

## تأثیر احساسات سرمایه گذاران بر بیش ارزش گذاری شرکت در شرکت های پذیرفته شده بورس تهران

### محبوبه قدسی

کارشناس ارشد حسابداری، مدرسه بهشت دوره دوم ناحیه ۲ زاهدان

---

#### چکیده

سرمایه‌گذاری از مسائل حساس محسوب شده و نیاز به دقت نظر داشته و تعیین کننده موفقیت شرکت و سرمایه گذار می‌باشد. با توجه به اینکه نوسانات متعددی در ارزش شرکت رخ می‌دهد و این موضوع می‌تواند بر تصمیم‌گیری سرمایه گذار تاثیر داشته باشد بنابراین پژوهش حاضر به مطالعه تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر بیش ارزش‌گذاری شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران پرداخته است. روش پژوهش توصیفی پیمایشی است. جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های حاضر در بازار بورس تهران است. روش نمونه‌گیری از نوع سیستماتیک می‌باشد و براساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۰۸ شرکت انتخاب شدند. تجزیه و تحلیل داده‌ها در دو سطح آمار توصیفی و استنباطی انجام شده است که مدل مورد استفاده برای پاسخگویی به فرضیه‌ها رگرسیون می‌باشد. نتایج حاصل نشان داد که احساسات سرمایه‌گذاران بر بیش ارزش‌گذاری شرکت اثرات مثبت و معنی داری دارد و این حالت برای ۴۲ شرکت مورد تایید قرار گرفت.

**واژه‌های کلیدی:** احساسات سرمایه‌گذاران، بیش ارزش‌گذاری شرکت، ارزش ذاتی سهام.

---

## مقدمه

احساسات سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت، یکی از عوامل مهم تعیین‌کننده استراتژی شرکت‌ها می‌باشد و به گونه‌ای عقیده‌ی آنان در مورد جریان‌های نقدی آتی یا ریسک‌های سرمایه‌گذاری که با واقعیات موجود تأیید نشده‌اند، تعریف می‌شود. گذاران همیشه عقلایی و منطقی، تصمیم نمی‌گیرند و در تصمیماتشان احساساتشان را نیز دخالت می‌دهند و این امر منجر به رخداد تصمیم‌گیری‌های نادرست می‌شود تفاوت قیمت سهام از قیمت واقعی و قیمت‌گذاری نادرست، از جمله نتایج تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران است. قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها بر تصمیم‌های تأمین مالی و در نتیجه آن بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری شرکت تأثیر می‌گذارد و موجب انحراف تصمیم‌های ارکان حاکمیت شرکتی از سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود (زارع بهنمیری و همکاران، ۱۴۰۱: ۹۲). احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند منجر به تخصیص نادرست سرمایه و زبان‌های بالقوه بر کل اقتصاد باشد. در نتیجه توجه به فعالیت‌های مسئولیت اجتماعی در رابطه با احساسات سرمایه‌گذاران از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است (زارع بهنمیری و همکاران، ۱۴۰۱: ۹۲).

منابع موردنیاز برای تحصیل دارایی‌ها می‌تواند از طریق سهامداران یا ارزش‌گذاری شرکت شود. در عمل تضاد منافع میان این دو گروه یعنی سهامداران و اعتباردهندگان باعث ایجاد مشکلات نمایندگی شده که هزینه نمایندگی را افزایش می‌دهد. بازار سرمایه کارا ممکن است هزینه‌های نمایندگی ناشی از منازعه بهره بین مدیران، سهامداران و بستانکاران خارجی را از بین ببرد. با این حال موارد واقعی ثابت کرده‌اند که بازار شرکتی ممکن است در برآورد خود دچار گمراهی و سوپیه شود. چنانچه بازیگران بازار سرمایه به‌طور عقلایی رفتار نموده و اطلاعات یکسانی داشته باشند قیمت‌ها همواره تمامی اطلاعات موجود در ارزش ذاتی شرکت را نشان می‌دهد اما از آنجایی که در واقعیت شرایط رقابت کامل در بازار وجود ندارد، علاوه بر نقش عرضه و تقاضا، عوامل دیگری نظیر تصمیم‌های غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نیز بر تعیین قیمت‌ها اثر می‌گذارد؛ بنابراین این عوامل به عدم انطباق قیمت سهام با ارزش ذاتی آن منجر می‌شود (مؤمنی و همکاران، ۱۳۹۹: ۹۲). با توجه به آنچه بیان شد پژوهش حاضر به مطالعه تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر بیش‌ارزش‌گذاری شرکت در شرکت‌های پذیرفته شده بورس تهران می‌پردازد.

## بیان مسئله

در ادبیات مالی احساسات سرمایه‌گذاران به عنوان درجه‌ای از خوش بینی یا بدبینی نسبت به بازارهای مالی تعریف شده است. بر هیچ کس پوشیده نیست که پدید آوردن وضعیت مطلوب برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام باعث رشد و شکوفایی صنایع، اشتغال زایی و در نتیجه، خروج از بحران‌های اقتصادی می‌شود احساسات سرمایه‌گذاران بر خلاف منطق، اقتصادی یکی از آسیب‌هایی است که به بازارهای مالی صدمه وارد می‌کند وجود احساسات در بازار سهام باعث به وجود آمدن بیش‌ارزش‌گذاری شرکت می‌شود (کامیابی و جوادی نیا، ۱۴۰۰) که در نهایت، سرمایه‌گذاران بیش‌ماری در این بازار متضرر می‌شوند و به دنبال آن، باعث خروج سرمایه‌های افراد از بازار سهام میشود و به اقتصاد کشور هزینه سنگینی تحمیل خواهد کرد. فرایند تصمیم‌گیری به دلیل ماهیت انسانی، تحت تأثیر حالات و ویژگی‌های خاص افراد است؛ بنابراین انتظار می‌رود تصمیم‌گیری‌های گوناگون از جمله غیر منطبق با مبنای اقتصادی در بازارهای مالی وجود داشته باشد. پژوهش‌های زیادی به بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام پرداخته‌اند و در بیشتر آنها یافته‌ها حاکی از وجود این تأثیر بوده است (حسینی و مرشدی، ۱۳۹۸). هر چه آگاهی فعالان بازار نسبت به نحوه واکنش به اخبار مختلف از جمله اخبار سود افزایش یابد انتظار

می‌رود تصمیم‌گیریهایی منطبق در معاملات بیشتر شود و روندهای احساسی به تدریج کاهش یابد اخبار، سود شناخته شده ترین اطلاعات تأثیر گذار قیمت سهام است و بیش ارزش گذاری شرکت بر مبنای این اخبار تعدیل میشوند؛ بنابراین، احساسات نقش چنانچه اخبار سود برای فعالان بازار غیر منتظره باشد، واکنش بیش از اندازه قیمت دور از انتظار نخواهد بود ولی میزان واکنش حائز اهمیت است (آقابابی و مدنی، ۱۴۰۰). از نظر تئوریهایی اقتصادی انتشار بیش ارزش گذاری شرکت تنها به تعدیل منطقی قیمت سهم منجر نمی‌شود و بازار با سنجش دقیق میزان اثرگذاری اخبار، قیمت را تعدیل می‌کند. در دهه های اخیر، پژوهشهایی به بررسی بر میزان احساسات سرمایه گذاران نسبت به انتشار بیش ارزشگذاری شرکت پرداخته است به طور خلاصه یافته های این پژوهش ها نشان میدهند در دوره های با احساسات بالا بیش ارزش گذاری شرکت متفاوت از دوره های با احساسات پایین بوده است (اسدی و مرشدی، ۱۳۹۸). به عبارت دیگر، احساسات در بازار میزان واکنش نسبت به بیش ارزش گذاری شرکت را شکل میدهد. در دوره های با احساسات بالا جو خوشبینی نسبت به آینده سهام سبب می‌شود با انتشار اخبار مثبت سرمایه گذاران برای بالابردن، قیمت واکنش مضاعف نشان دهند و بیش ارزش گذاری شرکت بیش از ارزش ذاتی تثبیت شود و برعکس در دوره های با احساسات پایین جو بدبینی نسبت به آینده سهام سبب می‌شود با انتشار اخبار منفی سرمایه گذاران برای پایین آوردن بیش ارزش گذاری شرکت واکنش مضاعف نشان دهند و بیش ارزش گذاری شرکت به کمتر از ارزش ذاتی تغییر یابد (میرزایی و برادران حسن زاده، ۱۴۰۱). در این پژوهش تلاش شد تا برای بررسی این موضوع، واکنشهای گذشته بیش ارزش گذاری شرکت نسبت به احساسات سرمایه گذاران مورد بررسی واقع شوند و با تمرکز بر احساسات سرمایه گذاران واکنش بیشتر یا کمتر از اندازه بررسی شود. به لحاظ شیوه بررسی اینکه نخست نحوه اندازه گیری احساسات به شیوه دو مرحله ای دقت اندازه گیری احساسات را افزایش میدهد و یافته های پژوهشهای مختلفی از جمله برتری این شیوه را نسبت به سایر شیوه های اندازه گیری احساسات از جمله شیوه های نظر سنجی و اندازه گیرنده های تک بعدی را نشان داده اند و دوم، بررسی های استحکام بخشی، دقت یافته ها را افزایش میدهد و صحت نتیجه گیری ها را بیشتر تضمین می‌کند (حاجیان نژاد و همکاران، ۱۴۰۱) در این مطالعه با تمرکز بر شیوه اندازه گیری موضوع اصلی پژوهش، بررسی تأثیر احساسات بر بیش ارزش گذاری شرکت مورد بررسی قرار گرفته و به این پرسش پاسخ داده شده است که احساسات سرمایه گذاران بر بیش ارزش گذاری شرکت در شرکت های پذیرفته شده بورس تهران چه تاثیری دارد؟

### اهمیت و ضرورت

از آنجا که سرمایه گذاران به ویژه زمانی که احساسات سرمایه گذاران بالا است نسبت به اطلاعات عمومی واکنش کمتری نشان می‌دهند لذا واکنش سرمایه گذاران به اطلاعات حسابداری با توجه به انتظار آنها درباره بیش ارزش گذاری شرکت است (اسدی و مرشدی، ۱۳۹۸) و واکنش ناکافی به احساسات با تحلیل حساسیت ارزشگذاری، میزان غافلگیر کننده بودن بیش ارزشگذاری و براساس سطح احساسات شرکتها تفسیر شدنی است. اگر تمایل سرمایه گذاران نسبت به یک شرکت قبل از تاریخ اعلام سود بالا (کم) باشد، ممکن است سرمایه گذاران منتظر اخبار مثبت سود (منفی) از شرکت باشند؛ بنابراین سرمایه گذاران ممکن است در تاریخ اعلام سود به دلیل اعتماد بیش از حد به باورهای خود، تنها تا حدی به اخبار سود واکنش نشان دهند که بر خلاف انتظار آنها است (میرزایی و برادران حسن زاده، ۱۴۰۱) بنابراین شرکتهای با احساسات بالا (کم) ممکن است شدیدتر از شرکتهای با احساسات پایین (بالا) تحت تأثیر بیش ارزشگذاری قرار گیرند. همچنین سرمایه گذاران ممکن است سعی کنند فوراً اخبار مربوط به سود را که بر خلاف انتظارات آنها است در ارزیابی سهام منعکس کننده زمانی که درباره ارزش بنیادی یک شرکت نامطمئن هستند (کامیابی و جوادی نیا، ۱۴۰۰). تمایل سرمایه گذاران برای محافظت شدن در برابر، زیان، زمانی که

عدم اطمینان آنها درباره وضعیت واقعی بازار سهم وجود دارد، باعث می شود بیش ارزشگذاری سهام در دوره با احساسات بالا نسبت به اخبار بد واکنش بیش از حد نشان دهد در این حالت به جای نادیده گرفتن اخبار بد (خوب) درباره یک شرکت با احساسات بالا (کم) سرمایه گذاران ممکن است (حسینی و مرشدی، ۱۳۹۸) بلافاصله این اخبار را در قیمت اعمال کنند و بنابراین بیش ارزشگذاری شرکت‌های با احساسات بالا (پایین) ممکن است واکنش شدیدتری به اخبار بد (خوب) نشان دهند احتمال دیگر این است که سرمایه گذاران ممکن است بسته به خوب یا بد بودن خبر، واکنش متفاوتی نشان دهند که این موضوع ضرورت بررسی تأثیر احساسات سرمایه گذاران بر بیش ارزش گذاری شرکت را نشان می دهد.

#### هدف

بررسی تأثیر احساسات سرمایه گذاران بر بیش ارزش گذاری شرکت در شرکت های پذیرفته شده بورس تهران

#### فرضیه

احساسات سرمایه گذاران بر بیش ارزش گذاری شرکت در شرکت های پذیرفته شده بورس تهران تأثیر معناداری دارد.

#### احساسات سرمایه گذاران

در ادبیات، مالی احساسات سرمایه گذاران به عنوان درجه‌ای از خوش‌بینی یا بدبینی نسبت به بازارهای مالی تعریف شده است، بر هیچ‌کس پوشیده نیست که پدید آوردن وضعیت مطلوب برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام باعث رشد و شکوفایی صنایع اشتغال‌زایی و در نتیجه، خروج از بحران‌های اقتصادی می‌شود. احساسات سرمایه‌گذاران برخلاف منطق اقتصادی یکی از آسیب‌هایی است که به بازارهای مالی صدمه وارد می‌کند وجود احساسات در بازار سهام باعث به وجود آمدن حباب قیمتی سهام می‌شود که در نهایت، سرمایه‌گذاران بی‌شماری در این بازار متضرر می‌شوند و به دنبال آن، باعث خروج سرمایه‌های افراد از بازار سهام می‌شود و به اقتصاد کشور هزینه سنگینی تحمیل خواهد کرد. در دوره‌های با احساسات بالا جو خوش‌بینی نسبت به آینده سهام می‌شود با انتشار اخبار مثبت سرمایه‌گذاران برای بالا بردن، قیمت واکنش مضاعف نشان دهند و قیمت سهم بیش از ارزش ذاتی تثبیت شود و برعکس در دوره‌های با احساسات پایین جو بدبینی نسبت به آینده سهام سبب می‌شود با انتشار اخبار منفی سرمایه‌گذاران برای پایین آوردن قیمت واکنش مضاعف نشان دهند و قیمت سهم به کمتر از ارزش ذاتی تغییر یابد (حاجیان نژاد و همکاران، ۱۴۰۱: ۲).

احساسات سرمایه‌گذاران بر شیوه‌های تأمین مالی مؤثر هستند. نظریه‌های متفاوتی در خصوص رابطه این متغیرها وجود دارد نظریه پذیرایی مدیریتی از انواع این نظریه‌ها است که بر اساس آن مدیریت شرکت انتشار سهام را زمان‌بندی می‌کند تا از انحراف رفتاری سرمایه‌گذاران استفاده کند بنابراین این فرضیه رابطه مثبت بین احساس سرمایه‌گذار و انتشار سهام پیش‌بینی می‌کند. نظریه زمان‌بندی بازار از نظریه‌های ساختار سرمایه نیز پیش‌بینی مشابهی دارد. بر اساس این نظریه مدیران انتظارات منطقی از ارزش شرکت دارند درحالی که بازار غیرمنطقی است. به علاوه پژوهشگران معتقدند احساسات سرمایه‌گذاران یکی از عوامل معمول قیمت‌گذاری نادرست سهام است. بدین ترتیب مدیران با انتشار سهام از مزایای بازاری با احساسات زیاد سرمایه‌گذاران استفاده می‌کنند زمانی که ارزش سهام پایین‌تر از ارزش ذاتی است شرکت‌ها اقدام به باز خرید سهام می‌کنند ادبیات موضوع نشان می‌دهد یکی از انگیزه‌های این امر افزایش قیمت سهام است (رامشه و همکاران، ۱۴۰۰: ۱۷۶). برخی پژوهشگران معتقدند احساسات سرمایه‌گذاران به دلیل کاهش هزینه‌های تأمین مالی رابطه‌ای مستقیم با انتشار سهام و انتشار بدهی دارد اما میزان این اثرگذاری بر انتشار سهام به دلیل پیچیده‌تر بودن فرآیند ارزشیابی آن، بیش از انتشار بدهی است بنابراین رابطه مثبت بین احساسات سرمایه‌گذاران و انتشار سهام قوی‌تر از رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و انتشار بدهی است.

نظریه انحراف مدیران یکی دیگر از نظریه‌هایی است که به پیش‌بینی رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و شیوه‌های تأمین مالی می‌پردازد بر اساس این نظریه مدیران شرکت تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند. زمانی که احساسات سرمایه‌گذاران زیاد است مدیران به خوش‌بینی متمایل خواهند شد در این حالت احتمالاً جریان نقدی آتی پروژه‌های سرمایه‌گذاری جدید را بیش از واقع برآورد کرده و از ریسک آن‌ها چشم‌پوشی می‌کنند به دلیل هزینه زیاد انتشار سهام جدید از بدهی برای تأمین مالی سرمایه‌گذاری بیش‌ازحد استفاده می‌کنند (رامشه و همکاران، ۱۴۰۰: ۱۷۶).

مطالعات صورت گرفته در زمینه روان‌شناسی سرمایه‌گذاران نیز نشان می‌دهد تورهای احساسات سرمایه‌گذار و فرا اعتمادی دو نمونه از تورهای قضاوتی مهم هستند که بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران تأثیرگذارند آن‌ها ارتباط میان خوش‌بین بودن و فرا اعتمادی را از دو جنبه مورد ارزیابی قرار دادند. اول اینکه افراد خوش‌بین به احتمال زیاد دارای فرا اعتمادی هستند زمانی که سرمایه‌گذاران خوش‌بین هستند، فرا اعتمادی نیز در آن‌ها افزایش می‌یابد از دیدگاه روان‌شناسی وجود این فرا اعتمادی در سرمایه‌گذاران باعث انجام معاملات در سطح وسیع توسط آن‌ها و در نتیجه افزایش نقدشوندگی می‌گردد دوم اینکه احساسات مثبت بالا و خوش‌بینی ممکن است به دلیل موفقیت‌های گذشته افراد باشد و این موفقیت‌ها خود دلیلی برای فرا اعتمادی در سرمایه‌گذاران است (آقابابائی و علییان، ۱۴۰۱: ۶۵).

ادبیات نظری مربوط به ریزساختارها و مالی، رفتاری رابطه غیرمستقیمی را میان احساسات سرمایه‌گذاران و نقد شونددگی بازار سهام گزارش می‌دهد چارچوب نظری به‌طور شهودی نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار از طریق مشارکت‌کنندگان در بازارهای مالی بر نقد شونددگی تأثیر می‌گذارد؛ از این رو درک این مسئله که مشارکت‌کنندگان در بازار چگونه می‌توانند تأثیر مستقیم یا غیرمستقیم بر نقدشوندگی داشته باشند اهمیت دارد در این مقاله تأثیر غیرمستقیم احساسات سرمایه‌گذار بر نقد شونددگی بازار بررسی شده است (آقابابائی و علییان، ۱۴۰۱: ۶۵).

### بیش ارزش‌گذاری شرکت

مصادیق مالی رفتاری که از آن به‌عنوان ناهنجاری‌های بازار یاد می‌شود بیان‌کننده عدم رفتار منطقی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است که به ایجاد واگرایی قیمت سهام از ارزش ذاتی آن منجر می‌گردد. این واگرایی قیمت سهام در دو حالت بیش ارزش‌گذاری و کم ارزش‌گذاری مطرح است. اگر قیمت سهام بالاتر از ارزش ذاتی آن باشد بیش ارزش‌گذاری ایجاد می‌شود. اگر قیمت سهام از ارزش ذاتی آن کمتر باشد کم ارزش‌گذاری صورت گرفته است جذب وجوه دارند که می‌توانند تأمین مالی را از طریق، استقراض دریافت وام یا انتشار اوراق مشارکت انجام دهند بنابراین تأمین‌کنندگان مالی به توانایی شرکت در پرداخت هزینه بدهی توجه زیادی دارند. بدین ترتیب مدیران شرکت‌ها سعی می‌کنند تا با بیش ارزش‌گذاری شرکت توانایی و اعتبار شرکت را در پرداخت بدهی‌ها مطلوب نشان دهند (مؤمنی و همکاران، ۱۳۹۹: ۹۲ و ۹۳). فرض می‌شود که بستانکاران می‌توانند وجود بیش ارزش‌گذاری را تشخیص دهند و بهره را برای شرکت‌های بیش ارزش‌گذاری شده افزایش دهند. علاوه بر این، در صورتی که عدم تقارن اطلاعاتی وجود داشته باشد وام‌دهندگان هزینه‌های بیشتری را در جمع‌آوری و تأیید اطلاعاتی ارائه‌شده توسط شرکت قرض‌گیرنده متحمل خواهند شد بنابراین پیش‌بینی می‌شود در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی افزایش هزینه توسط وام‌دهنده بیشتر شود، همچنین در این پژوهش فرض می‌شود که عدم تقارن اطلاعاتی که توسط منابع مختلف ارزیابی می‌شود رابطه مثبت بین بیش ارزش‌گذاری و افزایش بهره وام بانکی را افزایش می‌دهد (مؤمنی و همکاران، ۱۳۹۹: ۹۳).

بیش ارزش‌گذاری شرکت زمانی رخ می‌دهد که قیمت سهام یک شرکت در بازار به صورت معنی‌داری از ارزش واقعی آن بیشتر باشد این تعریف به این معنی است که این شرکت‌ها قادر نیستند خود را از کاهش قیمت شدید در آینده نجات دهند. مگر اینکه به صورت شانس و اتفاقی عملکردشان بتواند قیمت سهام آن‌ها را توجیه کند. در واقع احتمال وقوع چنین شانس بسیار اندک است بنابراین مدیران باید انتظار داشته باشند که به زودی قیمت سهام شرکت تحت مدیریتشان دچار افت شدید شود اما آن‌ها می‌توانند با ایجاد آگاهی در بین بازار و جامعه از بروز صدمات سنگین جلوگیری کنند. در دو دهه اخیر در بازارهای مالی جهان، حجم زیادی از بیش ارزش‌گذاری رخ داد (مؤمنی و همکاران، ۱۳۹۹: ۹۴). اما این بیش ارزش‌گذاری ناشی از ناتوان بودن سیستم‌های ارتباطی نیست بلکه از رفتار حيله گرانه و داده‌های دست‌کاری شده توسط مدیریت رفتار ساده لوحانه سرمایه‌گذاران از بین رفتن اخلاق حاکم بر رابطه نمایندگی و ناتوانی عناصر کنترلی همانند حسابرسان، بازرسان بورس و قانون‌گذاران که تعدادی از این عناصر کنترلی به صورت عامدانه در شکل‌گیری این اخبار نادرست و دست‌کاری اطلاعات که سبب بیش ارزش‌گذاری شرکت می‌شود شرکت دارند، می‌باشد در این، زمان مدیران و اعضای هیئت‌مدیره با شناخت از این نیروی سازمان‌یافته، نقشه بیش ارزش‌گذاری شرکت را برای نابودی شرکت می‌کشند؛ بنابراین باید با ایجاد آگاهی در مدیران این شناخت را در آن‌ها ایجاد کرد که از افتادن در این تله و نابودی ارزش شرکت خودداری نمایند (مؤمنی و همکاران، ۱۳۹۹: ۹۴).

با توجه به نقش جریان‌های نقدی در مدل‌های ارزش‌گذاری شرکت و ارزیابی شرکت‌ها، مطالعه و تحقیق در مورد جریان‌های نقدی گسترش یافته است. مایکل جنسن از اولین کسانی است که تئوری جریان‌های نقد آزاد را معرفی و مدلی برای محاسبه آن ارائه کرد. معرفی تئوری جریان‌های نقدی آزاد توسط جنسن باعث افزایش بیش‌ازپیش اهمیت جریان‌های نقدی شده است. مطالعات انجام شده حاکی از وجود دیدگاه‌های متفاوت افراد درباره جریان‌های نقد آزاد و روش محاسبه آن است. از نظر جنسن جریان‌های نقد آزاد عبارت است از: وجوه نقد عملیاتی پس از کسر وجوه لازم برای سرمایه‌گذاری در پروژه‌های دارای ارزش فعلی مثبت مبنای نرخ هزینه سرمایه قابل‌اتکا تنزیل می‌گردد به کارگیری مدل جنسن دارای مشکلاتی است؛ بنابراین مدل‌های دیگری برای محاسبه جریان‌های نقد آزاد پیشنهاد شده است (جهانگیری لیواری و کاظمی، ۱۳۹۲: ۶۳).

### سابقه پژوهش

پژوهشی توسط میزایی و همکاران (۱۴۰۱) تحت عنوان ارزیابی میزان تاثیر پذیری نوسان بازده سهام مبتنی بر احساسات سرمایه‌گذاران با لحاظ نمودن اثرات فرصت سرمایه‌گذاری انجام شد. نتایج نشان داد احساسات سرمایه‌گذاران بر نوسان بازده سهام تاثیر معنی‌داری دارد همچنین وجود متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذاران و نوسان بازده سهام را تعدیل می‌کند.

پژوهشی توسط حاجیان نیزاد و همکاران (۱۴۰۱) تحت عنوان تحلیل تاثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر واکنش به اخبار سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شد. نتایج حاکی 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.

پژوهشی توسط بارکا<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۲۳) تحت عنوان احساسات سرمایه‌گذاران بر ارزش‌گذاری شرکت و تغییر رفتار سرمایه‌گذاران انجام شد. یافته‌های مطالعه نشان داد که ارزش بلندمدت شرکت بر روی بیش ارزش‌گذاری سهام شرکت اثرگذار است.

<sup>۱</sup> Barka

همچنین ازهای ESG شرکتی را بر ارزش گذاری نادرست بازار سهام اثرگذار می باشد. کم ارزش گذاری نقطه مقابل بیش ارزش گذاری می باشد که تحت تاثیر احساسات سرمایه گذاران قرار دارد.

پژوهشی توسط چن<sup>۲</sup> (۲۰۲۳) تحت عنوان یک تحقیق تجربی در خصوص اثر احساسات سرمایه گذاران بر ارزش گذاری شرکت انجام شد. یافته های مطالعه نشان داد که تعداد زیاد سرمایه گذاران فردی و حجم زیاد معاملات در بازار سهام از گزاره های ارزش گذاری بیشتر از مقدار در بازار سهام می باشد. تصمیمات سرمایه گذاری مناسب تر می تواند به احساسات بهتر در سرمایه گذاران منجر شود. اطمینان سرمایه گذار تأثیر منفی قابل توجهی بر بازده سهام دارد و بیش ارزش گذاری شدن سهام منجر می شود. سرمایه گذاران از اعتماد بیش از حد به هنگام داشتن احساسات مثبت صعودی نسبت به بازار سهام اجتناب می کنند.

### روش انجام تحقیق

پژوهش حاضر از نظر نوع هدف کاربردی محسوب شده و روش انجام پژوهش توصیفی پیمایشی است.

### روش و ابزار گردآوری اطلاعات

روش گردآوری اطلاعات نظری و اسنادی کتابخانه ای بوده و بر اساس جستجوهای اینترنتی و مطالعات اسنادی انجام شده است. برای گردآوری داده های میدانی از اطلاعات مربوط به شرکت ها در نرم افزار رهاورد نوین استفاده شده است که به این منظور متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آنها ارائه شده است.

احساسات سرمایه گذاران (SENT)

در این مطالعه برای اندازه گیری احساسات سرمایه گذاران از شاخص گرایش های احساسی بازار شاخص آرمز<sup>۳</sup> استفاده شده است که با استفاده از رابطه زیر محاسبه می شود. در شاخص آرمز معیار این است که آیا حجم معاملات در بازار صعودی بیشتر است یا نزولی اگر این شاخص زیر یک باشد حجم معاملات بیشتر در بازار صعودی رخ می دهد و این اخطار خوبی می باشد و اگر بالای یک باشد بیانگر حجم معاملات بیشتر در بازار نزولی است و اخطار بدی است. شاخص آرمز یک اندیکاتور معکوس است که با جهت بازار نسبت مخالف دارد.

$$SENT_{it} = \frac{NUM\_PAscending_{it} * AVE\_VDescending_{it}}{NUM\_PDescending_{it} * AVE\_VAscending_{it}}$$

تعداد پیشرفت (افزایش) قیمتها: NUM\_P Ascending

تعداد پسرفت (کاهش) قیمتها: NUM\_P Descending

متوسط پیشرفت (افزایش) حجم معاملات: AVE\_P Ascending

متوسط پسرفت (کاهش) حجم معاملات: AVE\_P Descending

### بیش ارزش گذاری شرکت

در پژوهش حاضر بیش ارزش گذاری شرکت با توجه به پژوهش جنسن<sup>۴</sup> از نسبت قیمت به ارزش ذاتی سهام (P/V) استفاده شده است. DUM متغیر مجازی بوده و برای شرکت هایی که (P/V) بیشتر از ۱ می باشد عدد ۱ بوده و برای شرکت هایی که (P/V) کمتر از یک می باشد عدد صفر می باشد. با این تفاسیر بیش ارزش گذاری شرکت اینگونه محاسبه می شود.

ابزار گردآوری داده ها نرم افزار رهاورد نوین می باشد.

<sup>2</sup> Chen

<sup>3</sup> ARMS

<sup>4</sup> Jensen

## جامعه آماری و تعداد نمونه

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های حاضر در بازار بورس تهران است. در این مطالعه از اطلاعات مرتبط با دوران بدون التهاب بورس استفاده می‌شود؛ یعنی قبل از سال ۱۳۹۹ تا نتایج واقعی درباره تأثیرگذاری بیش‌ازحد بر دستکاری سود نشان داده شود. شایان ذکر است داده‌ها از روی صورت‌های مالی حسابرسی‌شده شرکت‌های بورسی منتشره در سایت‌های کدال و اطلاعات اعلام‌شده از سوی جامعه حسابداران رسمی به‌صورت دستی جمع‌آوری شده است.

## محدودیت های نمونه:

این شرکت‌ها جزء شرکت‌های هلدینگ، لیزینگ و مؤسسات اعتباری و بانک‌ها نباشند. شرکت‌ها در دوره مدنظر، عضویت خود را در بورس اوراق بهادار تهران حفظ کرده باشند. داده‌های مورد نیاز این پژوهش برای شرکت‌های نمونه در دسترس باشند.

## روش نمونه گیری

روش نمونه گیری از نوع سیستماتیک می‌باشد و هر تعداد شرکت که دارای شرایط مطالعه باشند را شامل می‌شود.

## متغیرهای مداخله گر تحقیق

تولید ناخالص داخلی (GDP)

برای اندازه گیری این متغیر از اطلاعات مربوط به رشد تولید ناخالص داخلی در مرکز آمار ایران و بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استفاده شده است.

تورم (INF)

برای اندازه گیری این متغیر از نرخ تورم اعلام شده توسط بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و مرکز آمار ایران استفاده شده است.

رشد هزینه های دولت (GEXP)

آمارهای مالی دولت شامل محاسبات مقدماتی درآمدها و هزینه های دولت، دادوستد داراییها و بدهی ها، مخارج دولت برحسب وظایف و صورت وضعیت منابع و مصارف دولت بر اساس دستورالعمل آمارهای مالی دولت میباشد برای اندازه گیری این متغیر از اطلاعات مربوط به تغییر در هزینه های دولت در بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران و مرکز آمار ایران استفاده شده است.

متغیرهای کنترلی تحقیق

اندازه شرکت (SIZE)

از لگاریتم طبیعی ارزش دفتری کل داراییها برای اندازه گیری متغیر اندازه شرکت " استفاده شده است.

اهرم مالی شرکت (LEV)

## نتیجه گیری

یافته های حاصل از پژوهش در فصل چهارم نشان داد که احساسات سرمایه گذاران بر بیش ارزشگذاری شرکت اثرات مثبت و معنی داری دارد و این حالت برای ۴۲ شرکت مورد تایید قرار گرفت. بنابراین در این فصل فرضیه تحقیق به اثبات رسید. همچنین در این فصل وضعیت داده های متغیر بررسی شد. متغیرها از منظر پسماند بررسی شدند و آزمون نرمالیتی و آزمون ریشه واحد نیز برای آن ها انجام شد. همچنین آزمون اثرات ثابت و آزمون اثرات متغیر نیز برای این متغیرها انجام شد. در



رابطه با تحلیل نتیجه حاصل می توان گفت که موضوع تاثیر احساسات بر بیش ارزشگذاری امری شناخته شده بوده و همواره احساسات بر تصمیم گیریهای افراد موثر می باشند بویژه زمانی که بازار بورس همواره غیرقبل پیش بینی می باشد این امر محتمل تر است. نتیجه تحقیق حاضر با مطالعه میزایی و همکاران (۱۴۰۱)، اسدی و مرشدی (۱۳۹۸)، پژوهشی توسط گونگ و همکاران (۲۰۲۲)، پژوهشی توسط وانگ و همکاران (۲۰۲۲)، همخوانی دارد.

### پیشنهادهای کاربردی

با توجه به نتایج کسب شده و مطالعات دیگران می توان پیشنهادات زیر را ارائه نمود:  
فعالان بازار به گرایش های احساسی سرمایه گذاران، به عنوان یک عامل مهم در بیش ارزشگذاری شرکت در بازار توجه بیشتری داشته باشند. همچنین تحلیلگران و سرمایه گذاران باید اثرات تورم به عنوان یک عامل منفی کلان اقتصادی و تولید ناخالص داخلی به عنوان یک عامل مثبت کلان اقتصادی را در رابطه بین احساسات سرمایه گذار و بازده سهام را مد نظر قرار دهند.

### محدودیت ها

پژوهش حاضر تمامی محدودیت های پژوهش پیمایشی را دارد.

### پیشنهاد برای پژوهش های آتی

رابطه جنسیت با تصمیمات احساسی یا منطقی در بازار بورس  
ارتباط بین ریسکپذیری و احساساتی بودن شخصیت سرمایه گذاران بازار بورس

### منابع:

#### فارسی

۱. اسدی، غلامحسین؛ مرشدی، فاطمه (۱۳۹۸). واکاوی تاثیر احساسات سرمایه گذاران بر خطر سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۲۵، ص ۱۰-۳۰.
۲. اصولیان، محمد؛ صادقی شریف، سیدجلال؛ شریفیانا، وحید (۱۳۹۸). تأثیر احساسات سرمایه گذار بر روند شکل گیری حباب در بازار سهام، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۳۵، صص ۹۲-۱۱۸
۳. امری اسرمی، محمد؛ آقایی، محمدعلی (۱۳۹۶). پویایی اطلاعات حسابداری در ارزش گذاری سهام: تحلیلی بر اساس صنعت، پژوهش های مدیریت در ایران، شماره ۱، صص ۲۹-۶۳
۴. آقابائنی، محمدابراهیم؛ مدنی، سعید (۱۴۰۰). بررسی احساسات سرمایه گذاران و همزمانی بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز مدیریت مالی، شماره ۳۴، صص ۹۶-۱۱۵.

۵. مومنی، علیرضا؛ صالحی، علی اصغر؛ نورعلی زاده اصل، ندا سادات (۱۳۹۹). بیش ارزشگذاری سهام بر هزینه بدهی شرکت‌ها با در نظر گرفتن متغیر تعدیلگر عدم تقارن اطلاعاتی، حسابداری و منافع جامعه، شماره ۳۷، ص ۹۱-۱۱۲.
۶. آقابابائی، محمدابراهیم؛ علییان، الهام (۱۴۰۱). بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی بازار و نوسان آن در بورس اوراق بهادار تهران، تحقیقات مالی، شماره ۱، صص ۶۱-۸۰.
۷. بخردی نسب، وحید؛ ابراهیمی کهریزسنگی، خدیجه؛ کمالی، احسان (۱۴۰۰). بررسی آزمون دقت پیش‌بینی تولید ناخالص داخلی با تکیه بر اطلاعات مقایسه‌ای سود حسابداری تجمعی متورم و تورمزدایی شده، پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۴۹، صص ۱-۳۴.
۸. براتی، مبینا؛ نجفی زاده، سیدعباس (۱۴۰۰). بررسی تأثیر تورم بر توزیع درآمد در ایران، مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری، شماره ۲، صص ۸۴-۱۰۲.
۹. برکچیان، سیدمهدی؛ سمائی، کیان (۱۳۹۹). ارزیابی نشان‌گرهای پیشرو برای تولید ناخالص داخلی ایران، مطالعات اقتصادی کاربردی ایران، شماره ۳۴، صص ۱-۳۷.
۱۰. برندک، سجاد؛ امینی، مهوش؛ محمدپناه، لیلا؛ جمشیدی، ندا (۱۳۹۸). بررسی تأثیر هزینه غیرعادی حسابرسی و اندازه شرکت حسابرسی بر ارزش‌گذاری بازار از نگهداشت وجه نقد، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، شماره ۱۴، صص ۸۵-۱۰۲.
۱۱. بهپور، سجاد؛ صمدی، علی حسین؛ هادیان، ابراهیم؛ صدراپی جواهری، احمد (۱۳۹۷). بررسی تغییر در سهم عوامل مؤثر در نوسان تولید ناخالص داخلی ایران: به‌کارگیری الگوی تعادل عمومی پویای تصادفی، پژوهشنامه اقتصاد کلان، شماره ۲۵، صص ۱۳-۳۷.
۱۲. بهرامی، آسو؛ نوروش، ایرج؛ محمدی ملقرنی، عطاله؛ راد، عباس (۱۳۹۹). پیش‌بینی کشف تقلب در صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، شماره ۶۵، صص ۳۵-۵۹.
۱۳. پاشا زانوس، پگاه؛ توکلیان، حسین؛ محمدی، تیمور؛ بهرامی، جاوید (۱۳۹۸). بررسی عملکرد رژیم‌های ارزی بر نوسانات تولید و تورم در شرایط ادغام مالی بین‌المللی برای اقتصاد ایران: رهیافت تعادل عمومی پویای تصادفی، اقتصاد و تجارت نوین، شماره ۳، صص ۴۱-۶۹.
۱۴. جعفری فشارکی، نگار؛ هژبر کیانی، کامبیز؛ حسینی، سید شمس‌الدین؛ معمارنژاد، عباس (۱۳۹۹). اثر تورم و بهبود فضای کسب‌وکار بر سرمایه‌گذاری خارجی در کشورهای منتخب و ایران، اقتصاد کاربردی، شماره ۳۴، صص ۴۷-۶۰.

- Gong, X., Zhang, W., Wang, J., & Wang, C. (2022). Investor sentiment and stock volatility: New evidence. *International Review of Financial Analysis*, 80, 102028.
- Jensen, M. (2005). Agency Cost of Overvalued Equity. *Financial Management*, 34, 5-19.
- Wang, G. J., Xiong, L., Zhu, Y., Xie, C., & Foglia, M. (2022). Multilayer network analysis of investor sentiment and stock returns. *Research in International Business and Finance*, 62, 101707.
- Wang, W., Su, C., & Duxbury, D. (2022). The conditional impact of investor sentiment in global stock markets: A two-channel examination. *Journal of Banking & Finance*