



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال نهم / شماره سی‌وسوم / بهار ۱۳۹۹

بررسی نقش تعدیلی درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، بازده سهام و نوسان قیمت سهام

داود هممتی

عضو هیات علمی گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد رودهن، رودهن، ایران (نویسنده مسئول)
Davoud.hemmati@gmail.com

علی رضانی

دانشجوی دوره دکتری مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم تحقیقات تهران، تهران، ایران
Ramezani.2006@yahoo.com

اکرم شایان‌فر

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی واحد رودهن، رودهن، ایران
a.shayanfar67@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۶/۰۸/۱۷ تاریخ پذیرش: ۹۶/۱۲/۱۲

چکیده

هدف تحقیق بررسی نقش تعدیلی درصد مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، بازده سهام و نوسان قیمت سهام است. قلمرو مکانی این تحقیق شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ می‌باشد. در این تحقیق، گرایش احساسی سرمایه‌گذاران متغیر مستقل، سرمایه‌گذاران نهادی متغیر تعدیل‌گر و بازده سهام و نوسان قیمت سهام متغیر وابسته در نظر گرفته شد. روش تحقیق از لحاظ هدف کاربردی، از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات همبستگی محسوب می‌گردد. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۰۷ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. نتایج تحقیق نشان داد بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار و مثبت وجود دارد. بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و نوسان قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار و مثبت وجود دارد. سرمایه‌گذاران نهادی بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است. سرمایه‌گذاران نهادی بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و نوسان قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است.

واژه‌های کلیدی: سرمایه‌گذاران نهادی؛ گرایش احساسی سرمایه‌گذاران؛ بازده سهام؛ نوسان قیمت سهام.

۱- مقدمه

ارزش تعیین شده سهام شرکت یکی از فرصتهای دستیابی به رشد و توسعه در آینده می باشد. امروزه صدها شرکت وارد بورس اوراق بهادار تنها برای یکبار می شوند. قیمت سهام هر لحظه و بر اثر تغییرات عرضه و تقاضای بازار قابل تغییر است. اگر تعداد فروشندگان یک سهم از تعداد خریداران آن بیشتر باشد، یعنی عرضه یک سهم برای فروش بیش از میزان تقاضای آن برای خرید باشد، قیمت آن سهم کاهش می‌یابد و برعکس. قیمت یک سهم شاخص عملکرد شرکت است. مردم عملیات تجاری شرکت را نمی‌توانند از نزدیک ببینند اما به طور حتم، می‌توانند قیمت سهام شرکت را در بازار شاهد باشند. تمام معیارهای عملکرد مبتنی بر ارزش دارای رابطه معنادار با قیمت هستند. حداکثر کردن قیمت سهم به عنوان هدف اصلی شرکت می‌تواند به رضایت سهامداران و مشتریان منجر شود (رهگذر، ۱۳۸۵).

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، ۱۳۹۱).

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 پرریسک و پر هزینه است (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۸۹).

بیشترین نقدی که بر تئوری مالی سنتی وجود دارد، مربوط به دیدگاه کلاسیک عقلانیت سرمایه‌گذاران می‌باشد. تئوری مالی سنتی بیان می‌کند که قیمت سهام، ارزش بنیادی سهام را نشان می‌دهد و منعکس‌کننده 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 تاثیر بی‌بازده 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 بنیادی 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 غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی در بورس است. متغیرهای احساسی که بر اساس محدودیت های شناختی شکل می گیرند، شرایط روانی فعالان بازار بورس را مورد بررسی قرار می دهند (می-چن لی، ۲۰۱۰). بلک^۳ (۱۹۸۶) نقش معامله گران اختلال را در فعالیت های اقتصادی، شامل بازارهای مالی برجسته کرد. معامله گران اختلال را معامله گران سهام می باشند که به طور غیر منطقی و غیر قابل پیش بینی اقدام به خرید، فروش و نگه داری سهام می کنند. بلک بیان میکند معامله گران اختلال را در تقابل با اطلاعات هستند. در زمینه مالی، اطلاعات منعکس کننده اخبار در مورد ریسک و بازده می باشند اما معامله گران اختلال را توجهی به اطلاعات ندارند. مالی رفتاری یکی از مطالعاتی است که در این زمینه به سرعت گسترش یافته است و به بررسی فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و عکس العمل آن ها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی می پردازد و تاکید آن بیشتر به تاثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت های سرمایه گذاران بر تصمیم گیری سرمایه گذاری می باشد. از بنیان گذاران این حوزه از دانش مالی، روانشناس مشهور دانیل کاهنمن^۴ است (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۸۶).

دیدگاه مالی رفتاری نشان می دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش احساسی سرمایه گذار، نقش مهمی در تعیین قیمت ها بازی می کند (کیم و ها، ۲۰۱۰). در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله گران اختلال را و آربیتراژ گران منطقی قیمت ها را شکل می دهد و اگر یک سهام معامله گرهای اختلال زای بیشتر و یا معامله گرهای منطقی کم تری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیر است (می-چن لی، ۲۰۱۰).

مالی رفتاری، بیانگر دو فرض اساسی است: اولین فرض این است که سرمایه گذاران تحت تاثیر گرایش های احساسی خود تصمیم می گیرند. در اینجا گرایش احساسی به صورت اعتقاد به جریان های نقدی آتی و ریسک های سرمایه گذاری تعریف شده که این اعتقاد توسط حقایق در دسترس ایجاد نشده است. دومین فرض این است که آربیتراژ در برابر سرمایه گذاران احساسی پر ریسک و پر هزینه است. بنابراین سرمایه گذاران منطقی یا آربیتراژگرها در برگرداندن قیمت ها به قیمت بنیادی، پرتکاپو نیستند. مالیه رفتاری مدرن اعتقاد دارد که محدودیت هایی برای آربیتراژ وجود دارد (باهاتارا و همکاران^۵، ۲۰۱۲).

آنچه که مشخص است این است که عوامل بی شماری می تواند 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، گرایشات رفتاری سرمایه گذاران است که به نظر می رسد کمتر مورد بحث قرار گرفته است. افراجیر^۶ (۲۰۱۶) به بررسی ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه گذاران، بازده سهام و نوسان قیمت سهام شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اروپا پرداخت. طبق تحقیقات انجام شده نتایج پژوهش حاکی از آن بود که گرایشات احساسی سرمایه گذاران ارتباط معنادار با بازده سهام شرکتها و همچنین نوسان قیمت سهام دارد. آیگور و تاس^۷ (۲۰۱۴) در تحقیقات خود نشان دادند که زمانیکه گرایش احساسی سرمایه گذار در سطح بالا قرار دارد شوک های درآمدی تاثیر معناداری بر نوسان پذیری شرطی و بازده می گذارد. از طرفی؛ 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 اتومبیل‌سازی و مالی، گرایش احساسی سرمایه‌گذار تاثیر منفی معنادار و بااهمیتی بر نوسان‌پذیری دارد (سایم و همکاران، ۲۰۱۳). از طرفی حاکمیت شرکتی به کیفیت، شفافیت، اعتماد و اطمینان در روابط سهامداران، هیات‌مدیره، مدیریت و کارمندان اشاره دارد که میزان قدرت و مسئولیت هر یک از این‌ها را در ارائه ارزش پایدار به همه سهامداران معین می‌کند. به منظور جذب سرمایه‌های مالی و انسانی برای شرکت و نیز حصول اطمینان از پایداری خلق ارزش، سیاست‌های شرکت باید طوری تعیین شود که اعتماد تمامی سهامداران را جلب کند. حاکمیت شرکتی مناسب، روابط قابل اعتماد بین شرکت و ذینفعان آن را تضمین می‌کند. هدف حاکمیت شرکتی خوب، دستیابی به پایداری، مسئولیت‌پذیری، پاسخگویی، عدالت، شفافیت و اثربخشی در تمام قسمت‌های یک شرکت و یا سازمان است. یکی از مهمترین عنصر در ساختار شرکت‌های بزرگ، سرمایه‌گذاران نهادی است. در مجموع، حاکمیت شرکتی بیشتر اشخاص را مورد خطاب قرار می‌دهد تا روند انجام امور. بنابراین نهاد‌های حرفه‌ای نیازمند کسب اطمینان از حضور افراد حرفه‌ای با دانش و مهارت کافی در فضای کسب و کار می‌باشند تا حاکمیت بر مبنای عقل سلیم صورت پذیرد نه بر مبنای انبوهی از قوانین و مقررات و نه بر اساس گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران (حساس یگانه، ۱۳۸۴). در حقیقت آنچه که هدف می‌باشد، بررسی نقش تعدیلی درصد مالکیت سهامداران نهادی بر ارتباط بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده و نوسان قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران 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.

۲- مبانی نظری و پیشینه تحقیقات

۲-۱- مبانی نظری

تئوری مالی سنتی بیان می‌کند که قیمت سهام، ارزش بنیادی سهام را نشان می‌دهد و منعکس‌کننده 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 (تلمگی و همکاران، ۱۳۸۳). بر این اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است و رفتار بی‌خردانه سرمایه‌گذار تاثیر بر بازده مقطعی سهام 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 بنیادی باقی خواهد ماند (کیوم و ها، ۲۰۱۲). اما شواهد حکایت از آن دارد که سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های کمی استفاده نمی‌کنند. قضاوت‌ها مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی در بورس است. متغیرهای احساسی که بر اساس محدودیت‌های شناختی شکل می‌گیرند، شرایط روانی فعالان بازار بورس را مورد بررسی قرار می‌دهند (می‌چن لی، ۲۰۱۰). 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 قضاوت های سرمایه گذاران بر تصمیم گیری سرمایه گذاری می باشد. دیدگاه مالی رفتاری نشان می دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش احساسی سرمایه گذار، نقش مهمی در تعیین قیمت ها بازی می کند (کیم و ها، ۲۰۱۲). از همین رو، لی^۹ (۲۰۱۰) در تحقیقی به بررسی تاثیر سهامداران خرد (اقلیت) یا غیرنهادی بر سیاست تقسیم سود در شرکتهای استرالیایی طی دوره ۲۰۰۴-۲۰۰۸ پرداخت و دریافت که رابطه مثبت و معناداری بین درصد مالکیت سهامداران خرد و سیاست تقسیم سود وجود دارد. کیم و ها (۲۰۱۴) به بررسی تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر قیمت سهام پرداختند. آنها 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 را بهتر توضیح می دهد. الیزابت و همکاران^{۱۰} (۲۰۱۴) به بررسی گرایش احساسی سرمایه گذاران و واکنش بازار نسبت به اخبار تقسیم سود در اروپا پرداختند و دریافتند که گرایش احساسی سرمایه گذاران بر واکنش بازار نسبت به اعلام تغییرات تقسیم سود تاثیر می گذارد. در خصوص ارتباط میان سرمایه گذاران نهادی و نوسان پذیری بازده سهام نظریات متفاوتی وجود دارد. شماری از محققان معتقدند که سرمایه گذاران نهادی به صورت توده وار رفتار می کنند و تمایل دارند از استراتژی بازخورد مثبت معامله استفاده نمایند. از این رو، عملکرد آنها می تواند به خود همبستگی و بی ثباتی قیمت سهام منجر شود؛ به طوری که با وجود این نوع از سرمایه گذاران، نوسان پذیری بازده سهام قابل مشاهده است. این دیدگاه بر مبنای نظریه همگرایی منافع قابل توجیه است؛ بدان معنی که سرمایه گذاران نهادی با مدیران به دلیل منافع مشترک همسو شده، باعث بی ثباتی قیمت های سهام می شوند. در مقابل، گروه دیگر معتقدند سرمایه گذاران نهادی، سرمایه گذاران آگاهی هستند که با اطلاعات جدید و بموقع قیمت سهام را تنظیم کرده، از نوسان پذیری بازده سهام می کاهند، لذا وجود این سرمایه گذاران باعث کاراتر شدن بازار سهام می گردد (فخاری و طاهری، ۱۳۸۹). محققان همچنین معتقدند که دو عامل تاثیر گذار در تغییر قیمت سهام، میزان اطلاعات در دسترس و نوع پاسخگویی سهامداران به اطلاعات است. وجود سرمایه گذاران نهادی مکانیسم معتبری به منظور انتقال اطلاعات به بازارهای مالی یا به دیگر سهامداران فراهم می آورد. در همین راستا، بوهل و همکاران^{۱۱} (۲۰۱۱) بیان می دارند که سرمایه گذاران نهادی یکی از بازیگران اصلی در بازار سرمایه هستند که استفاده آنها از توانایی هایشان تابعی از میزان سرمایه گذاری آنهاست. لذا میزان مالکیت نهادی این سرمایه گذاران می تواند با نوسان پذیری بازده سهام در ارتباط باشد. از این رو، این محققان بیان می دارند سرمایه گذاران نهادی با پیاده سازی حاکمیت شرکتی، شفافیت اطلاعاتی را افزایش داده، از عدم تقارن اطلاعاتی می کاهند و این عمل موجب تقویت کارایی بازار سرمایه می شود؛ به طوری که انتظار می رود نوسان پذیری بازده سهام کاهش یافته، سبب ایجاد بازاری جذاب و مطمئن برای سرمایه گذاران جدید شود. آنها همچنین اظهار می کنند وجود سرمایه گذار نهادی سبب فراهم شدن فرصت های مناسب سودآوری برای سرمایه گذاران موجود می شود و گسترش نقد شودگی و عمق بازار و شفافیت قیمت ها و در نهایت افزایش بهره وری و بهبود سطح رفاه اجتماعی را به دنبال خواهد داشت (فخاری و طاهری، ۱۳۸۹).

موضوع های فرعی در حوزه مالی و در بحث مالیه رفتاری، مطالعه مربوط به شناسایی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و طراحی و تبیین الگوی تصمیم‌گیری آنان در بازار سرمایه، در شرایط عدم اطمینان است. نخستین مطالعات در زمینه رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، به دهه ۷۰ بر می‌گردد. کوهن و همکارانش^{۱۲} (۱۹۷۵) شواهد تجربی کاهش ریسک‌گریزی اشخاص در هنگام افزایش ثروت آنها را در بورس های معتبر جهان ارائه کردند. همچنین رایلی و چو^{۱۳} (۱۹۹۲) دریافتند که بین ریسک‌گریزی افراد و سن، درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، رابطه معنی داری وجود دارد. با افزایش درآمد، ثروت و تحصیلات افراد، درجه ریسک‌پذیری آنها نیز افزایش می‌یابد. ولی بین سن افراد و ریسک‌پذیری رابطه عکس وجود دارد. مطالعات لبرون، فارلی و گلا^{۱۴} (۱۹۹۲) ثابت کرد که درجه ریسک‌گریزی افراد، تابعی از عوامل درونی شخص است و به ملاحظات بیرونی بازار ارتباطی ندارد. یافته‌های مطالعات لولین، لیس و اسکلاربام^{۱۵} (۲۰۰۱) نشان می‌دهد که بین ترجیحات سرمایه‌گذاران افراد و سن، جنسیت و تحصیلات آنها رابطه معنی داری وجود دارد. بارنیول^{۱۶} (۲۰۰۳) در مطالعات خود دریافت که رفتار سرمایه‌گذار در بازار را می‌توان براساس ویژگی‌های سبک زندگی، میزان ریسک‌گریزی و شغل فرد پیش‌بینی کرد. ایشترین تاثیر اطلاعات اجتماعی بر رفتار سرمایه‌گذار حقیقی را مورد بررسی قرار داد. یافته‌های تحقیق او بیانگر این است که گزارش‌های مالی سالیانه شرکتها تاثیر چندانی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران نداشته و بی‌ارزش‌اند (استفن^{۱۷}، ۲۰۰۰). مریکاس و همکارانش^{۱۸} (۲۰۱۰) از راه مطالعه پیمایشی سعی کردند که عوامل تاثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی را در بازار سرمایه یونان شناسایی کنند. نتایج تحقیق آنها نشان می‌دهد که معیار تصمیم‌گیری افراد در خرید یک سهم، ترکیبی از معیارهای اقتصادی و معیارهای روان‌شناختی است. آنها دریافتند که تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران همواره یک رویکرد منسجم و عقلایی نخواهد بود (بلام و همکاران^{۱۹}، ۲۰۱۳). یکی از جدیدترین پژوهش‌های صورت گرفته در رابطه با شناسایی عوامل تاثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران، پژوهشی است که توسط حسن التمیمی^{۲۰} (۲۰۰۳) در بازار سرمایه امارات صورت گرفت. وی متغیرهای تاثیرگذار بر رفتار سرمایه‌گذاران را در پنج گروه از عوامل طبقه بندی کرد. این عوامل عبارتند از: اطلاعات مالی و حسابداری، اطلاعات خنثی، توصیه‌های جانبدارانه، انطباق تصویر خود با شرکت و نیازهای شخصی سرمایه‌گذار. یافته‌های این پژوهش حاکی از این است که متغیرهای مرتبط با نظریه حداکثر کردن مطلوبیت از قبیل: رشد سودآوری، سود نقدی پرداخت شده به سهامداران و سود هر سهم پیش‌بینی شده از مهمترین متغیرهای تاثیرگذار در قصد خرید یک سهم در بازار خواهد بود. عامل مهم دیگری که می‌تواند رفتار افراد را تحت تاثیر قرار دهد، میزان درجه ریسک‌پذیری است، که این مورد از جمله مهمترین عوامل موجود در بازارهای مالی، به ویژه بازار سهام می‌باشد. از لحاظ درجه ریسک، افراد به دو دسته ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز تقسیم می‌شوند. سرمایه‌گذاران در بازار بورس منطقی عمل کرده و به ازای پذیرفتن میزان مشخصی از ریسک، بازده مورد انتظارشان را طلب می‌کنند. ولی اگر فردی به هیچ عنوان ریسک را نپذیرد و مایل به کسب بازده ای باشد که در برابر دریافت آن بازده، متحمل هیچ‌گونه ریسکی نشود، به طور طبیعی نمی‌تواند به سمت بازار بورس حرکت کند، چرا که افرادی به سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار می‌پردازند که میزان ریسکی را با توجه به مقدار بازده، پذیرا باشند (لولن و همکاران^{۲۱}، ۲۰۱۱). از انواع محرکهای درونی

دیگری که می تواند به رفتار افراد شکل بدهد، انطباق تصویر ذهنی خریدار با تصویر واقعی شرکت است. بسیاری از سرمایه گذاران بدون توجه به نام شرکت و صورتهای مالی (سود هر سهم، سیاست تقسیم سود، نرخ رشد سود و...) سهام شرکت را خریداری می کنند، در واقع این گونه سرمایه گذاران با توجه به تصویر ذهنی ایده آل خود از محصولات و خدمات، سهامدار شرکت می شوند. در حقیقت این افراد میان ذهنیت مطلوب خود و تصویر واقعی شرکتهای موجود، انطباقی را صورت می دهند و در نهایت سهامدار شرکتی می شوند که محصولات، خدمات، مدیریت و... آن، مطابق با ذهنیات آنها باشد (مارتین و همکاران ۲۲، ۲۰۱۲).

عامل مهم دیگری که از لحاظ روانی بر ذهنیت و قصد افراد تأثیر گذار است، قدرت و توانایی تجزیه و تحلیل ذاتی افراد برای سرمایه گذاری است. به طور کلی اگر افراد احساس کنند که انرژی و استعدادها لازم برای انجام کاری را به خوبی در اختیار دارند، در آن فعالیت موفق تر از دیگران عمل می کنند. ما در طول تاریخ شاهد ظهور ابر مردانی بوده ایم که با اینکه از تکنیکها و اصول رشته خود به صورت آکادمیک بهره مند نبوده اند، ولی بسیار خوش درخشیده اند، چرا که آنها به صورت ذاتی و درونی در زمینه فعالیت خود قدرتمند بوده اند. حال اینکه بعضی از افراد که از لحاظ ذاتی (ارثی) از قدرت تحلیل بالایی برخوردار هستند و در واقع این گونه افراد با کمترین دادهها و اطلاعات در زمینه مورد نظر، تجزیه و تحلیل دقیقی را از خود بروز داده، در نتیجه این گونه افراد در صورت شناخت این پتانسیل درونی، گرایش هر چه بیشتری به خرید سهام و فعالیت در بازار بورس اوراق بهادار دارند (کیدمن و همکاران ۲۳، ۲۰۱۲).

طبق تحلیلات صورت گرفته نتایج پژوهش حاکی از آن است که خوشبینی یا بدبینی بازار بیش از حد بازار با توجه به گرایشها احساسی سرمایه گذاران بر تصمیمات تجاری سرمایه گذاران تأثیرگذار است و در قیمت سهام و حجم معامله منعکس می شود. با توجه به این ادبیات و مطالعات انجام شده در سایر شرکتها ما به دنبال بررسی این موضوع در کشورمان هستیم چرا که با توجه به بررسی های انجام شده به این نتیجه دست یافتیم که هیچ گونه تحقیقی در این زمینه در کشور ما انجام نگرفته است.

۲-۲- تحقیقات پیشین

ستایش و شمس الدینی (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران و قیمت سهام شرکتها است. به همین منظور، با استفاده از دادههای مربوط به ۱۱۱ شرکت طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۲، تأثیر متغیرهای مربوط به شاخص گرایش احساسی سرمایه گذاران بر قیمت سهام شرکتها، با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه بررسی می شود. نتایج پژوهش نشان داد که متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به قیمت هر سهم (P/E)، دارای ارتباط مثبت معنادار و متغیر اثر زیان‌گریزی دارای ارتباط منفی معناداری با قیمت سهام می باشند؛ اما بین سه متغیر اثر برگشت بلندمدت و اثر اندازه و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به خالص جریانهای نقدی هر سهم (P/CF) با قیمت سهام رابطه‌ی معناداری یافت نشد. علاوه بر این، 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 تاثیر 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 تاثیر 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 می‌شوند. تحقیق حاضر با روش تشکیل پرتفوی‌های برنده و بازنده، موضوع یاد شده را در سه مرحله بررسی می‌کند. در مرحله اول، آزمون بدون کنترل اثر متغیرهای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (B/M) و ریسک سیستماتیک شرکت (β) 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، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از آزمون آماری t اسپتودنت استفاده شده است. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که مدیران نهادهای سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران انفرادی در تصمیمات خود نسبت به چهار متغیر فروش، سود، جریان نقدی، بازده حساسیت توجه بیش از اندازه نشان می‌دهند و هم‌چنین در مورد سه متغیر اثرات حرکت سریع بازده آن‌ها به وسیله بازگشت بازده در بلندمدت اصلاح می‌شود؛ ولی برای متغیر جریان نقدی این‌گونه نیست.

دموری و همکاران (۱۳۸۷) به بررسی عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. پژوهشگرانی که عکس‌العمل بیش از اندازه سهامداران را مورد بررسی قرار داده‌اند، به این نتیجه رسیده‌اند که سرمایه‌گذاران به عملکرد مالی گذشته

شرکت‌ها عکس العمل بیش از اندازه نشان می‌دهند. سرمایه‌گذاران، سهام‌های با عملکرد گذشته خوب را بالاتر از ارزش ذاتی‌شان و سهام‌های با عملکرد مالی گذشته ضعیف را پایین‌تر از ارزش ذاتی‌شان ارزش‌گذاری می‌کنند. بعد از مدتی وقتی سرمایه‌گذاران تشخیص دهند که انتظارات قبلی آنها صحیح نبوده است، قیمت سهام به ارزش ذاتی و واقعی خود باز می‌گردد. تحقیق حاضر به بررسی عکس العمل بیش از اندازه سهامداران بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. 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 می‌باشد. جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش تحقیق آزمون پرتفولیو می‌باشد. 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 اقلام غیر مترقبه، فروش و بازده سهام، عکس العمل بیش از اندازه نشان می‌دهند ولی نسبت به متغیر جریان نقدی، عکس العمل بیش از اندازه نشان نمی‌دهند.

اسلامی و شهریاری (۱۳۸۶) به بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه‌گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۴ پرداختند. در این تحقیق وجود رفتار توده وار مشارکت‌کنندگان در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی و آزمون قرار گرفته است. شواهد اولیه حکایت از آن دارند که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران جهت تعیین ارزش سهام، کمتر از روش‌های کمی استفاده می‌نمایند و قضاوت‌های ایشان بیشتر مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی، شایعات و پیروی کورکورانه از عده معدودی از افراد به عنوان مشارکت‌کنندگان 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 شرکت‌ها از بازده بازار در فواصل زمانی روزانه، هفتگی و ماهانه، در کل توزیع بازده بازار و نیز در خلال دوره‌های نوسانات افزایشی یا کاهش‌ی بازار مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. یافته‌های این تحقیق حاکی از آن است که رفتار توده وار در دوران رونق بازار در بورس اوراق بهادار تهران وجود ندارد، ولی شواهدی از توده‌واری در زمان رکود بازار با استفاده از داده‌های روزانه بازده یافت شد. به بیان دیگر، در بورس اوراق بهادار تهران، انحراف بازده سهام شرکت‌ها از بازده بازار در خلال دوره‌هایی که تغییرات شاخص قیمت و بازده نقدی مثبت می‌باشد، به مراتب بیشتر و قابل‌تامل‌تر از زمانی است که تغییرات شاخص منفی است. این مساله نشان دهنده تشابه رفتار بازده سهام شرکت‌ها با رفتار بازار در دوران رکود بازار می‌باشد. نکته دیگر آنکه با استفاده از داده‌های هفتگی و ماهانه به شواهدی از توده‌واری دست نیافتیم، که این مساله می‌تواند تأکیدی بر کوتاه مدت بودن پدیده توده‌واری باشد.

قالیباف اصل و نادری (۱۳۸۵) به بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق پرداختند. نتایج بدست آمده حاکی از آن است که

سرمایه‌گذاران در کوتاه مدت نسبت به اطلاعات و اخبار منتشره در شرایط رکود و رونق، واکنش بیش از حد نداشته‌اند.

افراجیر^{۲۴} (۲۰۱۶) به بررسی ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، بازده سهام و نوسان قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اروپا طی دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۱۲ پرداخت. هدف از این پژوهش چگونگی تأثیرگذاری گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام و نوسان قیمت سهام می‌باشد. متغیرهای پژوهش عبارتند از گرایش احساسی سرمایه‌گذاران (متغیر مستقل) و بازده سهام و نوسان قیمت سهام (متغیر وابسته). جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شد. طبق تحقیقات انجام شده نتایج پژوهش حاکی از آن بود که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران ارتباط معنادار با بازده سهام شرکت‌ها و همچنین نوسان قیمت سهام دارد.

زانا^{۲۵} (۲۰۱۵) به بررسی رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و عکس‌العمل بازار سهام پرداخت. هدف از این پژوهش بررسی چگونگی تأثیرگذاری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر عکس‌العمل بیش از اندازه یا کمتر از اندازه بازار سهام می‌باشد. طبق تحلیل‌های صورت گرفته نتایج پژوهش حاکی از آن است که خوشبینی یا بدبینی بازار بیش از حد بازار با توجه به گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر تصمیمات تجاری سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است و در قیمت سهام و حجم معامله منعکس می‌شود.

جرارد و همکاران^{۲۶} (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین جریان نقدی، اقلام تعهدی و بازده سهام طی دوره زمانی ۲۰۰۵-۲۰۱۰ پرداختند. در این پژوهش گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به عنوان متغیر تعدیل‌گر؛ جریان نقدی و اقلام تعهدی به عنوان متغیرهای مستقل و بازده سهام به عنوان متغیر وابسته ارائه شد. با توجه به آزمون مدل رگرسیون چند متغیره نتایج پژوهش حاکی از آن بود که بین بازده سهام و جریان نقدی و اقلام تعهدی همبستگی قوی و منفی وجود دارد و همچنین زمانیکه گرایش احساسی بالا باشد، سرمایه‌گذاران نسبت به چشم‌انداز آینده شرکت‌هایی که دچار بحران مالی هستند خوشبین هستند. در مقابل زمانیکه گرایش احساسی پایین باشد سرمایه‌گذاران بسیار بدبین هستند. نتیجه که استراتژی‌های بر مبنای اقلام تعهدی (جریان نقدی آزاد) بطور قابل توجهی در دوره‌ای که گرایش احساسی بالاست قوی (ضعیف) عمل می‌کنند و در دوره‌ای که گرایش احساسی پایین است ضعیف (قوی) عمل می‌کنند. بنابراین انتظار می‌رود اقلام تعهدی که نمای مثبتی در شرکت‌هایی که دچار بحران مالی هستند دارند به ارزیابی کیفیت سود می‌پردازند و از سرمایه‌گذاران در طول دوره آشفتنگی حفاظت می‌کنند.

آیگور و تاس^{۲۷} (۲۰۱۴) به بررسی تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذار بر بازده و نوسان پذیری شرطی بازارهای بین‌المللی سهام پرداختند. یکی از مهمترین مباحث مالی رفتاری این است که احتمال می‌رود برخی ویژگی‌های قیمت‌داری‌ها با توجه به انحرافات حاصل از ارزش‌های بنیادی ارائه شده باشد و از طریق مداخله معامله‌گران آشوب‌گر بوجود می‌آید. هدف اصلی این پژوهش ارائه مدلی است که به ارزیابی بازده و نوسان پذیری شرطی شاخص‌های بازار سهام با توجه به تغییرات در گرایش احساسی سرمایه‌گذار از طریق ارزیابی تأثیرات شوک تقاضای معامله‌گران آشوب‌گر بر بازده و نوسان پذیری طی دوره زمانی ده ساله ۱۹۹۹ الی ۲۰۰۸

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.

میان و سیرینواسان^{۲۸} (۲۰۱۴) به بررسی گرایش احساسی سرمایه گذار و عکس العمل بازار نسبت به اخبار خوب و بد پرداختند. در این پژوهش از شاخص بیکر و وارگلر (۲۰۰۶) برای اندازه گیری گرایش احساسی سرمایه گذار استفاده شده است و به بررسی واکنش قیمت سهام نسبت به شوک های درآمد و سود پرداخته شده است. طبق تحلیلات انجام شده نتایج پژوهش بیانگر آن است که دوره گزارش سه روزه بازده برای اخبار سود مثبت (منفی) برای سود هایی که در طول گرایش‌ها احساسی بالا (پایین) گزارش می شوند نسبت به سودهایی که در طول گرایش‌ها احساسی پایین (بالا) گزارش می شوند بهتر است. بطور مقطعی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذار و واکنش قیمت سهام نسبت به اخبار در سهام کوچک، سهام جوان، سهام نوسان پذیر و سهام غیر سود تقسیمی و سهام بحرانی قوی تر است.

ویرا^{۲۹} (۲۰۱۴) به بررسی گرایش احساسی سرمایه گذاران و واکنش بازار نسبت به اخبار تقسیم سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار اروپا پرداختند. دیدگاه مالی رفتاری نشان می دهد که سرمایه گذاران تحت تاثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می گیرند و همچنین گرایش احساسی سرمایه گذاران نقش مهمی در تعیین بازده و قیمت‌ها ایفا می کند. طبق بررسی های انجام شده نتایج حاصل از آزمون فرضیه های تحقیق حاکی از آن بود که گرایش احساسی سرمایه گذاران بر واکنش بازار نسبت به اعلام تغییرات تقسیم سود تاثیر می گذارد.

سایم و همکاران^{۳۰} (۲۰۱۳) به بررسی تاثیر گرایش احساسی سرمایه گذار بر بازده و نوسان پذیری سهام در صنعت خاص در آمریکا طی دوره زمانی ۲۰۰۰-۲۰۰۵ پرداختند. صنایع مورد استفاده در این پژوهش صنایع اتومبیل سازی، مالی، غذایی، سوخت و برق و گاز و متغیرهای مورد استفاده در پژوهش به ترتیب گرایش احساسی سرمایه گذاران، بازده و نوسان پذیری بازده سهام 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.

کیم و ها^{۳۱} (۲۰۱۰) به بررسی تاثیر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران بر قیمت سهام پرداختند آنها ۴ پنجگ پرتفوی مرتب شده بر اساس اندازه، ارزش دفتری به بازار، مالکیت نهادی و قیمت ایجاد نموده و اینگونه نتیجه گیری کردند که گرایش احساسی سرمایه گذار بطور سیستماتیک قیمت سهام شرکتهای کره ای با اندازه کوچک، قیمت سهام پایین و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار کم و درصد مالکیت نهادی پایین را تحت تاثیر خود قرار می دهد. همچنین به این نتیجه رسیدند که اضافه کردن شاخص گرایش احساسی سرمایه گذاران به مدل قیمتگذاری دارایی های سرمایه ای عملکرد مدل را تقویت بخشیده و اثرات اندازه، ارزش و مومنتوم را بهتر توضیح می دهد.

شمیلینگ^{۳۲} (۲۰۰۹) به بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذار و بازده سهام پرداخت. در این پژوهش از اطمینان مشتریان بعنوان شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذار در هجده کشور صنعتی استفاده شده است. نتایج پژوهش حاکی از آن است که گرایش احساسی سرمایه‌گذار بازده بازار سهام را بطور منفی پیش بینی می‌کند. زمانی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در سطح بالا قرار دارد بازده آتی سهام تمایل به کمتر شدن دارد و برعکس. این رابطه همچنین برای بازده ارزش سهام، رشد سهام، سهام کوچک و افق‌های متفاوت پیش بینی صدق می‌کند. در نهایت با استفاده از چشم انداز مقطعی شواهد نشان می‌دهد که تاثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام برای کشورهای تکامل یافته کمتری دارند بیشتر است.

۳- روش شناسی پژوهش

این تحقیق از لحاظ روش همبستگی، از لحاظ هدف، کاربردی می‌باشد. همچنین از آنجا که به توصیف آنچه هست یا توصیف شرایط موجود بدون دخل و تصرف (و نه به الزام و توصیه خاص) و با توجه به آن که قضاوت‌های ارزشی در این تحقیق کم رنگ است، پژوهش حاضر در زمره تحقیقات توصیفی به شمار می‌رود. به علاوه با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه‌ها آن استفاده خواهد شد در گروه تحقیقات شبه آزمایشی طبقه بندی می‌گردد. همچنین تحقیق حاضر به لحاظ معرفت شناسی از نوع تجربه‌گرا، سیستم استدلال آن استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه کتابخانه‌ای با استفاده از اطلاعات تاریخی به صورت پس رویدادی (یعنی استفاده از اطلاعات گذشته) می‌باشد.

اطلاعات مربوط به مبانی نظری تحقیق از طریق روش کتابخانه‌ای و با مطالعه کتب و مقالات داخلی و خارجی موجود در زمینه پژوهش گردآوری شده است در بخش کتابخانه‌ای، ابزار پژوهش کتب، مجلات تخصصی فارسی و لاتین و اینترنت می‌باشد و داده‌های پژوهش از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های نمونه با استفاده از سایت کدال و مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام پذیرفت.

۳-۱- متغیرهای تحقیق

با توجه به اینکه شرکتها از لحاظ اندازه در بورس متفاوت می‌باشند این عامل می‌تواند به عنوان یک متغیر کنترلی بر رابطه بین متغیرها تاثیرگذار باشد و همچنین شرکتها با توجه به منابع مالی خود از بیرون از سازمان (معمولا در ایران از طریق بانکها) به تامین وجوه مالی مورد نیاز خود بصورت متفاوت اقدام می‌نمایند که این اقدام می‌تواند بررسی متغیرهای اصلی تحقیق را تحت تاثیر قرار دهد بطوریکه شرکتهای با منابع مالی محدود و نامحدود هریک دارای ویژگی‌های متفاوتی می‌باشند که خود این ویژگی‌ها می‌تواند به عنوان خصوصیت شرکتها تاثیرگذار باشد و در نهایت سهام شرکتها در بورس می‌تواند بر مبنای فعالیت هر یک از شرکتها دچار نوسانات قیمت سهام گردد و نسبت به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بصورت مثبت یا منفی متفاوت باشد و سرمایه‌گذاران و سهامداران بالقوه و بالفعل تحت تاثیر این عوامل از لحاظ رفتاری گرایش‌های خود را تغییر دهند و

این عامل می تواند روابط بین متغیرها را دستخوش تغییرات قرار دهد بر این مبنا ما بر آن شدیم که نقش کنترلی این سه متغیر (اندازه شرکت، اهرم مالی، ارزش بازار به ارزش دفتری) که از لحاظ اهمیت در سطوح بالایی قرار دارند را مورد بررسی قرار دهیم. در جدول ذیل متغیرهای تحقیق و نحوه اندازه گیری آنها بصورت تفصیلی ارائه شده است.

جدول شماره ۱- متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نوع متغیر	علامت اختصاری	روش محاسبه
بازده سهام	وابسته	$Return_{it}$	بازده سهام با توجه به رابطه زیر محاسبه می شود. در این رابطه، P نشان دهنده قیمت سهام و DPS نشان دهنده سود پرداختی بابت هر سهم می باشد (لشگری و همکاران، ۱۳۹۴). $R = \frac{\{ (درصد حق تقدم \times 100) - DPS - P_{t-1} \} \times P_t}{P_{t-1}}$
نوسان قیمت سهام	وابسته	$PVolatility_{it}$	برای تعیین نوسانات قیمت سهام از روش انحراف معیار قیمت سهام در پایان سال برای هر شرکت استفاده شده است. $S = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (X_i - \bar{X})^2}{n-1}}$
گرایش‌ها حساسی سرمایه گذاران	مستقل	$Sentimnt_{it}$	در این مطالعه برای اندازه گیری گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران از شاخص گرایش‌های احساسی بازار سرمایه (EMSI) استفاده شده است. این شاخص توسط جونز (۲۰۰۵) و با تعدیل مدل ارایه شده توسط پرساود (۱۹۹۶) بسط داده شده است. بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه می باشد: $EMSI_m = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_t)(R_{it} - \bar{R}_t)}{[\sum (R_{it} - \bar{R}_t)^2 \sum (R_{it} - \bar{R}_t)^2]^{\frac{1}{2}}} \times 100, -100 \leq EMSI \leq +100$
درصد مالکیت سرمایه گذاران نهادی	تعدیل گر	$INSInvest_{it}$	درصد سهام نگهداری شده توسط سهامداران نهادی
اندازه	کنترلی	$Size_{it}$	لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت $Size = \ln(TotalAssets)$
اهرم مالی	کنترلی	Lev_{it}	نسبت کل بدهی به کل دارایی‌های شرکت $Lev = \frac{TotalDebts}{TotalAssets}$
ارزش بازار به دفتری	کنترلی	MB_{it}	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام $MB = \frac{EquityMarketValue}{EquityBookValue}$

۳-۳ روش‌ها و الگوی آزمون

کلیه اطلاعات با استفاده از رایانه و بوسیله نرم‌افزار Excel و سپس در نرم‌افزار Eviews مورد بررسی قرار گرفت و به تحلیل توصیفی و استنباطی برای آزمون فرضیه‌های تحقیق پرداخته شد. در پژوهش حاضر، آزمون معنادار بودن در الگوی رگرسیون شامل: آزمون معنادار بودن رگرسیون و آزمون معنادار بودن ضرایب انجام شد. همچنین، آزمون پیش فرض‌های استفاده از مدل رگرسیون شامل: آزمون ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن، آزمون لین - لوین انجام شد. به منظور بررسی نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آزمون جاک - برا استفاده گردید. مدل رگرسیونی مورد استفاده در این پژوهش به شرح زیر می‌باشد:

$$Return_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Sentimnt_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$PVolatility_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Sentimnt_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 Lev_{it} + \alpha_4 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$Return_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INSI_{it} + \alpha_2 Sentimnt_{it} + \alpha_3 (INSI_{it} \times Sentimnt_{it}) + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Lev_{it} + \alpha_6 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

$$PVolatility_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 INSI_{it} + \alpha_2 Sentimnt_{it} + \alpha_3 (INSI_{it} \times Sentimnt_{it}) + \alpha_4 Size_{it} + \alpha_5 Lev_{it} + \alpha_6 MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

$Return_{it}$: بازده سهام

$PVolatility_{it}$: نوسان قیمت سهام

$INSI_{it}$: سرمایه‌گذاران نهادی

$Sentimnt_{it}$: گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران

$Size_{it}$: اندازه شرکت، Lev_{it} : اهرم مالی، MB_{it} : ارزش بازار به دفتری

ε_{it} : سطح خطا

۴- یافته‌های تحقیق

در جدول ۲ برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر مشاهده‌ها به عنوان شاخص‌های مرکزی و انحراف معیار به عنوان شاخص پراکندگی و ضریب کشیدگی، ضریب چولگی به عنوان شاخص‌های توزیعی ارائه شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه‌ی تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال مقدار میانگین متغیر سرمایه‌گذاران نهادی عدد ۰/۵۴۹، اهرم مالی ۰/۷۱۳، ارزش بازار به دفتری ۲/۶۰۱، بازده سهام ۰/۳۱۸، گرایش‌های احساسی ۰/۲۵۹، اندازه شرکت ۱۲/۲۶۴ و نوسان پذیری بازده سهام ۰/۰۸۹ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت

جامعه را نشان می دهد. همان طور که نتایج نشان می دهد میانه متغیر گرایشات احساسی برابر با ۰/۲۸۰ می باشد که بیانگر این است که نیمی از داده ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. انحراف معیار یکی از مهمترین پارامترهای پراکندگی است و معیاری برای میزان پراکندگی مشاهدات از میانگین است؛ بیشترین مقدار این پارامتر برای متغیر ارزش بازار به دفتری برابر با ۱/۳۷۹ می باشد. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به چپ دارد. ضریب کشیدگی میزان کشیدگی منحنی فراوانی را نسبت به منحنی نرمال استاندارد نشان می دهد. اگر کشیدگی حدود سه باشد، یعنی منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضع متعادل و نرمالی دارد، اگر این مقدار بزرگتر از عدد ۳ باشد منحنی برجسته و اگر کمتر از عدد ۳ باشد منحنی پهن می باشد. در این تحقیق بیشترین کشیدگی مربوط به متغیر ارزش بازار به دفتری و کمترین کشیدگی مربوط به متغیر بازده سهام می باشد.

جدول شماره ۲- بررسی توزیع شاخصهای مرکزی و پراکندگی متغیرهای تحقیق

نام متغیر	سرمایه گذاران نهادی	اهرم مالی	ارزش بازار به دفتری	بازده سهام	گرایشات احساسی سرمایه گذاران	اندازه شرکت	نوسان قیمت سهام
میانه	۰/۵۳۶	۰/۶۱۵	۲/۱۴۵	۰/۳۰۹	۰/۲۸۰	۱۲/۳۹۵	۰/۱۵۴
میانگین	۰/۵۴۹	۰/۷۱۳	۲/۶۰۱	۰/۳۱۸	۰/۲۵۹	۱۲/۲۶۴	۰/۰۸۹
حداکثر	۰/۸۳۸	۰/۹۵۵	۵/۹۱۷	۰/۸۳۲	۰/۸۶۶	۱۴/۹۶۰	۰/۵۶۵
حداقل	۰/۰۸۷	۰/۱۲۰	۰/۷۶۰	-۰/۴۶۸	-۰/۵۲۲	۱۰/۶۸۱	۰/۰۰۳
انحراف معیار	۰/۱۹۹	۰/۲۵۸	۱/۳۷۹	۰/۱۱۴	۰/۰۹۶	۱/۳۲۲	۰/۱۵۵
چولگی	-۰/۳۹۳	-۰/۵۵۸	۲/۵۰۳	۰/۲۰۵	۰/۱۹۰	۰/۵۷۶	۱/۱۶۳
کشیدگی	۲/۵۶۲	۲/۱۴۳	۸/۸۳۸	۱/۹۱۷	۲/۷۷۸	۲/۳۲۳	۳/۴۳۱
تعداد	۷۴۹						

پس از اجرا آزمون کولموگروف اسمیرنف مشخص شد متغیرهای تحقیق از مفروضه نرمال بودن برخوردار است، نتایج آزمون هاسمن با احتمال بدست آمده کمتر از ۰/۰۵ نشان داد که مدل رگرسیونی مربوطه از روش اثرات ثابت است، همچنین نتیجه آزمون مانایی دلالت بر این امر داشت که تمامی متغیرهای مورد مطالعه در سطح مانا هستند و نتیجه آزمون ناهمسانی واریانس ها نشان داد که فرض همسانی واریانس تایید شده و ناهمسانی واریانس جملات اخلال رد می شود، بنابراین می توان از آزمون های پارامتریک مدل رگرسیونی جهت آزمون فرضیه های تحقیق استفاده کرد.

فرضیه اول: بین گرایشات احساسی سرمایه گذاران و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار وجود دارد.

جدول شماره ۳ - آزمون رگرسیون و معناداری مدل

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۰/۳۰۹	۰/۰۸۸	۳/۵۱۱	۰/۰۴۷۵
گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران	۰/۵۵۲	۰/۰۵۲	۱۰/۶۱۳	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۹۲۶	۰/۵۰۱	۲/۱۶۸	۰/۰۷۵۳
اهرم مالی	۰/۷۱۴	۰/۵۳۵	۲/۲۸۸	۰/۰۶۶۵
ارزش بازار به ارزش دفتری	۲/۰۳۱	۰/۳۷۱	۵/۴۷۴	۰/۰۳۷۱
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۱/۷	۰/۵۲	۰/۵۱	۵۵,۰۵۷۳۸	۰/۰۰۰

با توجه به جدول شماره ۳ آماره دوربین - واتسون برابر با ۱,۷ می‌باشد و این نشان می‌دهد به خطاها همبستگی وجود ندارد چرا که بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین تعدیل شده این آزمون برابر با ۰/۵۱ می‌باشد، که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل حاضر می‌توانند ۵۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام) را پیش بینی نمایند. به دلیل معنادار بودن آماره F در سطح خطای ۱ درصد، می‌توان گفت که مدل تحقیق از لحاظ آماری معنادار و مناسب می‌باشد.

ضریب برآوردی متغیر گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام برابر با ۰/۵۵۲ می‌باشد که نشان می‌دهد بین متغیر گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد. تاثیر متغیر کنترلی ارزش بازار به دفتری بر بازده سهام مثبت است. متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت به دلیل بزرگتر بودن از سطح خطای ۰,۰۵ بر بازده سهام تاثیرگذار نمی‌باشد. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای ۵ درصد کوچکتر است، می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد وجود ارتباط مثبت و معنادار گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تایید کرد. بنابراین مدل برآوردی تحقیق به شرح زیر است:

$$\text{Return}_{it} = 0.309 + 0.552\text{Sentimnt}_{it} + 0.926\text{Size}_{it} + 0.714\text{Lev}_{it} + 2.031\text{MB}_{it} + \varepsilon_{it}$$

فرضیه دوم: بین گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران و نوسان قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار وجود دارد.

با توجه به جدول شماره ۴ آماره دوربین - واتسون برابر با ۱,۸ می‌باشد و این نشان می‌دهد به خطاها همبستگی وجود ندارد چرا که بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین تعدیل شده این آزمون برابر با ۰/۶۹ می‌باشد، که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل حاضر می‌توانند ۶۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته (نوسان قیمت سهام) را پیش بینی نمایند. به دلیل معنادار بودن آماره F در سطح خطای ۱ درصد، می‌توان گفت که مدل تحقیق از لحاظ آماری معنادار و مناسب می‌باشد.

توان گفت که مدل تحقیق از لحاظ آماری معنادار و مناسب می باشد. ضریب برآوردی متغیر گرایشات احساسی سرمایه گذاران بر نوسان قیمت سهام برابر با ۰/۶۰۲- می باشد که نشان می دهد بین متغیر گرایشات احساسی سرمایه گذاران و نوسان قیمت سهام رابطه منفی و معکوس وجود دارد. تاثیر متغیر کنترلی ارزش بازار به دفتری بر نوسان قیمت سهام منفی است. متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت به دلیل بزرگتر بودن از سطح خطای ۰/۰۵، بر نوسان قیمت سهام تاثیرگذار نمی باشد. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای ۵ درصد کوچکتر است، می توان با اطمینان ۹۵ درصد وجود ارتباط منفی و معنادار گرایشات احساسی سرمایه گذاران و نوسان قیمت سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تایید کرد. بنابراین مدل برآوردی تحقیق به شرح زیر است:

$$PVolatility_{it} = 0.461 - 0.602Sentimnt_{it} + 0.103Size_{it} + 0.613Lev_{it} - 2.171MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول شماره ۴- آزمون رگرسیون و معناداری مدل

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۰/۴۶۱	۰/۱۰۲	۴/۵۱۹	۰/۰۳۱
گرایشات احساسی سرمایه گذاران	-۰/۶۰۲	۰/۱۳۰	-۴/۵۹۵	۰/۰۲۹
اندازه شرکت	۰/۱۰۳	۰/۱۰۱	۱/۰۱۹	۰/۰۸۱
اهرم مالی	۰/۶۱۳	۰/۵۲۱	۱/۱۷۶	۰/۰۷۱
ارزش بازار به ارزش دفتری	-۲/۱۷۱	۰/۳۰۸	-۷/۰۴۸	۰/۰۱۵
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین	آماره F	سطح معناداری
۱/۸	۰/۷۱	۰/۶۹	۵۲,۶۰۳۱۱	۰/۰۰۰

فرضیه سوم: سرمایه گذاران نهادی بر ارتباط بین گرایشات احساسی سرمایه گذاران و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است.

با توجه به جدول شماره ۵ آماره دوربین - واتسون برابر با ۲,۰۳ می باشد و این نشان می دهد به خطاها همبستگی وجود ندارد چرا که بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین تعدیل شده این آزمون برابر با ۰/۷۰ می باشد، که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل حاضر می توانند ۷۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته (بازده سهام) را پیش بینی نمایند. به دلیل معنادار بودن آماره F در سطح خطای ۱ درصد، می توان گفت که مدل تحقیق از لحاظ آماری معنادار و مناسب می باشد. ضریب برآوردی متغیر گرایشات احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام برابر با ۰/۲۸۱ می باشد که نشان می دهد بین متغیر گرایشات احساسی سرمایه گذاران و

بازده سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد. ضریب برآوردی متغیر سرمایه‌گذاران نهادی بر بازده سهام برابر با ۰/۶۰۲ می‌باشد که نشان می‌دهد بین متغیر سرمایه‌گذاران نهادی و بازده سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد. ضریب برآوردی متغیر هم‌افزایی سرمایه‌گذاران نهادی*گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام برابر با ۴/۹۶۷ می‌باشد که نشان می‌دهد متغیر سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام تاثیرگذار است. تاثیر متغیر کنترلی ارزش بازار به دفتری بر بازده سهام مثبت است. متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت به دلیل بزرگتر بودن از سطح خطای ۰,۰۵ بر بازده سهام تاثیرگذار نمی‌باشد. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای ۵ درصد کوچکتر است، می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد وجود تاثیر مثبت و معنادار سرمایه‌گذاران نهادی بر رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تایید کرد. بنابراین مدل برآوردی تحقیق به شرح زیر است:

$$\text{Return}_{it} = 0.676 + 0.602\text{INSInvest}_{it} + 0.281\text{Sentimnt}_{it} + 4.967(\text{INSInvest}_{it} \times \text{Sentimnt}_{it}) + 1.781\text{Size}_{it} + 0.234\text{Lev}_{it} + 0.424\text{MB}_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول شماره ۵- آزمون رگرسیون و معناداری مدل

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۰/۶۷۶	۰/۱۲۱	۵/۵۸۶	۰/۰۱۷
گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران	۰/۲۸۱	۰/۰۸۱	۳/۳۶۲	۰/۰۳۶
سرمایه‌گذاران نهادی	۰/۶۰۲	۰/۱۳۱	۵/۵۹۵	۰/۰۲۷
سرمایه‌گذاران نهادی*گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران	۴/۹۶۷	۰/۶۷۳	۷/۳۸۱	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۰/۷۸۱	۰/۷۳۸	۱/۰۵۸	۰/۱۰۲
اهرم مالی	۰/۲۳۴	۰/۱۴۸	۱/۵۸۲	۰/۰۸۴
ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۴۲۴	۰/۰۹۹	۴/۲۸۲	۰/۰۲۹
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۲/۰۳	۰/۷۱	۰/۷۰	۶۲,۳۰۶۱۷	۰/۰۰۰

فرضیه چهارم: سرمایه گذاران نهادی بر ارتباط بین گرایشات احساسی سرمایه گذاران و نوسان قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است.

با توجه به جدول شماره ۶ آماره دوربین - واتسون برابر با ۱,۹ می باشد و این نشان می دهد به خطاها همبستگی وجود ندارد چرا که بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد. ضریب تعیین تعدیل شده این آزمون برابر با ۰/۶۴ می باشد، که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل حاضر می توانند ۶۴ درصد از تغییرات متغیر وابسته (نوسان قیمت سهام) را پیش بینی نمایند. به دلیل معنادار بودن آماره F در سطح خطای ۱ درصد، می توان گفت که مدل تحقیق از لحاظ آماری معنادار و مناسب می باشد. ضریب برآوردی متغیر گرایشات احساسی سرمایه گذاران بر نوسان قیمت سهام برابر با ۰/۵۶۴- می باشد که نشان می دهد بین متغیر گرایشات احساسی سرمایه گذاران و نوسان قیمت سهام رابطه منفی و معکوس وجود دارد. ضریب برآوردی متغیر سرمایه گذاران نهادی بر نوسان قیمت سهام برابر با ۰/۳۰۲- می باشد که نشان می دهد بین متغیر سرمایه گذاران نهادی و نوسان قیمت سهام رابطه منفی و معکوس وجود دارد. ضریب برآوردی متغیر هم افزایی سرمایه گذاران نهادی*گرایشات احساسی سرمایه گذاران بر نوسان قیمت سهام برابر با ۰/۳۹۲- می باشد که نشان می دهد متغیر سرمایه گذاران نهادی بر رابطه بین گرایشات احساسی سرمایه گذاران و نوسان قیمت سهام تاثیرگذار است. تاثیر متغیر کنترلی ارزش بازار به دفتری بر نوسان قیمت سهام منفی است. متغیرهای کنترلی اهرم مالی و اندازه شرکت به دلیل بزرگتر بودن از سطح خطای ۰,۰۵ بر نوسان قیمت سهام تاثیرگذار نمی باشد. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای ۵ درصد کوچکتر است، می توان با اطمینان ۹۵ درصد وجود تاثیر منفی و معنادار سرمایه گذاران نهادی بر رابطه بین گرایشات احساسی سرمایه گذاران و نوسان قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تایید کرد. بنابراین مدل برآوردی تحقیق به شرح زیر است:

$$PVolatility_{it} = 0.165 - 0.302INSInvest_{it} - 0.564Sentimnt_{it} - 0.392(INSInvest_{it} \times Sentimnt_{it}) + 0.518Size_{it} + 0.202Lev_{it} - 0.381MB_{it} + \varepsilon_{it}$$

جدول شماره ۶: آزمون رگرسیون و معناداری مدل

نام متغیر	ضرایب برآوردی	انحراف برآورد	آماره t	سطح معناداری
ثابت	۰/۱۶۵	۰/۰۱۷	۹/۷۰۵	۰/۰۰۰
گرایشات احساسی سرمایه گذاران	-۰/۵۶۴	۰/۱۳۰	-۴/۳۰۵	۰/۰۲۵
سرمایه گذاران نهادی	-۰/۳۰۲	۰/۰۲۱	-۵/۰۸۴	۰/۰۱۱
سرمایه گذاران نهادی*گرایشات احساسی سرمایه گذاران	-۰/۳۹۲	۰/۰۹۱	-۴/۳۰۷	۰/۰۲۷
اندازه شرکت	۰/۵۱۸	۰/۴۱۵	۱/۲۴۸	۰/۰۸۸

نام متغیر	ضرایب بر آوردی	انحراف بر آورد	آماره t	سطح معناداری
اهرم مالی	۰/۲۰۲	۰/۳۶۲	۰/۵۵۸	۰/۱۰۲
ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۳۸۱	۰/۰۵۷	-۶/۶۸۴	۰/۰۰۱
دوربین - واتسون	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	آماره F	سطح معناداری
۱/۹	۰/۶۶	۰/۶۴	۴۹,۳۰۳۹۹	۰/۰۰۰

۶- بحث و نتیجه گیری

در دهه های اخیر پژوهشگران به اثرگذاری گرایشات احساسی سرمایه گذاران در تصمیم گیری های مالی اشاره دارند و اعتقاد دارند که سرمایه گذاران در اتخاذ تصمیم های مالی خود به مقوله ریسک و قیمت های آینده سهام و بازدهی آن ها به گونه ای کاملاً متفاوت از تئوری های مدرن نگاه می کنند و اعتقاد دارند که بسیاری از سرمایه گذاران به هنگام تصمیم گیری به مفاهیم و فرضیه های زیربنایی تئوری ها و مدل های انتخاب طرح ها و سبدهای سرمایه گذاری توجهی ندارند و گاهی آن ها را نمی شناسند. لذا تکیه بیش از حد بر تئوری ها و مدل های مدرن انتخاب و اداره سرمایه گذاری کار چندان صحیحی نیست و معتقدند که: اولاً: بازار ناکارآ است و یا حداقل از آن کارآیی که تئوری ها بر آن بنا شده اند برخوردار نمی باشند. دوماً: رفتار سرمایه گذاران فردی در انتخاب سبدهای اوراق بهادار بسیار متفاوت از یکدیگرند. و سوماً: الزاماً بین ریسک و بازده یک رابطه خطی و با شیب مثبت وجود ندارد. بنابر این با توجه به اینکه سرمایه گذاران در تصمیم گیری های سرمایه گذاری از عوامل رفتاری و گرایش های احساسی تاثیر می پذیرند، بر اساس یافته های تحقیق می توان پیشنهادات زیر رار ارئه نمود:

با توجه نتیجه آزمون فرضیه اول " بین گرایشات احساسی سرمایه گذاران و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار وجود دارد." بنابراین به مدیران شرکت ها پیشنهاد می شود اقلام قابل پیشی بینی (مانند پیش بینی صورت های مالی سه ماهه، شش ماهه و سالانه) در آغاز سال مالی را به گونه ای پیش بینی نمایند که قابل تحقق باشد که این امر می تواند به افزایش گرایشات رفتاری سرمایه گذاری سهامداران کمک شایانی نماید و بازده سهام شرکت ها را افزایش دهد.

با توجه نتیجه آزمون فرضیه دوم " بین گرایشات احساسی سرمایه گذاران و نوسان قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنادار وجود دارد." به افراد و گروه های ذینفع پیشنهاد می گردد به موضوع گرایشات رفتاری سرمایه گذاران توجه نمایند و زمانی که سرمایه گذاران نسبت به آینده شرکت خوش بین نباشند و به این نتیجه برسند که اهداف مالی شرکت قابل تحقق نمی باشد، این موضوع می تواند منجر به افزایش نوسان پذیری بازده سهام گردد.

با توجه نتیجه آزمون فرضیه سوم "سرمایه گذاران نهادی بر ارتباط بین گرایش‌ها احساسی سرمایه گذاران و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است." بنابراین به افراد و گروه های ذینفع پیشنهاد می شود در شرکتهایی اقدام به سرمایه گذاری نمایند که از میزان سهامداران نهادی بالاتری برخوردار باشند چرا که این سهامداران نسبت به سایر سهامداران از بحث نظارتی بالاتری برخوردار هستند و این موضوع می تواند جنبه هایی همچون سودآوری و بازده سهام را افزایش دهد.

با توجه نتیجه آزمون فرضیه چهارم "سرمایه گذاران نهادی بر ارتباط بین گرایش‌ها احساسی سرمایه گذاران و نوسان قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیرگذار است." بنابراین می توان اینگونه بیان کرد یکی از عواملی که می تواند بر نوسان پذیری قیمت سهام در شرکت ها تاثیر گذار باشد میزان تغییرات در میزان خرید و فروش سهام شرکت ها می باشد که خود می تواند از گرایش‌ها رفتاری سرمایه گذاران نشأت بگیرد و زمانی که افراد و گروه های ذینفع نسبت به آینده شرکت از عدم اطمینان کافی برخوردار باشند می تواند افزایش یابد.

فهرست منابع

- * 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 ۲۵-۴۴
- * حیدریپور، فرزانه؛ تاروی 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 ۱-۱۳
- * 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
- * ستایش، محمد و شمس الدینی، کاظم. (۱۳۹۵). بررسی رابطه‌ی 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
- * 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
- * Beaumont, R, Frigns, B, Lehnert, T & Muller, A. (2014). Investor sentiment, mutual fund flows and its impact on returns and volatility. <http://hdl.handle.net/2066/45619>
- * FRUGIER, A. (2016). Returns, volatility and investor sentiment: Evidence from European stock markets. *Markets. Research in International Business and Finance* <http://dx.doi.org/10.1016/j.ribaf.2016.03.007>
- * Gerard, X, Guido, R, Koutsoyannis, C. (2014). The impact of investor sentiment on relationship between Cash Flow, Accruals and stock returns. Available at www.ssrn.com

- * Ho, J & Hung, C. (2012). Predicting stock market returns and volatility with investor sentiment: evidence from eight developed countries. Available at www.ssrn.com
- * Kim, T, Ha, A, (2010), Investor sentiment and market anomalies , 23rd Australasian Finance and Banking conference 2010 paper, Available at www.ssrn.com
- * Raphael, A, Kandel, S & Wohl, A.(2012). Measuring investor sentiment with mutual fund flows. Journal of finance economics. Vol 104,pp 363-382
- * Sayim, M, Morris, P & Rahman, H.(2013). The effect of US individual investor sentiment on industry-specific stock returns and volatility. Review of behavioral finance. Vol15,pp58-76
- * Schmeling, M.(2009). Investor sentiment and stock returns: some international evidence. Journal of empirical finance. Vol 16,pp 394-408
- * Uygur, U & Tas, O.(2014). The impacts of investor sentiment on returns and conditional volatility of international stock markets. International journal of methodology. Vol 48,pp 1165-1179

یادداشت‌ها

- ¹ Kim & Ha
- ² Mi-Chen Li
- ³ Belk
- ⁴ Danial Kahman
- ⁵ Bahatra et al
- ⁶ -Frugier
- ⁷ Kim & Ha
- ⁸ MiChiLi
- ⁹ Lee
- ¹⁰ Elizabet et al
- ¹¹ Bohel et al
- ¹² Kohn et al
- ¹³ Raily & Chou
- ¹⁴ Lebron, Farly & Gala
- ¹⁵ Lewlin, Liss & Eskelarbam
- ¹⁶ Barniol
- ¹⁷ Estaphan
- ¹⁸ Merikas et al
- ¹⁹ Belam et al
- ²⁰ Hasan Altamimi
- ²¹ Lolen et al
- ²² Martin et al
- ²³ Kidman
- ²⁴ -Frugier
- ²⁵ zana
- ²⁶ -Gerard et al
- ²⁷ -Uygur & Tas
- ²⁸ Mian & Srinivasan
- ²⁹ Viera
- ³⁰ -Sayim et al
- ³¹ Kim & Ha
- ³² Schmeling