشد که نشان می دهد بیشتر داده ها حول این نقطه تمرکز یافته اند.

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

| نام متغیر | واکنش بازده سهام | گرایشات احساسی سرمایه گذاران | اندازه بانک | نسبت بدهی | ارزش بازار به دفتری | سودآوری | بازده حقوق صاحبان سهام |
|-----------|------------------|------------------------------|-------------|-----------|---------------------|---------|------------------------|
| میانگین | ۰/۲۳۳ | ۱/۶۱۶ | ۱۲/۷۸۳ | ۰/۶۲۸ | ۱/۸۸۷ | ۰/۰۶۹ | ۰/۱۷۶ |
| میانه | ۰/۲۳۳ | ۱/۳۶۷ | ۱۲/۴۹۴ | ۰/۷۰۲ | ۱/۹۷۲ | ۰/۰۶۰ | ۰/۱۵۹ |
| حداکثر | ۰/۸۰۴ | ۴/۶۷۸ | ۱۴/۹۶۰ | ۰/۹۵۵ | ۴/۸۶۶ | ۰/۵۳۸ | ۱/۹۳۰ |
| حداقل | -۰/۵۸۹ | -۲/۰۸۵ | ۱۰/۹۵۴ | ۰/۱۲۰ | ۰/۳۲۰ | -۰/۷۸۹ | -۲/۱۱۷ |
| انحراف | ۰/۱۲۲ | ۰/۶۳۷ | ۱/۲۰۶ | ۰/۲۴۶ | ۰/۵۳۷ | ۰/۱۶۴ | ۰/۵۱۵ |

| | | | | | | | |
|--------|--------|-------|--------|-------|-------|--------|--------|
| | | | | | | | معیار |
| -۱/۱۳۹ | -۱/۱۸۲ | ۰/۰۱۹ | -۰/۶۷۹ | ۰/۲۶۷ | ۱/۸۵۸ | -۰/۷۵۳ | چولگی |
| ۶/۱۷۹ | ۷/۴۶۱ | ۲/۱۵۵ | ۲/۴۱۵ | ۲/۰۶۵ | ۵/۸۸۵ | ۴/۹۹۹ | کشیدگی |

ماخذ: یافته های پژوهش

آزمون ناهمسانی واریانس

جدول ۲- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس

| آزمون | شرح | مقدار آماره | سطح معناداری |
|-------|---------------|-------------|--------------|
| آرچ | F-statistic | ۰/۵۰۳۱۶۲ | ۰/۱۰۵۱ |
| | Obs*R-squared | ۷/۴۶۱۸۷۷ | ۰/۱۰۵۱ |

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

| آماره آزمون | درجه آزادی | سطح معنی داری | نتیجه آزمون |
|-------------|------------|---------------|-------------|
| ۶/۳۷۱۴۴۸ | ۱۶/۳۶ | ۰/۰۰۱۲ | Panel |

| نوع آزمون | مقدار آماره آزمون | درجه آزادی | سطح معناداری | روش |
|-----------|-------------------|------------|--------------|------------|
| هاسمن | ۴/۷۹۱۵۴۸ | ۶ | ۰/۰۰۸۷ | 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 ۰.۰۱۲ 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 ۰.۰۰۸۷ 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

| نام متغیر | ضرایب برآوردی | انحراف برآورد | آماره t | سطح معناداری |
|------------------------------|-------------------|-----------------------------|----------------|---------------------|
| عرض از مبدا | ۰/۱۱۷ | ۰/۱۰۲ | ۱/۱۴۷ | ۰/۰۹۲۷ |
| گرایشات احساسی سرمایه گذاران | ۰/۴۰۸ | ۰/۰۹۲ | ۴/۴۳۴ | ۰/۰۲۵۱ |
| اندازه بانک | ۰/۳۰۶ | ۰/۰۷۵ | ۴/۰۸۵ | ۰/۰۳۹۸ |
| سودآوری | ۰/۸۰۳ | ۰/۲۰۳ | ۳/۹۵۵ | ۰/۰۳۱۳ |
| ارزش بازار به دفتری | ۰/۵۵۶ | ۰/۱۰۲ | ۵/۴۵۱ | ۰/۰۱۳۲ |
| نسبت بدهی | -۰/۴۱۱ | ۰/۱۰۲ | -۴/۰۲۹ | ۰/۰۱۸۸ |
| بازده حقوق صاحبان سهام | ۲/۰۱۶ | ۰/۴۱۴ | ۳/۸۲۳ | ۰/۰۴۹۱ |
| دوربین - واتسون | ضریب تعیین | ضریب تعیین تعدیل شده | آماره F | سطح معناداری |
| ۱/۷ | ۰/۶۸ | ۰/۶۴ | ۳۱۳۱۲.۵۴ | **۰/۰۰۰ |

ماخذ: یافته های پژوهش

آزمون دوربین واتسون:

آماره دوربین واتسون پس از برآورد ضرایب، مقدار ۱/۷ را نشان می دهد که به معنی عدم وجود همبستگی پیاپی در جزء اخلال می باشد. نتیجتاً مشکل خودهمبستگی سریالی در این فرضیه مشاهده نمی شود.

آماره F فیشر:

قبل از آزمون فرضیه پژوهش براساس نتایج به دست آمده، باید از صحت نتایج اطمینان حاصل نمود. بدین منظور برای بررسی معناداری کل مدل از آزمون F استفاده گردید. با توجه به سطح معنی داری آماره F محاسبه شده (۰.۰۰۰۰)، می توان ادعا نمود که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است.

ضریب تعیین تعدیل شده (R^2):

با توجه به ضریب تعیین مدل برازش شده می توان ادعا نمود، حدود ۶۴ درصد از تغییرات در متغیر وابسته مدل (واکنش بازده سهام) توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود.

نتیجه فرضیه تحقیق:

H_0 : گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران طی پاندمی کرونا بر بازده سهام بانکها تاثیرگذار نیست.
 H_1 : گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران طی پاندمی کرونا بر بازده سهام بانکها تاثیرگذار است.

ضریب برآوردی متغیر مستقل گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و واکنش بازده سهام 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٪ گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران طی پاندمی کرونا بر بازده سهام بانکها تاثیرگذار است.

نتایج متغیرهای کنترلی تحقیق:

ضریب برآوردی متغیر کنترلی اندازه بانک در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان اندازه بانک و واکنش بازده سهام در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر کنترلی تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ بین اندازه بانک و واکنش بازده سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر کنترلی سودآوری در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان سودآوری و واکنش بازده سهام در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر کنترلی تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ بین سودآوری و واکنش بازده سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر کنترلی ارزش بازار به دفتری در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان ارزش بازار به دفتری و واکنش بازده سهام در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر کنترلی تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ بین ارزش بازار به دفتری و واکنش بازده سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر کنترلی نسبت بدهی در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه منفی و معنی‌دار میان نسبت بدهی بانک و واکنش بازده سهام در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر کنترلی تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ بین نسبت بدهی و واکنش بازده سهام رابطه منفی و معنی‌داری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر کنترلی بازده حقوق صاحبان سهام در جدول بالا نشان‌دهنده وجود رابطه مثبت و معنی‌دار میان بازده حقوق صاحبان سهام و واکنش بازده سهام در سطح خطای ۰/۰۵ است. زیرا میزان p -value محاسبه شده برای ضریب این متغیر کنترلی تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ بدست آمده است. بنابراین می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵٪ بین بازده حقوق صاحبان سهام و واکنش بازده سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

نتیجه گیری و بحث

هدف این تحقیق بررسی واکنش بازده سهام بانکها به گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران طی پاندمی کرونا بوده است. قلمرو مکانی این تحقیق بانک‌ها و موسسات مالی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۹۴ تا ۱۴۰۱ بوده است. تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد، چنانچه طبقه بندی انواع تحقیقات بر اساس ماهیت و روش را مدنظر قرار گیرد، روش تحقیق حاضر از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی قرار داشته و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات علت معلولی محسوب می‌گردد. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. در بخش داده‌های پژوهش از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های نمونه با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام پذیرفت. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۷ بانک به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع‌آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده‌ها ابتدا پیش‌آزمون‌های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جارک - برا و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تایید و رد فرضیه‌های تحقیق (نرم افزار ایویوز) استفاده گردیده است. با توجه به نتیجه آزمون فرضیه تحقیق "گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران طی پاندمی کرونا بر بازده سهام بانکها تاثیرگذار است." به مدیران بانکها 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 بانک صورت گیرد، موضوع گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و یا به صورت دیگر خوش بینی سرمایه‌گذاران نسبت به آینده بانک می‌باشد که این موضوع باید مورد توجه تصمیم‌گیرندگان باشد و اگر سرمایه‌گذاران باکی نسبت به آینده بانک خوش بین نباشند یا به نحوی از گرایش‌های احساسی پایینی برخوردار باشند، باید سرمایه‌گذاری در آن بانک با احتیاط بیشتری صورت گیرد. می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار به گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران توجه نمایند؛ زیرا دید سرمایه‌گذاران نسبت به آینده شرکت‌ها می‌تواند نقش مثبتی بر نرخ رشد سود بانک داشته باشد و از این طریق بازده سهام بانک‌ها افزایش یابد. پس از اتمام تحقیق و با تنظیم این گزارش از نتایج حاصله، محقق با دید بازتری به مسئله نگریسته و کاستی‌ها و کمبودهای طرح را به دقت بیشتری مورد بازبینی قرار داد. از اینرو جهت مطالعات آتی پیشنهاداتی عنوان می‌دارد تا با عنایت محققین و پژوهشگران علاقمند به این موضوع در تحقیقات آتی در جهت رفع این کاستی‌ها اقدام بردارند. تعدادی از این پیشنهادات به صورت فهرست وار در ادامه ذکر می‌گردد:

- پیشنهاد می‌شود پژوهشی با رویکرد حاضر به تفکیک هر یک از صنایع مختلف انجام شود.
- اولین گام برای عملیاتی ساختن مقوله حاکمیت شرکتی، آشنا نمودن شرکتها و سهام‌داران اصلی بازار با این مسئله است. در این راستا انجام تحقیقی جهت بررسی میزان آشنایی سهام‌داران اصلی بازار با حاکمیت شرکتی، اثرات آن، مزایای آن و محدودیتهای آن لازم خواهد بود.
- پیشنهاد می‌شود تحقیقی مشابه موضوع این پژوهش در بازه‌های زمانی طولانی‌تر و همچنین تعداد نمونه‌های شرکتی بیشتر صورت گیرد، تا تعمیم نتایج آن قابلیت تسری و از روایی بیشتری برخوردار باشد.
- در پژوهش‌های آتی متغیرهای دیگری همچون کنترل‌های داخلی، تعداد جلسات کمیته حسابرسی، مالکیت مدیریتی، سهام‌دار بودن یا نبودن دولت، را به عنوان متغیر مستقل در نظر گرفت و تاثیر آنها را با ارزش ایجاد شده برای سهام‌داران مورد مطالعه قرار داد.

□ پیشنهاد می شود در تحقیقات آتی با در نظر گرفتن اطلاعات شرکت های فرابورس و انجام پژوهش مشابه در این زمینه انجام گیرد.

همواره، گام نهادن در راه رسیدن به هدف، با محدودیت هایی همراه است که باعث می شود رسیدن به هدف مورد نظر با کندی همراه شود. پژوهش، به عنوان فرآیندی در جهت نیل به هدف حل مسئله ی پژوهش، از این امر مستثنی نیست. از این رو، در این قسمت با ارائه ی محدودیت های پژوهش، سعی بر آن است که به خواننده این پیام داده شود تا بتواند در تعمیم نتایج پژوهش با آگاهی بیشتری عمل کند و در مورد فرآیند پژوهش قضاوت عادلانه ای داشته باشد. عمده ترین محدودیت های پژوهش حاضر که احتمالاً می توانند تعمیم پذیری نتایج حاصل از پژوهش را تحت تاثیر قرار دهند عبارتند از:

۱- در صورتی که قلمرو زمانی پژوهش برای دوره طولانی تری در نظر گرفته می شد، ممکن بود نتایج قابلیت تعمیم بیشتری داشت، لیکن در صورتی که سال های بیشتری جهت انتخاب نمونه در نظر گرفته میشد، تعداد شرکت های عضو جامعه و نمونه آماری کاهش می یافت، که این امر موجب کاهش روایی پژوهش می گردید و امکان بررسی رابطه مذکور را با محدودیت مواجه می ساخت.

۲- از آنجایی که برای محاسبه برخی از متغیرهای پژوهش از صورت های مالی تهیه شده بر مبنای بهای تمام شده تاریخی استفاده شده است؛ در صورت تعدیل اطلاعات صورت های مالی برای تورم ممکن است نتایج پژوهش متفاوت از نتایج فعلی باشد. بنابراین اثر تورم و سایر متغیرهای اقتصادی بر ارقام صورت های مالی و رابطه بین متغیرهای پژوهش منظور نشده است و این از محدودیت های پژوهش حاضر است.

منابع

۱. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و شهریاری، سارا (۱۳۸۶) بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابداری. دوره ۱۴. شماره ۴۹. صص ۴۴-۲۵
۲. جبارزاده، مریم؛ و عسگری، آرام. (۱۳۸۹). بررسی تفاوت‌های رفتاری بین سرمایه گذاران حقیقی و حقوقی بعد از تعطیلات هفتگی. نشریه پژوهش‌های مدیریت. شماره ۸۳.
۳. حیدرپور، فرزانه؛ تاری وردی، یداله و محرابی، مریم. (۱۳۹۲). بررسی تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام. نشریه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. دوره ۶. شماره ۱۷. صص ۱-۱.
۴. خدایی، حسن و نادری، معصومه. (۱۳۹۱). بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران 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
۵. دموری، داریوش؛ سعید، سعید و فلاح زاده ابرقویی، احمد. (۱۳۸۷). بررسی عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی های حسابداری و حسابداری. شماره ۵۴. صص ۴۷-۶۲
۶. ستایش، محمد و شمس الدینی، کاظم. (۱۳۶۵) بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پیشرفت های حسابداری. دوره ۸. شماره ۱. صص ۱۰۳-۱۲۵.
۷. سینایی، حسنعلی و صدفی رودسری، محمدعلی. (۱۳۸۹). بررسی عکس العمل سرمایه گذاران به عملکرد مالی شرکت ها. پژوهشنامه مدیریت اجرایی. دوره ۱۰. شماره ۱. صص ۵۳-۷۴
۸. شهرآبادی، ابوالفضل و یوسفی، راحله. (۱۳۸۶). مقدمه ای بر مالیه رفتاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار. شماره ۶۹. صص ۲۴-۳۳
۹. عرب مازار، مهدی و طالبان، رکسانا. (۱۳۸۷). بررسی درجه اهمیت عوامل موثر بر رفتار سرمایه گذاران سهام عادی در تالار بورس اوراق بهادار مشهد و مقایسه تطبیقی آن با رفتار سرمایه گذاران در تالار بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه الزهرا.
۱۰. کیائی، محمد و مختاریان، امید. (۱۳۹۲). بررسی عوامل موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه تربیت مدرس.
۱۱. قالیباف اصل، حسن و نادری، معصومه. (۱۳۸۵). بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران 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
۱۲. قائمی، محمدحسین و طوسی، سعید. (۱۳۸۵). بررسی عوامل موثر بر بازده سهم عادی شرکتها. پیام مدیریت. شماره ۱۷. صص ۱۵۹-۱۷۵
۱۳. یوسفی، محمد حسین و شکوهی زاده، محمد. (۱۳۹۲). بررسی معیارهای مالی موثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. مجله دانش حسابداری. شماره ۸. صص ۱۵۱-۱۷۱

14. 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.

15. Afrajir, P. (2016). Aggregate investment and investor sentiment. Review of financial studies. forthcoming
16. Anthony, R. N. , (1973). Accounting for Cost of Equity. Harvard Business Review, vol 51. No 6, pp. 88-102.
17. Baker, M. and Wurgler, J. , (2007). Investor sentiment in the stock market. The Journal of Economic Perspectives, vol 21. No 2, pp. 129-151.
18. 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.
19. Bandopadhyaya, A. and Jones, A. (2006). Measuring investor sentiment in equity markets. Journal of Asset Management, vol 7, (3-4), pp. 208-215
20. Boushman, R. , van Daele, M. , Frijns, B. , Lehnert, T. and Muller, A. , (2001). Investor sentiment, mutual fund flows and its impact on returns and volatility. Managerial Finance, vol 34, No 11, pp. 772-785
21. Brabazon , F (2000). Investors' expectation of loss reversal and test of accruals mispricing. Available at www.ssrn.com
22. Brown, D, Berle, A. and Gla, G. , (1992). The Modern Corporation and Private Property Macmillan. New York.
23. Chang, A. (2015). Investor sentiment, mutual fund flows and its impact on returns and volatility. <http://hdl.handle.net/2066/45619>
24. Chariya , F & Koutsoyannis,C. (2004). The impact of investor sentiment on relationship between Cash Flow ,Accruals and stock returns. Available at www.ssrn.com
25. Chen, H. , De, P. , Hu, Y. and Hwang, B. H. , (2011), June. Sentiment revealed in social media and its effect on the stock market. In Statistical Signal Processing Workshop (SSP), 2011 IEEE (pp. 25-28). IEEE.
26. Daniel . M & Westheide, C. (2002). Market response to investor sentiment. Journal of business finance
27. Esili, B& Maorin , K (2001). Investor sentiment, Accruals anomaly and accruals management, Forthcoming at journal of accounting, auditing and finance.
28. Fama, Eugene & French, Kenneth,(1995)"Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds" Journal of Financial Economics, vol 33, pp 3-56.
29. Farli , G & Rahman, H. (2005). The effect of US individual investor sentiment on industry-specific stock returns and volatility. Review of behavioral finance, vol15,pp58-76
30. Fazzari, S. M. , Hubbard, R. G. , Petersen, B. C. , Blinder, A. S. and Poterba, J. M. , (1988). Financing constraints and corporate investment. Brookings papers on economic activityNo 1, pp. 141-206.
31. Frugier, A. , (2016). Returns, volatility and investor sentiment: Evidence from European stock markets. Research in International Business and Finance, vol 38, pp. 45-55.
32. Foler , M . (2000). Predicting stock market returns and volatility with investor sentiment: evidence from eight developed countries. Available at www.ssrn.com

33. Gertler , D & Gilkrist , H (2006). Investor sentiment in the stock market. NBER working paper. No13189
34. Gode, D. D. K. and Mohanram, P. S. , (2001). What affects the implied cost of equity capital?.
35. Guariglia, A. , (2008). Internal financial constraints, external financial constraints, and investment choice: Evidence from a panel of UK firms. *Journal of Banking & Finance*, vol32. No 9, pp. 1795-1809.
36. Hasanaltamiti (2013). Investor sentiment and stock market response to earnings announcement. *Management and service science. International conference*,pp 1-4

Abstract

The purpose of this research was to investigate the reaction of bank stock returns to the investors' sentiment during the Corona pandemic. The geographical area of this research was the banks and financial institutions admitted to the Tehran Stock Exchange and the time area was the years between 2015 and 2022. The current research is in the category of applied research, if the classification of types of research based on nature and method is considered, the current research method is in the category of descriptive research in terms of nature and it is considered in the category of cause-and-effect research in terms of method. In this research, the library method was used to collect data and information. In the data section, the research was done by collecting the data of the sample companies by referring to the financial statements, explanatory notes and the stock exchange monthly. Based on the method of systematic elimination, 17 banks were selected as a statistical sample. In order to describe and summarize the collected data, descriptive and inferential statistics have been used. In order to analyze the data, first, pre-tests of heterogeneity of variance, Limer's F test, Hausman test and Jarek-Ber test and then multivariate regression test were used to confirm and reject the research hypotheses (Eviuse software). The result of the hypothesis of the research showed that the investors' sentiment during the corona pandemic affect the returns of banks' stocks.

Keywords: Stock Return Reaction; Investors' Sentiment; Corona Pandemic
