

ارزیابی تأثیر رفتار هیجانی سرمایه گذاران بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سمیه مدن حقیقی

دانشگاه علوم و تحقیقات تهران
S.HAGHIGHI@NDCO.IR

سعید امیدوار

دانشگاه آزاد واحد تهران شمال
S.OMIDVAR@NDCO.IR

دکتر حمیدرضا وکیلی فرد

دانشگاه علوم و تحقیقات تهران
VAKILIFARD_PHD@YAHOO.COM

چکیده

شواهد حکایت از آن دارد که سرمایه گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش های کمی استفاده نمی کنند. قضاوت ها مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعملی و شرایط روانی و هیجانی در بورس است. متغیرهای هیجانی که بر اساس محدودیت های شناختی شکل می گیرند، شرایط روانی فعالان بازار بورس را مورد بررسی قرار می دهند. در این پژوهش؛ رابطه بین رفتار هیجانی سرمایه گذاران و بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارزیابی خواهد شد. این پژوهش از نوع تحقیق غیر آزمایشگاهی و توصیفی است. بدین منظور در این پژوهش برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. روش آماری مورد استفاده در تحقیق، روش پانل با اثرات تصادفی استفاده شده است. پژوهش حاضر طی سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ برای دوره زمانی هفت ساله انجام پذیرفته است. نتایج بدست آمده ناشی از آزمون رگرسیون بین متغیرهای مستقل و هیجانات رفتاری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران حاکی از آن است که بین بازده کوتاه مدت و هیجانات رفتاری سرمایه گذاران ارتباط مثبت و معنی دار و در مقابل بین بازده بلند مدت و هیجانات رفتاری سرمایه گذاران ارتباط منفی و معنی داری وجود دارد و از نتیجه تحقیق این مفهوم استنباط می شود که در معاملات هیجانی بیشتر به بازده کوتاه مدت و در معاملات منطقی تر بیشتر به بازده های بلند مدت در بورس اوراق بهادار تهران تأکید می شود.

واژگان کلیدی: بازده سهام، رفتار هیجانی سرمایه گذاران، مالی رفتاری، بورس اوراق بهادار تهران.

مقدمه

تئوری‌های مالی سنتی بیان می‌کنند که قیمت سهام در بازار، ارزش ذاتی سهام را نشان می‌دهد و منعکس کننده ارزش جریان‌های نقدی آتی می‌باشد. بر پایه فرضیه بازار کارا، سرمایه‌گذاران رفتار عقلایی دارند به این معنی که همه اطلاعات موجود و در دسترس را پردازش کرده و به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت مورد انتظار هستند (تلنگی، ۱۳۸۳). بر این اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است و رفتار بی‌خردانه سرمایه‌گذار تأثیری بر بازده ندارد. حتی اگر بعضی از سرمایه‌گذاران با معاملات بی‌خردانه در عرضه و تقاضا شوک ایجاد کنند. دیگر آربیتراژگران منطقی، اثر این شوک‌ها را خنثی می‌کنند. بنابراین قیمت سهام در سطح ذاتی باقی خواهد ماند (کیم و ها، ۲۰۱۰).

اما شواهد حکایت از آن دارد که سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های کمی استفاده نمی‌کنند. قضاوت‌ها مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعملی و شرایط روانی و هیجانی در بورس است. متغیرهای هیجانی که بر اساس محدودیت‌های شناختی شکل می‌گیرند، شرایط روانی فعالان بازار بورس را مورد بررسی قرار می‌دهند (می‌چن و لین، ۲۰۱۰). مالی رفتاری یکی از مطالعاتی است که در این زمینه به سرعت گسترش یافته است و به بررسی فرایند 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. از بنیان‌گذاران این حوزه از دانش مالی، روانشناس مشهور دانیل کاهنمن است (بیکر و وگلار، ۲۰۰۶). دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و رفتار هیجانی سرمایه‌گذار، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کند (کیم هان، ۲۰۱۰). در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال‌زا و آربیتراژگران منطقی قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام معامله‌گرهای اختلال‌زای بیشتر و با معامله‌گرهای منطقی کم‌تری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیر است (می‌چن، ۲۰۱۰).

مالی رفتاری بیانگر دو فرض اساسی است: اولین فرض بر این است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر هیجانات احساسی خود تصمیم می‌گیرند. در اینجا گرایش احساسی به صورت اعتقاد به جریان‌های نقدی آتی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری تعریف شده که این اعتقاد توسط حقایق در دسترس ایجاد نشده است. دومین فرض این است که آربیتراژ در برابر سرمایه‌گذاران احساسی پر ریسک و پرهزینه است. بنابراین سرمایه‌گذاران منطقی با آربیتراژگرها در برگرداندن قیمت‌ها به قیمت بنیادی پرتکاپو نیستند. مالیه رفتاری مدرن اعتقاد دارد که محدودیت‌هایی برای آربیتراژ وجود دارد (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲، ۲-۱).

گرایش‌های احساسی منجر به ایجاد تقاضای نسبی برای سرمایه‌گذاری‌های سفته‌بازانه گردیده و این امر اثرات مقطعی در قیمت سهام را در پی خواهد داشت. اما سوالی که اینجا مطرح می‌شود این است که آیا هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران می‌تواند منجر به افزایش بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران گردد؟ لذا در این تحقیق بر آنیم تا به این پرسش، پاسخی مناسب ارائه دهیم.

پیشینه و روش تحقیق

همه روزه جریان قدرتمند و مداومی از اطلاعات بسیار زیاد به بازار وجود دارد. اگر بازار کارا باشد، به محض دریافت این اطلاعات قیمت اوراق بهادار باید واکنش نشان دهد و تعدیل شود. واکنش معمولاً نمی‌تواند آنی باشد. ولی فاصله بین دریافت اطلاعات و واکنش قیمت‌ها باید با روش‌ها و تکنیک‌های در دسترس جهت دریافت و پردازش اطلاعات، متناسب باشد. همچنین، واکنش آغازین بازار نسبت به دریافت اطلاعات جدید باید به طور دقیق صورت گیرد و احتیاج به تصحیح بعدی قیمت‌ها نباشد. واکنش قیمت‌های بازار نیز باید به دور از تعصب باشد. برخی از بازارهای سرمایه از کارایی لازم برخوردار نیستند. در این بازارها اولاً اطلاعات به وفور و به سرعت در بازار پخش نمی‌شوند. ثانیاً قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بی‌تفاوت است و یا ممکن است عکس‌العمل قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بیشتر از حد مورد انتظار باشد. برخی اوقات ممکن است بازار واکنش کمتری نسبت به یک یا چند رویداد نشان دهد. در این گونه بازارها، تحلیل‌گران قوی

وجود ندارند که اطلاعات را دریافت و درست ارزیابی کنند و تصمیم بگیرند. بنابراین قیمت به درستی تعیین نمی شود. از این رو کسی احساس امنیت نمی کند؛ زیرا وی اطمینان ندارد، قیمتی را که برای ورقه بهادار دریافت یا پرداخت می کند عادلانه است. تا زمانی که مدیریت علاقه ای به انتشار پیش بینی های بد نداشته باشد، بازار ممکن است توانایی تفسیر درست اعلامیه ها را نداشته باشد. برای مثال، ممکن است بازار توانایی درک تفاوت پیش بینی اخبار بد را به صورت کامل یا به صورت تکه ای یخ از کوه یخ را نداشته باشد. از طرف دیگر، و با توجه به عقیده سرمایه گذاران مبنی بر بی علاقه‌گی مدیریت به ارائه کامل پیش بینی های بد و ترجیح مدیریت بر نشان دادن مقدار کمتر از واقع پیش بینی های بد با توجه به خوش بینی نسبت به آینده، سرمایه گذاران ممکن است خوش بینی مدیران را بیش از حد در نظر بگیرند و واکنش بیشتر از حد نسبت به اخبار بد را نشان دهند (امینویل و همکاران، ۲۰۱۰).

نظریه های اقتصاد عمدتاً بر این مبنا تدوین می شوند که افراد به شکلی معقول رفتار می کنند و اطلاعات موجود در روند سرمایه گذاری مورد استفاده قرار می گیرد. این فرض مبنای نظریه کارایی بازار است. اما تحقیقات نشان می دهد مدارکی وجود دارد که ثابت می کند رفتار معقول آنقدر که ما تصور می کنیم، فراگیر نیست. تحقیق درباره رفتار سرمایه گذاران بر نحوه تاثیر احساسات انسان ها بر روند تصمیم گیری آنها تاکید دارد.

به طور کلی شواهد تجربی به دست آمده از مطالعات صورت گرفته در بازارهای سرمایه، گویای این واقعیت است که فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و رفتار آنها بسیار پیچیده بوده، امکان ارائه یک الگوی واحد برای پیش بینی رفتار آنها در بازار، به راحتی میسر نخواهد بود. در بسیاری از مواقع رفتار سرمایه گذاران در بورس غیرعقلایی است و شناسایی دقیق محرکهای رفتاری امکان پذیر نخواهد بود (میریکاس و پراساد، ۲۰۰۳).

یکی از تعاریفی که می توان برای گرایش های احساسی سرمایه گذاران بیان نمود عبارت است از "حاشیه میزان خوش بینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهام" (کیم و ها، ۲۰۱۰).

روش های اندازه گیری رفتارهای هیجانی سرمایه گذاران را می توان به سه دسته تقسیم کرد: اولین گروه از شاخص های اندازه گیری رفتارهای هیجانی سرمایه گذاران مبتنی بر روش های پیمایشی بوده و بطور مستقیم گرایش های احساسی بازار را اندازه گیری می کند. از این گروه می توان به شاخص ۱ MCSI اشاره کرد. در نقطه مقابل روش های مستقیم روش های غیر مستقیم قرار دارد که برای اندازه گیری گرایش های احساسی سرمایه گذاران از داده های مالی بهره می گیرند. از این گروه نیز می توان به شاخص عدم تعادل در خرید و فروش ۲، شاخص اطمینان بارن ۳ و شاخص گرایش های احساسی بازار سرمایه اشاره نمود. دسته سوم از روش های اندازه گیری مربوط به روش های ترکیبی می باشد که معروف ترین آن شاخص ترکیبی ارائه شده توسط باکر و ورگلر (۲۰۰۶) می باشد.

بنابراین انجام یک آزمون تجربی جهت تعیین اثر رفتارهای هیجانی سرمایه گذاران بر میزان بازده سرمایه گذاری شرکتها از اهمیت ویژه ای برخوردار است.

هانگ و دیگران (۲۰۱۴) به تحقیقی با عنوان اثر مالی رفتاری بر سرمایه گذاری های در بورس SME پرداختند. آنها از مجموعه ای از داده های جدید شرکت های خصوصی از هلند در دوره طولانی مدت زمانی (سال ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۲) استفاده نمودند. نتایج نشان می دهد که بحران مالی تاثیر زیادی بر سرمایه گذاری های SME نداشت. حتی زمانیکه میان اثرات تامین مالی داخلی (جریان های نقدی) و تامین مالی خارجی (بدهی بانک ها) تمایز شدند.

چن و همکاران (۲۰۱۱) نشان دادند، گرایش احساسی ایجاد شده توسط رسانه های اجتماعی (از قبیل وب سایت های رسمی و روزنامه ها)، با بازده های سهام فعلی و آتی ارتباط دارد. تاثیر رسانه غالباً برای آن گونه از شرکتها که سهامشان توسط سرمایه گذاران خرده نگهداری می شود، قوی تر است. وو و همکاران (۲۰۱۰) برای اولین بار اثر روز هفته و بازده سهام را با گرایش احساسی سرمایه گذار مرتبط کردند. تخمین های تجربی حاکی از آن است که نقش اثر روز هفته بر بازده، مشابه نقش گرایش احساسی سرمایه گذار بر بازده است و متعلق به سهام هایی با ارزیابی ذهنی بالاست. به عنوان مثال سهام هایی با

¹ Michigan Consumer Sentiment Index

² Buy-Sell Imbalance

³ Barron'S Confidence Index

ارزش بازار پایین در زمانی که اثر روز هفته قوی تر است، بیشتر تحت تاثیر گرایش های احساسی قرار می گیرند. همچنین در این تحقیق، ارتباط بالایی بین گرایش احساسی و بازده کشف شد.

کیم و ها (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر قیمت سهام پرداختند. آنها 4 پنچک پرتفوی مرتب شده بر اساس اندازه، ارزش دفتری به بازار، مالکیت نهادی و قیمت ایجاد نموده و اینگونه نتیجه گیری کردند که گرایش های احساسی سرمایه گذاران بطور سیستماتیک قیمت سهام شرکت های 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 می دهد. همچنین به این نتیجه رسیدند که اضافه کردن شاخص گرایش احساسی سرمایه گذاران به مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای عملکرد مدل را تقویت بخشیده و اثرات اندازه، ارزش و مومنتوم را بهتر توضیح می دهد.

لینگ و همکاران (۲۰۱۰) ارتباط مثبتی بین گرایش احساسی سرمایه گذار و بازده های ۳ ماهه بعدی در دو بازار واقعی خصوصی و عمومی پیدا کردند. آنها همچنین نتیجه گرفتند که گرایش احساسی سرمایه گذار نقش مداوم بیشتری در منحرف کردن از ارزشهای بنیادی و ایجاد مانع بر سر راه استفاده از فرصت توسط آربیتراژگران آگاه، در بازارهای خصوصی (به خاطر عدم نقدینگی، عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت در افشا قیمت) نسبت به بازارهای عمومی بازی می کند.

امینویل و همکاران (۲۰۱۰) به مقایسه سطح قیمت گذاری کمتر از واقع در بازار سهام بنگلادش در مقایسه با بازار سایر کشورها پرداختند. براساس مطالعه آنها سطح قیمت گذاری کمتر از واقع در بازار سهام بنگلادش ۴۸۰/۷۱ درصد با انحراف معیار ۱۲۱۷ که در مقایسه با مطالعات صورت گرفته در سایر کشورها (سنگاپور ۳۱ درصد، مالزی ۴۴ درصد و امریکا، ۲۲ درصد) رقم بسیار قابل ملاحظه ای بود. بر اساس تجزیه و تحلیل رگرسیون آنها، سن و اندازه شرکت به طور مثبت و معنادار و نوع صنعت و حجم معامله به طور منفی و معنادار با سطح قیمتگذاری کمتر از واقع رابطه داشتند. آنها به رابطه بااهمیتی بین زمان عرضه عمومی اولیه و سطح قیمتگذاری کمتر از واقع دست نیافتند.

هنگل براک و همکاران (۲۰۰۹) دو شاخص گرایش احساسی AAI و SENTIX را به ترتیب از آمریکا و آلمان استفاده کردند. نتیجه این بود که شاخص گرایش احساسی به طور منفی در آمریکا و به طور مثبت در آلمان با بازده های آتی مرتبط است. همچنین اثر مثبت روز اعلامیه را در آلمان پیدا نمودند. برای بازار آمریکا نیز، در زیر دوره ۱۹۹۴ الی ۱۹۸۷ اثر منفی روز انتشار گرایش احساسی تایید شد اما در دوره های دیگر اثر روز انتشار معنی دار نمی باشد. بدین معنی که شاخص بازده نسبت به انتشار شاخص گرایش احساسی واکنش نشان می دهد.

حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) تحقیقی با عنوان "تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام" انجام داده اند. در این تحقیق تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران، بر بازده سهام پرتفوی های 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 چندمتغیره 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 گرایش های احساسی سرمایه گذاران در تبیین بازده مورد استفاده قرار گرفت. نتایج این تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی دار گرایش های احساسی سرمایه گذاران با بازده سهام شرکتهای دارای کمترین اندازه نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی می باشد.

عباسی و بالاورد (۱۳۸۸) به آزمون قیمت گذاری کمتر از واقع عرضه عمومی اولیه سهام پرداختند. نتایج حاصل از بازده های تعدیل شده با شاخص بازار در کوتاه مدت با استفاده از آزمون t تک نمونه ای نشان داد پدیده قیمت گذاری کمتر از واقع در عرضه عمومی اولیه در بورس تهران وجود دارد.

راعی و شیرزادی (۱۳۸۷) بی قاعدگی هایی که در مواجهه با فرضیه بازار کارا قرار می گیرند را بررسی نموده و به این نتایج رسیدند (۱) در اسفند ماه و همچنین ماه رمضان هیچگونه تغییر غیر عادی در حجم معاملات ماهانه و بازدهی کل بازار رخ نمی دهد (۲) حجم معاملات در تیر ماه نسبت به سایر ماه ها کمتر است (۳) در آغاز سال ایران (فروردین ماه) بر خلاف اثر آغاز سال میلادی تایید شده، شواهد حاکی از کاهش بازدهی غیر عادی و کاهش حجم معاملات بود. (۴) در ماه محرم که اولین ماه قمری است شاهد کاهش حجم معاملات و انحراف معیار بازدهی ماهانه بازار هستیم نتیجه کلی تحقیق این است که

الگوی خاصی در رفتار بازار وجود دارد که شناسایی و بهره گیری از روند این الگوها، سرمایه گذاران حرفه ای را در جهت کسب بازدهی اضافی یاری میکند.

پرسش و فرضیه های تحقیق

پژوهش علمی همواره با نوعی مساله آغاز می شود و هدف آن پیدا کردن جواب مسائل با استفاده از روش های علمی است. دشوارترین گام در فرآیند پژوهش مشخص کردن مسئله مورد مطالعه است. پرسش های اصلی این تحقیق به شرح ذیل می باشد:

آیا رفتارهای هیجانی سرمایه گذاران اثر معناداری بر بازده کوتاه مدت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟
آیا رفتارهای هیجانی سرمایه گذاران اثر معناداری بر بازده بلند مدت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟
برای پاسخ به پرسشهای این تحقیق، فرضیات زیر تدوین شده است:

فرضیه ۱: رفتارهای هیجانی سرمایه گذاران اثر معناداری بر بازده کوتاه مدت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران دارد.
فرضیه ۲: رفتارهای هیجانی سرمایه گذاران اثر معناداری بر بازده بلند مدت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران دارد.

جامعه آماری تحقیق

جامعه مطالعاتی این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی سال های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳، که تمامی شرایط زیر را دارا باشند:

۱. شرکتهایی که بعد از سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
۲. شرکتهایی که دوره مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه نباشند.
۳. شرکتهایی که در سالهای مورد بررسی تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی داده باشند.
۴. شرکتهایی که صورتهای مالی حسابرسی شده آنها در سالهای مورد بررسی در دسترس نباشند.
۵. شرکتهایی که طی سالهای مورد بررسی وقفه طولانی مدت در معاملات داشته باشند.

جامعه آماری پژوهش حاضر شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران می باشد که تا پایان سال ۱۳۹۳ بر پایه نرم افزار ره آورد نوین بورس برابر با ۴۳۷ تعداد شرکت بوده است. حجم نمونه با توجه به روش غربالگری و پس از حذف مشاهدات پرت برابر با ۹۹ شرکت شده است.

فرمول ها و روابط ریاضی

روش تحقیق حاضر از نوع استقرایی- قیاسی و پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) و روش آماری آن همبستگی یعنی بررسی وجود رابطه بین متغیرها از طریق رگرسیون چند متغیره می باشد.

مدل پژوهش جهت ارزیابی فرضیه اول و دوم:

در این پژوهش برای ارزیابی فرضیه اول و دوم به ترتیب از مدل های رگرسیونی زیر استفاده می نمایم.

$$R_{sit} = \alpha_0 + \alpha_1 * Emotion_{it} + \alpha_2 * Size_{it} + \alpha_3 * Lev_{it} + \alpha_4 * ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$Rl_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 * Emotion_{it} + \alpha_2 * Size_{it} + \alpha_3 * Lev_{it} + \alpha_4 * ROA_{it} + \varepsilon_{it}$$

نحوه اندازه گیری متغیرها:

متغیرهای تحقیق حاضر با توجه به تحقیق هانگ و دیگران (۲۰۱۴) به شرح زیر اندازه گیری می شود:

الف: متغیرهای مستقل تحقیق:

R_{sit} به عنوان بازده کوتاه مدت سرمایه گذاری در نظر گرفته می شود و R_{lit} به عنوان متغیر بازده بلند مدت سرمایه گذاری در نظر گرفته می شود، برای محاسبه بازده (نرخ بازده سهم i در سال t) از رابطه زیر استفاده گردیده است:

$$R_{it} = \frac{(1 + \alpha)P_1 - P_0 - 1000 \beta}{P_0} * 100$$

R_{it} : بازده واقعی شرکت i در دوره t .

P_1 : قیمت سهام در پایان دوره.

P_0 : قیمت سهام در اول دوره.

α : درصد کل افزایش سرمایه.

β : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات.

که در آن برای متغیر بازده کوتاه مدت عرضه های اولیه دوره شش ماهه در نظر گرفته شده و برای اندازه گیری بازده بلند مدت از دوره های یک ساله استفاده شده است.

ب: متغیر وابسته

Emotionit به عنوان متغیر هیجانات رفتاری سرمایه گذاران در نظر گرفته می شود که در تحقیق حاضر برای اندازه گیری هیجانات رفتاری سرمایه گذاران از شاخص هیجانات رفتاری بازار سرمایه EMSI استفاده شده است. این شاخص توسط جونز (۲۰۰۵) ارائه شده است. که به شرح زیر قابل اندازه گیری خواهد بود:

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

که در آن:

R_{it} = رتبه بازده سهام شرکت i در ماه t

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

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

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

ج: متغیرهای کنترلی:

۱- اندازه شرکت (Sizeit): لگاریتم طبیعی جمع دارایی های شرکت می باشد.

۲- اهرم مالی (Levit): که به عنوان متغیر کنترلی تحقیق در مدل در نظر گرفته می شود و از نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام محاسبه می شود (چن و شان، ۲۰۱۴).

۳- رشد شرکت (ROAit): بیانگر نسبت بازده دارایی های شرکت است که از تقسیم سود خالص شرکت بر ارزش دفتری دارایی های شرکت محاسبه خواهد شد.

جداول ، شکل ها و نمودارها :

آمار توصیفی داد ها

آمار توصیفی متغیرهای وابسته، و مستقل که با استفاده از داده‌های ۹۹ شرکت طی دوره آزمون (سال‌های ۹۳-۱۳۸۷) اندازه گیری شده‌اند، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کمینه و بیشینه است که در جدول ۱ ارائه گردیده است.

جدول ۱. آماره های توصیفی متغیرهای تحقیق

کمینه	بیشینه	انحراف معیار	میانه	میانگین	شرح متغیرها	
0.003862	27.57814	4.595936	2.750627	3.794915	Emotion	هیجانات رفتاری سرمایه گذاران
0.204762	48.88163	8.46958	8.331667	9.880252	Rs	بازده کوتاه مدت سرمایه گذاری
1.14831	149.203	27.61607	29.80982	36.82116	Rl	بازده بلند مدت سرمایه گذاری
9.86729	18.06301	2.034706	13.24085	13.07182	Size	اندازه شرکت
0.018334	4.765307	0.764343	0.194808	0.411121	ROA	بازده دارایی های شرکت
0.213773	48.69868	7.599608	1.423278	3.471445	Lev	اهرم مالی شرکت

آزمون فرضیات تحقیق

پیش از برآزش مدل‌های رگرسیون لازم است ابتدا مفروضات رگرسیون خطی مورد آزمون قرار گیرد. نتایج حاصل از آزمون کولموگروف اسمیرنوف حاکی از نرمال بودن توزیع متغیر وابسته، آزمون دوربین واتسون حاکی از استقلال خطاها و آزمون VIF حاکی از عدم وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل می باشد.

آزمون فرضیه اول تحقیق:

فرضیه ۱: رفتارهای هیجانی سرمایه گذاران اثر معناداری بر بازده کوتاه مدت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران دارد. پس از آزمون مفروضات رگرسیون و اطمینان از برقراری آن‌ها، نتایج حاصل از برآزش معادله رگرسیون برای فرضیه اول در جداول (۲) ارائه شده است. مقدار آماره $F(10, 740)$ نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می باشد. همان طور که در قسمت پایین جدول (۲) مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۶۶٫۵ درصد و ۶۰٫۳ درصد. بنابراین، می‌توان نتیجه گرفت که در معادله رگرسیونی مزبور ، تنها حدود ۶۰٫۳ درصد از تغییرات در نسبت سرمایه گذاری های کوتاه مدت توسط متغیرهای مستقل و کنترل مزبور تبیین می‌شوند.

جدول ۲. نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون مدل اول

نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	آماره t	سطح معنی داری
عدد ثابت	α_0	0.332739	2.966937	0.0031
Emotion	α_1	0.044286	2.314441	0.0433
Size	α_2	-0.023649	-2.814574	0.005
Lev	α_3	0.051884	3.559985	0.0004
ROA	α_4	0.000104	1.477965	0.14
ضریب تعیین	۰/۶۶،۵	آماره F	۱۰،۷۴۰	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۶۰،۳	معنی داری (P-Value)		۰/۰۰۰۰
		آماره دوربین واتسون		۱،۶۱۶

باتوجه به یافته های این جدول مشاهده می شود که سطح معناداری ضریب تاثیر متغیر هیجانات رفتاری سرمایه گذاران (Emotion) کوچکتر از سطح خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده (p-value = ۰/۰۴۳) و از این رو می توان پذیرفت که تاثیر هیجانات رفتاری سرمایه گذاران در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر بازده کوتاه مدت سرمایه گذاری در شرکتهای مورد مطالعه معنادار بوده است. همچنین با توجه به مثبت بودن ضریب تاثیر رگرسیونی (۰،۰۴۴) نتیجه می شود که هیجانات رفتاری سرمایه گذاران دارای اثر مثبت و مستقیم بر روی بازده کوتاه مدت سرمایه گذاری بوده است. به عبارتی می توان این گونه نتیجه گیری نمود که در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صورتی که هیجانات رفتاری سهامداران افزایش یابد منجر به افزایش حجم معاملات و در پی آن بازده کوتاه مدت شرکتهای مورد مطالعه بیشتر شده و به عبارتی سهامداران هیجانی بیشتر به بازده کوتاه مدت خود می اندیشند و لذا فرضیه اصلی اول تحقیق پذیرفته می شود.

آزمون فرضیه دوم تحقیق:

فرضیه ۲: رفتارهای هیجانی سرمایه گذاران اثر معناداری بر بازده بلند مدت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار تهران دارد. مقدار آماره F (۳،۴۵۱) نیز حاکی از معناداری کل مدل رگرسیون می باشد. همان طور که در قسمت پایین جدول (۳) مشخص شده است، ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده مدل فوق به ترتیب عبارتند از ۵۱،۹ درصد و ۵۱،۳ درصد.

جدول (۳): نتایج حاصل از برازش معادله رگرسیون مدل دوم

نام متغیر	ضریب متغیر	مقدار ضریب	آماره t	سطح معنی داری
عدد ثابت	α_0	-0.019161	-0.187034	0.8517
Emotion	α_1	-0.029547	-2.158657	0.0476
Size	α_2	0.008545	1.110244	0.2673
Lev	α_3	-0.042637	-2.11921	0.0344
ROA	α_4	-2.19E-05	-0.23552	0.8139
ضریب تعیین	۰/۵۱،۹	آماره F	۳،۴۵۱	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۱،۳	معنی داری (P-Value)		۰/۰۰۸۳
		آماره دوربین واتسون		۱،۳۱۴

باتوجه به یافته های جدول (۳) مشاهده می شود سطح معناداری ضریب تاثیر متغیر هیجانات رفتاری سرمایه گذاری (Emotion) کوچکتر از سطح خطای نوع اول ۰/۰۵ برآورد شده (p-value = ۰/۰۴۷) و از این رو می توان پذیرفت که تاثیر هیجانات رفتاری سرمایه گذاران در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر بازده بلند مدت سرمایه گذاری در

شرکتهای مورد مطالعه معنادار بوده است. همچنین با توجه به منفی بودن ضریب تاثیر رگرسیونی (۰,۰۲۹-) نتیجه می شود که هیجانات رفتاری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران دارای اثر منفی و مستقیم بر روی بازده بلند مدت شرکتهای مورد مطالعه بوده است. به عبارتی می توان این گونه نتیجه گیری نمود که در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در صورتی که هیجانات رفتاری سرمایه گذاران افزایش یابد منجر به کاهش بازده بلندمدت سرمایه گذاری ها شده و این موضوع در واقع مؤید نتیجه ناشی از فرضیه اول پژوهش است و لذا فرضیه اصلی دوم تحقیق نیز پذیرفته می شود.

نتیجه گیری

هدف این تحقیق بررسی تأثیر میزان هیجانات سرمایه گذاران بر بازده سرمایه گذاری ها در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این کار در یک مقطع زمانی ۷ ساله به همراه ۶۹۳ مشاهده سال-شرکت انجام شده است. نتایج بدست آمده ناشی از آزمون رگرسیون بین متغیرهای مستقل و هیجانات رفتاری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران حاکی از آن است که بین بازده کوتاه مدت و هیجانات رفتاری سرمایه گذاران ارتباط مثبت و معنی دار و در مقابل بین بازده بلند مدت و هیجانات رفتاری سرمایه گذاران ارتباط منفی و معنی داری وجود دارد و از نتیجه تحقیق این مفهوم استنباط می شود که در معاملات هیجانی بیشتر به بازده کوتاه مدت و در معاملات منطقی تر بیشتر به بازده های بلند مدت در بورس اوراق بهادار تهران تأکید می شود. نتایج برخی تحقیقات پیشین نیز بیانگر وجود یک رابطه قوی مابین هیجانات رفتاری سرمایه گذاران و میزان بازده ناشی از سرمایه گذاری است لذا نتایج تحقیق حاضر در راستای نتایج تحقیقات چن و همکاران (۲۰۱۱)، کیم و ها (۲۰۱۰)، لینگ و همکاران (۲۰۱۰) می باشد.

محدودیت های پژوهش

در هنگام انجام هر تحقیق محدودیت هایی نیز بر سر راه محقق قرار می گیرد که این تحقیق نیز از آن مستثنی نیست. عمده ترین محدودیت های تحقیق حاضر که در تفسیر یافته های پژوهش و تعمیم آن باید مد نظر قرار گیرد به شرح زیر است:

۱. در این تحقیق همانطور که بدان اشاره شد با برخی محدودیت ها در زمینه انتخاب نمونه مواجه بودیم که از آن جمله عدم تغییر سال مالی، در دسترس بودن اطلاعات مورد نیاز متغیرها و بود. قطعاً استفاده از دوره ها و تعداد شرکت های بیشتر بر اعتبار و روایی تحقیق خواهد افزود.
۲. با توجه به قلمرو زمانی تحقیق حاضر (۹۳-۱۳۸۷) و نیز اینکه شرکتهای نمونه از لحاظ اندازه، ساختار سازمانی، نوع محصولات و نوع صنعت لزوماً معرف تمام واحدهای اقتصادی فعال در کشور نیستند، لذا تعمیم یافته ها بایستی با احتیاط انجام گیرد.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی

به منظور انجام پژوهش های آتی در ارتباط با این پژوهش، موضوعات زیر پیشنهاد می شود:

۱. می توان موضوع تحقیق حاضر را در هر یک از صنایع و بطور جداگانه مورد بررسی قرار داد و انتظار می رود با توجه به تفاوت ماهیت فعالیت شرکت ها در صنایع مختلف نتایج متفاوتی حاصل شود.
۲. می توان موضوع تحقیق حاضر را در ارتباط با ارزیابی تأثیر هیجانات رفتاری سرمایه گذاران بر سایر ارکان معاملاتی همچون حجم معاملات، نوسانات روزانه قیمت سهام، تخلفات معاملاتی و ... مورد بررسی و مذاقه قرار داد.
۳. بررسی موضوع تحقیق حاضر، در نمونه های تفکیک شده شرکتهای فعال در بورس بر اساس مراحل چرخه تجاری (رکود و رونق) و نیز مراحل چرخه عمر (رشد، بلوغ و افول) شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.
۴. بررسی مقایسه ای موضوع تحقیق حاضر، در نمونه های تفکیک شده بر اساس اندازه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به گروه های بزرگ و کوچک.

منابع

منابع و ماخذ

۱. آذر عادل، مومنی منصور، (۱۳۸۵)، "آمار و کاربرد آن در مدیریت"، تهران، سمت، ج ۲، چاپ دهم.
۲. اشرفزاده، حمید رضا و مهرگان، نادر، ۱۳۸۷. اقتصاد سنجی پانل دیتا. تهران: موسسه تحقیقات تعاون دانشگاه تهران.
۳. بازرگان، عباس و سرمد، زهره و حجازی، الهه، ۱۳۸۹. روشهای تحقیق در علوم رفتاری. نشر آگاه.
۴. حافظ نیا، محمد رضا (۱۳۸۵). "مقدمه‌ای بر روش تحقیق در علوم انسانی"، چاپ دوازدهم. تهران: سازمان مطالعه و تدوین کتب درسی علوم انسانی دانشگاه‌ها (سمت).
۵. حیدرپور، فرزانه و تاری وردی، یداله، ۱۳۹۲، تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم.
۶. دلاور، علی (۱۳۸۴). "روش تحقیق در روان‌شناسی و علوم تربیتی"، تهران: دانشگاه پیام نور.
۷. راعی، رضا و شیرزادی، سعید، ۱۳۸۷، بررسی الگوی تغییرات فصلی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پژوهش های اقتصادی.
۸. رستمی، م. و رضائی مقدم، م. (۱۳۹۲)، "ارزیابی بازده بلندمدت عرضه های عمومی اولیه با رویکرد مدل فاما و فرنچ و تاکید بر نقدشوندگی اهرم"، پژوهش های مدیریت در ایران.
۹. ساعی، علی (۱۳۷۷). "آمار در علوم اجتماعی". چاپ دوم، تهران: مؤسسه نشر جهاد.
۱۰. عاطفی منش، رویا و ستاورد، احمد رضا، ۱۳۹۱، نگاهی به تحولات بازارهای مالی ایران و جهان طی سال ۱۳۹۰، مجله اقتصادی - دوماهنامه بررسی مسائل و سیاستهای اقتصادی، شماره های ۷ و ۸، صفحات ۱۱۳ تا ۱۳۰
۱۱. مومنی، منصور و علی فعال قیومی (۱۳۸۶). "تحلیل داده‌های آماری با استفاده از SPSS". چاپ اول، تهران: کتاب نو.
12. Baker, M. and J. Wurgler, 2006, Investor sentiment and the cross-section of stock returns, *Journal of Finance* 61, 1645-1680.
13. Baker, M. and J. Wurgler, 2007, Investor sentiment in the stock market, *Journal of Economic Perspectives* 21, 129-151.
14. Bartov, E., D. Givoly and C. Hayn, 2002, The rewards to meeting or beating analyst expectations, *Journal of Accounting and Economics* 33(2), 173-204.
15. Black, F., 1986, Noise, *Journal of Finance* 41, 521-543.
16. Brown, G.W. and M.T. Cliff, 2005, Investor sentiment and asset valuation, *Journal of Business* 78, 405-440.
17. Chen, G., Yu, X., Kou, X., 2011. The participation of VCs on the IPO discount of enterprises in China: a comparison of different markets. *Economic Research Journal* 5, 74-85.
18. Collins, D., and S. P. Kothari, 1989, An analysis of inter-temporal and cross-sectional determinants of the earnings response coefficient, *Journal of Accounting and Economics* 11, 143-189.
19. Conrad, J., B. Cornell and W. Landsman, 2002, When is bad news really bad news? *Journal of Finance* 57, 2507-2532.
20. Greene, W.H., 2003. *Econometric Analysis*. Prentice Hall Business Publishing, Upper Saddle River, NJ.
21. Han, B., 2008, Investor sentiment and option prices, *Review of Financial Studies*, forthcoming.
22. Hu, Z., Bu, Y., 2012. The Effect of Political Connection of Venture Capital on the Possibility of Successful IPO. University of Science and Technology of Beijing. Working Paper.
23. Ikenberry, D.L., G. Rankine and E.K. Stice, 1996, What do stock splits really signal? *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, 357-375.
24. Kothari, S.P. and J.B. Warner, 2006, *Econometrics of Event Studies*, in B. Espen Eckbo (ed.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, volume A, Elsevier/North Holland, Chapter 1. 26.
25. Lee, P.M., Wahal, S., 2004. Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs. *Journal of Financial Economics* 73, 375-407.
26. Magnan, M. and D. Cormier. 1998 "The impact of forward-looking financial data in IPOs on the quality of financial reporting." *Journal of financial statement analysis* 3 (2): pp.6-17.
27. Mian, M, Sankaraguruswamy, S., 2008, Investor Sentiment and Stock Market Response to Corporate News, SSRN.

Management, Economics & Accounting

Kualalumpur - Malaysia / 15 Dec 2016

28. Nissim, D., and A. Ziv, 2001, Dividend changes and future profitability, *Journal of Finance* 56, 2111-2133.
29. Qiu L. and I. Welch, 2006, Investor sentiment measures, working paper. Brown University.
30. Veronesi, P., 1999, Stock market over reaction to bad news in good times: A rational expectations equilibrium model, *Review of Financial Studies* 12, 975-1007.
31. Yu, J. and Y. Yuan, 2006, Investor sentiment and the mean-variance relation, working paper, University of Pennsylvania. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=831487>.
32. Yuhei Inoue, Seoki Lee, (2011), "Effects of different dimensions of corporate social responsibility on corporate financial performance in tourism-related industries", *Tourism Management*, Volume 32, Issue 4, August, PP. 790-804.
33. Suaryana, G, N, A., Subroto, B, & Rahman, A, F,. 2014, The Influence of Earnings Quality on Long-Run Stock Performance of IPO, *Journal of Research in Business and Management*, Volume 2 ~ Issue 7 (2014) pp: 01-07.

Surf and download all data from SID.ir: www.SID.ir

Translate via STRS.ir: www.STRS.ir

Follow our scientific posts via our Blog: www.sid.ir/blog

Use our educational service (Courses, Workshops, Videos and etc.) via Workshop: www.sid.ir/workshop