

تأثیر تمایل و گرایش‌ات احساسی سهام‌داران بر رفتارهای ریسکی و بازده آن‌ها

محمدرضا عبدلی^۱، فاطمه جلالی گرگانی^۲

^۱ گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد شاهرود، شاهرود، ایران.

^۲ کارشناسی ارشد حسابداری.

نام نویسنده مسئول:

فاطمه جلالی گرگانی

چکیده

طرفداران دانش "مالی رفتاری" اعتقاد راسخی دارند که آگاهی از "تمایلات روانشناختی" در عرصه سرمایه‌گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه مطالعاتی است و برای کسانی - که نقش روان‌شناسی در دانش مالی را به‌عنوان عاملی اثرگذار بر بازارهای اوراق بهادار و تصمیمات سرمایه‌گذاران بدیهی می‌دانند، قبول وجود تردید در مورد اعتبار "مالی رفتاری" دشوار است.

مطالعه حاضر به بررسی و شناخت میزان تأثیرپذیری بازده و ریسک اوراق بهادار تهران از تمایل سهام‌داران پرداخته است. روش تحقیق مطالعه حاضر از نوع داده‌های تابلویی، آزمون همبستگی و t استودنت بوده که داده‌های این تحقیق شامل اطلاعات ۱۶۵ شرکت طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۰-۱۳۹۴ جمع‌آوری شده است. به طور کلی فرضیه‌های این تحقیق شامل چهار فرضیه به شرح ذیل بودند: الف) بین اندازه شرکت و گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد؛ ب) بین ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت و گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد؛ ج) بین قیمت شرکت و گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد؛ د) بین بازده و ریسک شرکت و گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد. برای بررسی سه فرض اول از آزمون همبستگی و t استودنت استفاده شد که نتایج نشان داد که صرفاً فرضیه‌ی سوم تحقیق مبنی بر وجود رابطه‌ی بین قیمت شرکت و گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران پذیرفته می‌شود. برای بررسی فرضیه‌ی چهارم تحقیق نیز از دو مدل رگرسیونی استفاده شد که نتایج برآورد این رگرسیون‌ها به روش داده‌های پانل نشان داد که گرایش‌ات احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت بر ریسک و بازده سهام شرکت‌های مورد بررسی دارد.

واژگان کلیدی: بازده؛ ریسک؛ تمایل سهام‌داران و اندازه شرکت..

مقدمه

مالی رفتاری پارادایمی است که با توجه به آن، با زارهای مالی با استفاده از مدل‌هایی مورد مطالعه قرار می‌گیرند که دو فرض اصلی و محدود کننده پارادایم سنتی ۱-بیشینه سازی مطلوبیت مورد انتظار ۲-عقلانیت کامل را کنار می‌گذارد و در تلاش برای تفسیر رفتار سرمایه‌گذاران از منظر روانشناختی می‌باشد. بنابراین اندیشمندان حوزه مطالعه مالی که همواره درصدد شناخت و تبیین رفتارها و علل وقایع بازارهای مالی بودند، تلاش نمودند با کمک گرفتن از علوم رفتاری درصدد تشریح رفتار تصمیم گیرندگان در بازارهای مالی برآیند، و با طرح محدودیت‌های تئوری‌های مالی عقلایی در تبیین واقعیت‌ها از جمله محدودیت در آربیتراژ و محدودیت‌های شناختی انسان، عامل رفتار غیر عقلایی انسان در کنار سایر متغیرهای اقتصادی به عنوان عوامل موثر بر رفتارهای اقتصادی شناخته شد (رهنما رودپشتی، ۱۳۹۱).

تئوری مالی سنتی بیان می‌کند سرمایه‌گذاری، به تعویق انداختن مصرف فعلی برای دستیابی به امکان مصرف بیشتر در آینده است، در این صورت انتظار می‌رود ارزش وجوه حاصل از این تأخیر مصرف بیش از ارزش همین وجوه در زمان حال باشد تا افراد نسبت به سرمایه‌گذاری برانگیخته شوند، در همین حال فرصت‌هایی که سودآوری بیشتری را عاید سرمایه‌گذاران نمایند برای سرمایه‌گذاری مطلوب‌تر قلمداد می‌گردند. در میان عوامل گوناگونی که ممکن است سبب گرایش سرمایه‌گذاران به یک بخش خاص اقتصادی شود، سودآوری سرمایه‌گذاری‌ها از اهمیت دوچندانی برخوردار است، چرا که انگیزه کسب سود زمینه‌ساز جذب سرمایه‌ها در چنین بخشی می‌شود. در واقع بر اساس تئوری مالی سنتی؛ قیمت سهام، ارزش بنیادی 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 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 غیر علمی 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 (می‌چی-لین^۲، ۲۰۱۰).

این مسئله در بازارهای بورس اوراق بهادار که به شدت متأثر از اخبار و اطلاعات مربوط به شرکت‌ها، بازارها و فضای کلان اقتصادی است، از درجه اهمیت بسیار بالایی برخوردار است. در واقع مسئله اینجاست خیلی از مواقع گرایشات، سلاقی و عوامل روانی باعث جابجایی میزان عرضه‌ی سرمایه و همچنین جهت‌گیری منابع مالی می‌شود. این موضوع به پیچیده‌تر شدن مکانیسم جریان وجوه در بازار سرمایه منجر شده و تجزیه و تحلیل آن را به مراتب مشکل می‌سازد. مدیران مالی نیز برای اتخاذ استراتژی بهینه نیاز اساسی به آشنایی و درک این شرایط روانی و تمایلات سرمایه‌گذاران دارند. در واقع این تمایلات از دو طریق بازار سهام را متأثر می‌کنند. اولاً؛ این تمایلات سرمایه‌گذاران منجر به نوسان قیمت و در نتیجه ریسک سهام را در بازار منجر می‌شود. دوماً؛ بدلیل تغییراتی که در سمت عرضه‌ی سرمایه (تقاضای سهام) بوجود می‌آورند منجر به تغییرات قیمت سهام، محدودیت و یا دسترسی شرکت‌ها به منابع مالی را منجر می‌شوند و از این طریق بازده سهام را به صورت مستقیم متأثر می‌کنند. البته این تمایلات از طریق تغییرات ریسک (نوسانات) نیز می‌توانند، منجر به تغییر بازده می‌شوند. بدلیل اهمیت این موضوعات مطالعه‌ی حاضر به بررسی تأثیر تمایلات سرمایه‌گذاران بر بازده، ریسک سهام، اندازه شرکت و ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت در بازار بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. تمامی این چهار متغیر از متغیرهای مهمی هستند که می‌توانند تحت تأثیر رفتار احساسی سهام‌داران و سرمایه‌گذاران قرار گیرند. بدین طریق که رفتار احساسی در بازار بورس در مورد یک شرکت، عرضه و تقاضا برای سهام آن شرکت و در نتیجه قیمت سهام را متأثر می‌کند و از این طریق می‌تواند بر بازده سهام، ارزش بازار سهام شرکت به عنوان اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت را متأثر می‌کند. ضمن اینکه این احساسات هم بر عملکرد شرکت و هم بر سطح کل بازار اثرگذار است در نتیجه انتظار بر این است ریسک‌های سیستماتیک و غیرسیستماتیک سهام شرکت‌ها را متأثر کند. مطالعه حاضر در پی پاسخ به یک سوال اساسی با این مضمون می‌باشد که میزان تأثیرپذیری بازده و ریسک اوراق بهادار تهران از تمایل سهام‌داران به چه میزان و چگونه است؟ در بخش دوم، پیشینه پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد. بخش سوم به بررسی و برآورد مدل و تفسیر نتایج اختصاص یافته است. مطالعه حاضر با ارائه نتیجه گیری و پیشنهادات به اتمام می‌رسد.

¹ KIM & HA² Mei-Chen Lin

پیشینه پژوهش

چن و همکاران^۳ (۲۰۱۴) 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 غالبا برای آن گونه شرکت ها که سهام شان توسط سرمایه گذاران خرده نگهداری می شود، قوی تر است.

لینگ و همکاران^۴ (۲۰۱۳) 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 آربیتراژ گران آگاه، در بازارهای خصوصی (به خاطر عدم نقدینگی، عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت در افشا قیمت) نسبت به بازارهای عمومی بازی می کند.

وو^۵ و همکاران (۲۰۱۳)، 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 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^۶ (۲۰۱۲)، به بررسی تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر قیمت سهام پرداختند. آنها ۴ پنچک پرتفوی مرتب شده بر اساس اندازه، ارزش دفتری به بازار، مالکیت نهادی و قیمت ایجاد نموده و اینگونه نتیجه گیری کردند که گرایش 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 تاثیر 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 مومنوم را بهتر توضیح می دهد.

غریب لو و شرفی (۱۳۹۳)، در مطالعه ای به بررسی و شناسایی اثرات مالی رفتاری با تاکید بر بازده و حجم روزهای هفته در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. این تحقیق در زمینه دانش مالی رفتاری انجام گرفته است و مساله مورد تحقیق، اثر هفتگی است. در این مقاله وجود اثر اول، وسط و آخر هفته بازدهی، همچنین وجود اثر اول، وسط و آخر هفته حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۶ سال (۹۱-۱۳۸۶) و با استفاده از آزمون T مورد بررسی قرار گرفته است. هدف از این تحقیق شناسایی رفتار سرمایه گذاران و پیدا کردن راهی برای کسب سود اضافه در بورس اوراق بهادار تهران است. همچنین این تحقیق میزان کارایی بورس اوراق بهادار تهران را تا حدود زیادی مشخص می سازد. نتایج این تحقیق نشان داد، اثر یکشنبه به شکیلی قوی و شنبه به شکل نیمه قوی نسبت به بازدهی دیگر روزهای هفته وجود دارد و متوسط بازدهی آن پایین تر از دیگر روزهاست. اثر چهارشنبه نیز نسبت به روزهای دیگر هفته اثری قوی را نشان می داد و میانگین بازده آن نسبت به دیگر روزهای هفته، بیشتر بود. در مورد حجم معاملات نیز اثر شنبه و چهارشنبه وجود دارد به گونه ای که میانگین معاملات چهارشنبه بالاتر از روز شنبه است. این اثرات نشان از امید سهام داران در روز چهارشنبه نسبت به کسب بازدهی بالاتر در هفته آتی و بالطبع آن خرید سهام بیشتر، همچنین از دست رفتن امید آنان در اول هفته نسبت به بازدهی بالاتر و فروش سهام خود است.

زنجیردار و همکاران (۱۳۹۳)، در مطالعه ای به تبیین عوامل رفتاری انسان در انتخاب پرتفوی بهینه در مقایسه با مالی کلاسیک (استاندارد) طبق مفروضات مارکوتیز پرداخته اند. براسا این پژوهش، بازه ۵ ساله شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سالهای ۸۹-۱۳۸۶ مورد بررسی قرار گرفته است. در بین سالهای مورد بررسی در ۱۱۸ شرکت با استفاده از روش آماری مقایسه میانگین ها و رگرسیون و آنالیز واریانس، تاثیر عوامل رفتاری و به صورت غالب حسابداری ذهنی در سرمایه گذاری سهام و انتخاب پرتفوی بهینه با بازدهی بالا و ریسک کمتر در مقایسه با مالی استاندارد مورد سنجش قرار گرفته است. این پژوهش شامل دو فرضیه اصلی است که در فرضیه اول ادعا شده بازدهی انتظاری پرتفوی انتخابی مدل رفتاری از بازدهی انتظاری مدل استاندارد بیشتر است که با توجه به سنجش به عمل آمده مورد تایید قرار نگرفته است، فرضیه دوم بر این اساس ادعا شده است که ریسک انتظاری پرتفوی انتخابی مدل رفتاری کمتر از ریسک انتظاری مدل استاندارد است که با توجه به نتیجه بدست آمده مورد پذیرش قرار گرفته است.

حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲)، در مطالعه ای به بررسی تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام پرداخته اند. در این تحقیق تاثیر 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 ۸۸-۱۳۸۰ مورد بررسی قرار گرفت. بازده ماهانه هر پرتفوی بر اساس بازده ماهانه هر شرکت و با

³ Chen & Et. al⁴ Ling & Et. al⁵ Wu & Et. al⁶ Kim & Ha

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 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 شرکت های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی است.

برآورد مدل و تفسیر نتایج

معرفی متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق

در این تحقیق از متغیرهای استفاده ذیل شده است:

• $SENT_{it}$: گرایش های احساسی سرمایه گذاران در شرکت i ام در زمان t : در این مطالعه برای اندازه گیری گرایش های احساسی سرمایه گذاران از شاخص گرایش های احساسی بازار سرمایه (EMSI) استفاده خواهد شد؛ این شاخص توسط جونز (۲۰۰۵) و با تعدیل مدل ارائه شده توسط پرساود (۱۹۹۶) بسط داده شده است. بنابراین گرایش های احساسی سرمایه گذاران با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه می باشد:

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

که در آن:

- R_{it} : رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t ؛
- R_{iv} : رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت i در ماه t / برای محاسبه رتبه نوسان پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده می گردد؛
- $\bar{R}_r$: میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t ؛
- $\bar{R}_v$: میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت i در ماه t .

کلیه داده های این تحقیق شامل اطلاعات ۱۶۵ شرکت طی دوره ی زمانی ۱۳۸۰-۱۳۹۴ جمع آوری شده است. برای آزمون ارتباط بین اندازه شرکت، ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت، قیمت شرکت و ریسک شرکت با گرایش های احساسی سرمایه گذاران از همین حجم نمونه استفاده خواهد شد اما برای بررسی ارتباط بین بازده سهام شرکت و گرایش های احساسی سرمایه گذاران زیر نمونه هایی بدین شرح استفاده خواهند شد؛ سهام شرکت های نمونه در هر سال بر اساس معیار مربوطه (اندازه شرکت، قیمت، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی) در پایان سال اول مرتب و در پایان پنج پرتفوی مساوی از کوچک به بزرگ طبقه بندی شده اند بطوری که پرتفوی شماره ۱ شامل شرکت هایی با کمترین مقدار معیار مورد نظر و پرتفوی شماره ۵ شامل شرکت هایی با بیشترین مقدار معیار در آن سال پایه باشد.

روش پژوهش

این پژوهش یک مطالعه ی کاربردی می باشد. مانند بیشتر پژوهش های انجام شده در حوزه ی علوم رفتاری و از جمله حسابداری، در این پژوهش از طرح پژوهش نیمه تجربی استفاده شده است. برای آزمون فرضیه ی پژوهش از مدل رگرسیون و نرم افزارهای Excel، Eviews و SPSS استفاده گردیده است.

جامعه ی آماری و نمونه ی آماری و دوره های که آزمون در آن صورت گرفته است

جامعه ی آماری مربوط به آزمون فرضیه های پژوهش، شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره ی زمانی این بخش از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۴ می باشد.

انتخاب نمونه ی آماری شرکت ها، با در نظر گرفتن معیارهای پژوهش، انجام گردید و در نهایت ۱۶۵ شرکت انتخاب شد. معیارهای انتخاب نمونه، شامل این بود که: اطلاعات مورد نیاز شرکت ها طی سال های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۴ در دسترس باشد؛ پایان سال مالی شرکت ها

اسفندماه باشد؛ طی دوره‌ی زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداده باشند؛ در گروه شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گرهای مالی و بانک و هلدینگ نباشند؛ سهام شرکت‌ها طی هر یک از سال‌های دوره‌ی پژوهش معامله شده باشد.

بررسی مانایی متغیرها

آزمون مانایی عمدتاً به منظور جلوگیری از رگرسیون‌های کاذب انجام می‌گیرد. برای جلوگیری از رگرسیون کاذب بایستی متغیرها مانا باشند. در غیر اینصورت بایستی از تفاضل متغیرها که معمولاً مانا هستند، استفاده نمود. مانایی یا نامانایی یک سری زمانی می‌تواند تأثیر جدی بر رفتار و خواص آن داشته باشد. با توجه به نتایج تحقیق، کلیه متغیرها در سطح ۵٪ مانا می‌باشند. به بیان دیگر برای تمامی متغیرها در تمامی آزمون‌ها فرضیه صفر که وجود ریشه واحد را بیان می‌دارد رد می‌شود و لذا می‌توان نتیجه گرفت که کلیه‌ی مدل‌ها و آزمون‌هایی که در این تحقیق در راستای بررسی ارتباط بین متغیرها مورد استفاده قرار می‌گیرند، از نظر آماری معتبر و قابل تفسیر هستند.

بررسی فرضیات تحقیق

در این قسمت به بیان فرضیات تحقیق و بررسی صحت و سقم آنها بر اساس روش آماری و اقتصادسنجی مناسب پرداخته می‌شود. با توجه به مدل‌های تحقیق، فرضیه اول تا سوم بصورت یکجا تجزیه و تحلیل شده و همچنین فرضیه چهارم نیز بصورت جداگانه بررسی می‌گردد.

سه فرضیه اول تحقیق

سه فرضیه‌ی اول تحقیق به شرح ذیل است:

- بین اندازه شرکت و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
 - بین ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
 - بین قیمت شرکت و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
- برای بررسی این فرضیه معنی‌داری همبستگی بین SENT و بقیه متغیرها بر اساس آزمون همبستگی و t استودنت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج حاصل در جدول ذیل ارائه شده است:

جدول ۱- نتایج حاصل از بررسی ارتباط معنی‌دار بین متغیر SENT با متغیرهای قیمت سهام، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با استفاده از آزمون همبستگی و آزمون t استودنت

متغیر	PRICE	SENT	BV	BVMV	معیارها
PRICE	۱				ضریب همبستگی
	-----				آماره t
	-----				سطح معنی داری
SENT	۰/۰۴۶۷۳	۱			ضریب همبستگی
	۲/۰۰۳۴۳	-----			آماره t
	۰/۰۴۵۳	-----			سطح معنی داری
BV	۰/۰۶۵۳۱-	۰/۰۲۹-	۱		ضریب همبستگی
	۲/۸۰۲۸۸-	۱/۲۴۲۳۶-	-----		آماره t
	۰/۰۰۵۱	۰/۲۱۴۳	-----		سطح معنی داری
BVMV	۰/۱۰۷۹۵	۰/۰۳۳۵۶-	۰/۰۰۴۱۳۸	۱	ضریب همبستگی
	۴/۶۵۰۱۷۲	۱/۴۳۸۰۲-	۰/۱۷۷۲۱۷	-----	آماره t
	۰	۰/۱۵۰۶	۰/۸۵۹۴	-----	سطح معنی داری

منبع: یافته‌های تحقیق

بر اساس جدول (۱) از بین سه متغیر مورد بررسی صرفاً بین قیمت سهام و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران رابطه‌ی معنی‌دار و مثبت وجود دارد. بر اساس مبانی نظری این ارتباط مسلماً از گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سمت قیمت سهام می‌باشد. در واقع وجود گرایش‌های احساسی بین سرمایه‌گذاران منجر به افزایش قیمت سهام می‌شود.

فرضیه چهارم تحقق

فرضیه‌های چهارم این تحقیق به صورت ذیل بود:

- بین بازده و ریسک شرکت و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
- برای بررسی این فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیونی استفاده شده است. از آنجا که داده‌های مورد استفاده در این تحقیق از نوع داده‌ها پانلی هستند لذا در ابتدا باید نوع روش برآورد مشخص شده و سپس با استفاده از روش مناسب برآورد مدل‌های رگرسیونی صورت گیرد. بر همین اساس در ادامه مدل‌های رگرسیونی تحقیق ارائه می‌شوند، سپس روش مناسب برآورد مشخص می‌شود و در ادامه مدل به روش مناسب برآورد و نتایج تحلیل می‌شوند.

مدل تحقیق (فرضیه چهارم)

برای بررسی این فرضیه در اینجا از دو مدل بر اساس مبانی نظری و مطالعات تجربی در نظر گرفته شده است به شرح ذیل است:

$$P_{pit} - P_{fit} = \alpha_0 + \alpha_{it} + \beta_{1i}RMRF_{it} + \beta_{2i}SMP_{it} + \beta_{3i}HML_{it} + \beta_{4i}SENT_{it} + u_{it} \quad (1)$$

$$BETA_{it} = b_0 + b_{it} + \theta_{1i}LEV_{it} + \theta_{2i}CORR_{it} + \theta_{3i}VOLA_{it} + \theta_{4i}MKTBK_{it} + \theta_{5ip}SENT_{it} + \theta_{6i}GROWTH_{it} + \theta_{4i}INTRATE_{it} + V_{it} \quad (2)$$

که در آن:

- $P_{pit} - P_{fit}$: نرخ بازدهی سهم شرکت‌آم در زمان t منهای بازده بدون ریسک شرکت؛ برای بازده بدون ریسک نرخ سود اوراق مشارکت ۵ ساله در نظر گرفته شده است.
- $RMRF_{it}$: عامل بازار یا صرف ریسک بازار که برابر است با بازده بازار منهای نرخ سود اوراق مشارکت ۵ ساله؛
- SMP_{it} : عامل اندازه پرتفوی شرکت‌آم در زمان t؛
- HML_{it} : عامل ارزش پرتفوی شرکت‌آم در زمان t؛
- $BETA_{it}$: بتای سهام (به عنوان شاخص سیستماتیک) شرکت‌آم در زمان t؛
- LEV_{it} : نسبت اهرمی (نسبت کل بدهی‌ها به دارایی‌ها) شرکت‌آم در زمان t؛
- $CORR_{it}$: همبستگی سود عملیاتی شرکت‌آم در زمان t با شاخص پرتفوی بازار؛
- VOL_{it} : تغییرپذیری سود عملیاتی شرکت‌آم در زمان t؛
- $MVBV_{it}$: نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌آم در زمان t؛
- $BVMV_{it}$: نسبت ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام به ارزش بازار در شرکت‌آم در زمان t؛
- BV_{it} : ارزش دفتری دارایی‌ها به عنوان معرف اندازه شرکت‌آم در زمان t؛
- $GROWTH_{it}$: نرخ رشد سود عملیاتی شرکت‌آم در زمان t؛
- $INTRATE_{it}$: نرخ بهره بدون ریسک (نرخ سود اوراق مشارکت ۵ ساله)؛
- $PRICE_{it}$: شاخص قیمت سهام شرکت‌آم در زمان t.

متغیرها بکار رفته در مدل‌های فوق در ابتدای فصل معرفی شدند به استثنای u_{it} و μ_{it} که نشان‌دهنده‌ی جزء اخلال مدل‌ها هستند. همچنین در روابط فوق علامت i و t به ترتیب نشان‌دهنده‌ی شرکت و زمان هستند. مدل (۱) با هدف بررسی اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر روی ریسک سهام شرکت‌ها و مدل (۲) با هدف بررسی تاثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر روی ریسک شرکت‌ها تدوین شده‌اند.

انتخاب روش برآورد مدل

روش پانل مشتمل بر سه نوع تخمین شامل تخمین بین گروهی^۷، تخمین‌های درون گروهی^۸ اثرات ثابت می‌باشد و همچنین تخمین‌های درون گروهی اثرات تصادفی^۹ می‌باشد. در تخمین بین گروهی رگرسیون روی میانگین‌هاست و معمولاً برای تخمین ضرایب بلند

⁷ Between Groups

⁸ Within Groups

⁹ Random Effect

مدت از آن استفاده می‌شود. در تخمین‌های درون گروهی بعد زمان در نظر گرفته نمی‌شود و تنها اثراتی که مختص هر یک از واحدهاست به عنوان اثرات انفرادی منظور می‌گردد. در تخمین‌های اثرات تصادفی فرض می‌شود که عرض از مبداها (a_i) دارای توزیع مشترکی با میانگین a و واریانس σ_a^2 می‌باشد و بر خلاف روش قبل، با متغیرهای توضیحی مدل ناهمبسته‌اند. در این روش عامل زمان منظور می‌شود و اثرات گروهی واحدها در طول زمان به طور جداگانه به عنوان متغیرهای توضیحی وارد مدل می‌گردند. در این مطالعه به منظور انتخاب بین مدل تجمیع یافته (بدون در نظر گرفتن اثرات گروهی) و رهیافت اثرات ثابت پس از برآورد مدل کامل با متغیرهای مجازی به بررسی معنی‌داری کل ضرائب متغیرهای مجازی پرداخته می‌شود.

در این آزمون فرضیه های H_0 و H_1 به شرح زیر می‌باشند:

H_0 : عرض از مبدا همه شرکت‌ها برابرند.

H_1 : حداقل عرض از مبدا یکی از بنگاه‌ها متفاوت است.

این آزمون نشان می‌دهد که آیا در میان مقاطع مختلف ناهمگنی وجود دارد یا خیر، به عبارت دیگر این آزمون استفاده از مدل بین‌گروهی در مقابل استفاده از مدل درون گروهی اثرات ثابت (به عنوان نماینده‌ای از مدل‌های درون گروهی) را بررسی می‌کند.

مقادیر محاسبه شده آماره F برای مدل و سطح احتمال آماره به شرح زیر می‌باشد:

جدول ۲- نتیجه آزمون برابری مقاطع برای مدل‌های تحقیق

سطح معنی داری	آماره F	مدل
۰/۰۰۰۰	۳/۱۵۴۸	مدل بازده سهام یا همان مدل (۱)، زیر نمونه شرکت های کوچک
۰/۰۰۰۰	۲/۹۵۹۳	مدل بازده سهام یا همان مدل (۱)، زیر نمونه شرکت های با قیمت پایین
۰/۰۰۰۰	۲/۳۳۶۵	مدل بازده سهام یا همان مدل (۱)، زیر نمونه شرکت های با نسبت BTM پایین
۰/۰۰۰۰	۲/۹۷۲۴	مدل بازده سهام یا همان مدل (۱)، زیر نمونه شرکت های نسبت مالکیت نهادی پایین
۰/۴۹۸۴	۰/۹۹۶۹	مدل ریسک یا همان مدل (۲)

منبع: محاسبات تحقیق

همانگونه که نتایج جدول نشان می‌دهد به علت کمتر بودن مقادیر آماره برآوردی از مقدار بحرانی جدول در مدل (۲)، می‌توان چنین استنباط نمود که در این مدل، فرض همگنی بین مقاطع تایید می‌شود به عبارت دیگر مدل تحت بررسی را باید به صورت میانگین بین گروهی برآورد کرد. اما در مورد مدل (۱) در هر چهار زیر نمونه همگنی بین مقاطع رد می‌شود.

شایان ذکر است در صورتی که فرضیه‌ی صفر در مورد یک مدل رد شود، در این صورت لازم است به تخمین مدل با رهیافت اثرات تصادفی پرداخته شود. رهیافت اثرات تصادفی یک عرض از مبدا واحد برای تمام واحدها در نظر گرفته و تفاوت بین عرض از مبدا هر واحد را به جزء خطای مربوط به هر واحد انتقال می‌دهد و سپس از جمع این جزء خطا و عرض از مبدا کل واحدها، عرض از مبدا مخصوص هر واحد به دست می‌آید. در نهایت نیز بعد از تخمین مدل به هر دو روش در قدم نهایی باید با استفاده از آزمون هاسمن بین دو رهیافت اثرات ثابت و اثرات تصادفی یکی را انتخاب شود. اگر وجود عرض از مبدا متفاوت برای گروه‌های مختلف تایید شد، در آن صورت با استفاده از آزمون هاسمن می‌توان بین اثرات ثابت و اثرات تصادفی مناسب‌ترین را انتخاب کرد.

در آزمون هاسمن فرضیه صفر به صورت زیر می‌باشد:

H_0 : هیچ همبستگی بین اثرات انفرادی و متغیرهای توضیحی وجود ندارد.

این فرض به خاطر این است که فرض مدل اثرات تصادفی این است که α ها تصادفی است، لذا بین X ها و α ها نباید همبستگی وجود داشته باشند؛ هاسمن نیز از این فرضیه استفاده کرده و بیان می‌کند اگر بین X ها و α ها همبستگی نباشد؛ مدل اثرات تصادفی کاراتر خواهد بود. نتایج حاصل از آزمون هاسمن در جدول (۳) برای مدل (۱) حاکی از این امر است که روش برآورد اثرات ثابت در مقایسه با روش اثرات تصادفی کاراتر است. لذا باید مدل (۱) برای هر چهار زیر نمونه به روش اثرات ثابت برآورد شود.

جدول ۳- نتیجه آزمون هاسمن برای مدل (۱)

سطح معنی داری	آماره کای دو	مدل
۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	مدل بازده سهام یا همان مدل (۱)، زیر نمونه شرکت های کوچک
۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	مدل بازده سهام یا همان مدل (۱)، زیر نمونه شرکت های با قیمت پایین
۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	مدل بازده سهام یا همان مدل (۱)، زیر نمونه شرکت های با نسبت BTM پایین
۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰	مدل بازده سهام یا همان مدل (۱)، زیر نمونه شرکت های نسبت مالکیت نهادی پایین

منبع: محاسبات تحقیق

برآورد مدل ها به روش مناسب و کارآ

در قسمت قبل مشخص شد که برآورد مدل (۱) برای هر چهار زیر نمونه به روش اثرات ثابت و برآورد مدل (۲) به روش اثرات بین گروهی در مقایسه با برآورد آنها با سایر روش ها نتایج کارآتری ارائه می کند. چراکه مقاطع در مورد مدل (۲) همگن هستند، در نتیجه در اینجا مدل (۲) به روش اثرات بین گروهی برآورد می شود. اما مقاطع در مدل (۱) همگن نیستند و دارای اثرات ثابت می باشند لذا باید این مدل برای هر چهار زیر نمونه نیز به روش اثرات ثابت برآورد شود.

در جدول (۴) الی (۷) نتایج حاصل از برآورد مدل (۱) برای زیرنمونه ها با روش اثرات ثابت ارائه شده است.

جدول ۴- نتیجه برآورد مدل بازده شرکت ها به روش اثرات ثابت برای شرکت های کوچک

متغیر وابسته $P_{pit} - P_{fit}$				
سطح معنی داری	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیر
۰/۷۷۸۳	۰/۲۸۱۶	۰/۰۳۶۱	۰/۰۱۰۲	C
۰/۰۰۰۷	۳/۳۸۸۳	۰/۰۳۵۰	۰/۱۱۸۶	RMRF
۰/۰۲۶۷	۲/۲۱۷۵	۰/۰۸۰۶	۰/۱۷۸۸	SMB
۰/۰۲۶۹	۲/۲۱۴۷	۰/۰۸۰۷	۰/۱۷۸۸	HMB
۰/۰۰۰۰	۱۹/۵۵۱۸	۰/۰۰۳۹	۰/۰۷۵۸	SENT
آماره های خوبی برازش				
۰/۶۸۷۱۸۳		Mean dependent var	۰/۴۳۶۷۲۸	R-squared
۲/۵۹۷۳۷۷		S.D. dependent var	۰/۳۷۲۸۴۸	Adjusted R-squared
۶۱۲۰/۵۲۸		Sum squared resid	۲/۰۲۰۶۶۲	S.E. of regression
۲/۱۹۲۲۴۶		Durbin-Watson stat	۶/۸۳۶۶۷۵	F-statistic
	۰/۰۰۰۰			Prob(F-statistic)

منبع: محاسبات تحقیق

جدول ۵- نتیجه برآورد مدل بازده شرکت ها به روش اثرات ثابت برای شرکت های با قیمت پایین

متغیر وابسته $P_{pit} - P_{fit}$				
سطح معنی داری	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیر
۰/۰۰۸۳	۲/۶۴۹۶	۰/۰۲۵۹	۰/۰۶۸۶	C
۰/۰۲۵۰	۲/۲۴۷۹	۰/۰۳۴۴	۰/۰۷۷۳	RMRF
۰/۰۰۰۱	۴/۰۱۳۱	۰/۰۳۸۵	۰/۱۵۴۶	SMB
۰/۰۰۰۱	۴/۰۱۸۴	۰/۰۳۸۶	۰/۱۵۴۹	HMB
۰/۰۰۰۰	۱۶/۰۸۹۵	۰/۰۰۵۳	۰/۰۸۴۹	SENT
آماره های خوبی برازش				

R-squared	۰/۴۰۶۹	Mean dependent var		۰/۹۹۲۷
Adjusted R-squared	۰/۳۳۷۲	S.D. dependent var		۲/۹۳۰۹
S.E. of regression	۲/۲۹۵۱	Sum squared resid		۲۸۲۳/۳۳۳۰
F-statistic	۵/۸۳۷۹	Durbin-Watson stat		۲/۲۸۵۵
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰			

منبع: محاسبات تحقیق

جدول ۶- نتیجه برآورد مدل بازده شرکت‌ها به روش اثرات ثابت برای شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به بازار پایین

متغیر وابسته $P_{pit} - P_{fit}$				
سطح معنی داری	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیر
۰/۷۲۶۳	۰/۳۵۰۲	۰/۰۳۳۰	۰/۰۱۱۶	C
۰/۰۰۷۳	۲/۶۹۷۸	۰/۰۳۸۶	۰/۱۰۴۰	RMRF
۰/۰۴۰۷	۲/۰۵۲۶	۰/۰۴۵۶	۰/۰۹۳۷	SMB
۰/۰۳۹۹	۲/۰۶۱۰	۰/۰۴۵۷	۰/۰۹۴۱	HMB
۰/۰۰۰۰	۱۴/۷۶۳۵	۰/۰۰۵۸	۰/۰۸۵۵	SENT
آماره های خوبی برازش				
R-squared		Mean dependent var	۰/۴۱۹۱	
Adjusted R-squared		S.D. dependent var	۰/۳۳۱۱	
S.E. of regression		Sum squared resid	۲/۴۰۵۴	
F-statistic		Durbin-Watson stat	۴/۷۶۳۲	
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰			

جدول ۷- نتیجه برآورد مدل بازده شرکت‌ها به روش اثرات ثابت برای شرکت‌های با نسبت مالکیت نهادی پایین

متغیر وابسته $P_{pit} - P_{fit}$				
سطح معنی داری	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیر
۰/۰۰۵۴	۲/۷۹۴۳	۰/۰۲۶۴	۰/۰۷۳۷	C
۰/۰۰۵۶	۲/۷۸۳۸	۰/۰۳۵۲	۰/۰۹۷۹	RMRF
۰/۰۰۰۰	۴/۲۱۵۹	۰/۰۳۸۷	۰/۱۶۳۲	SMB
۰/۰۰۰۰	۴/۲۱۹۶	۰/۰۳۸۷	۰/۱۶۳۵	HMB
۰/۰۰۰۰	۱۷/۹۲۰۱	۰/۰۰۵۱	۰/۰۹۰۷	SENT
آماره های خوبی برازش				
R-squared		Mean dependent var	۰/۴۵۰۷	
Adjusted R-squared		S.D. dependent var	۰/۳۷۸۰	
S.E. of regression		Sum squared resid	۲/۴۰۰۰	
F-statistic		Durbin-Watson stat	۶/۱۹۹۸	
Prob(F-statistic)	۰/۰۰۰۰			

منبع: محاسبات تحقیق

بر اساس نتایج جدول (۴) تا (۷) رگرسیون‌های برآورده شده برای هر چهار زیر نمونه از نظری آماری معنی‌دار است چراکه سطح معنی داری آماره F محاسبه شده برای تمام زیر نمونه‌ها از کوچکتر از یک درصد است.

ضرایب هر چهار متغیر بکار گرفته شده در این رگرسیون شامل HMB، SMB، RMRF و SENT از نظر آماری در سطح خطای ۵ درصد (فاصله اطمینان ۹۵ درصد) کاملاً معنی‌دار می‌باشند. بر اساس اندازه‌ی این متغیرها نیز تغییر یک واحدی در متغیرهای RMRF، HMB، SMB و SENT در شرکت‌های با اندازه‌ی کوچک به ترتیب منجر به تغییر ۰/۱۱۸۶، ۰/۱۷۸۸، ۰/۱۷۸۸ و ۰/۰۷۵۸؛ در شرکت‌های با قیمت پایین به ترتیب منجر به تغییر ۰/۰۷۷۳، ۰/۱۵۴۶، ۰/۱۵۴۹ و ۰/۰۸۴۹؛ در شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به بازار پایین به ترتیب منجر به تغییر ۰/۱۰۴۰، ۰/۰۹۳۷، ۰/۰۹۴۱ و ۰/۰۸۵۵؛ و در شرکت‌های با نسبت مالکیت نهادی پایین به ترتیب منجر به تغییر ۰/۰۹۷۹، ۰/۱۶۳۲، ۰/۱۶۳۵ و ۰/۰۹۰۷ واحدی در متغیر وابسته (بازده شرکت) می‌شوند. به هر حال نتایج برآورد نشان می‌دهد که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران منجر به افزایش بازده سهام شرکت‌ها می‌شوند.

در جدول (۸) نیز نتایج حاصل از برآورد مدل (۲) با روش اثرات بین گروهی ارائه شده است.

جدول ۸- نتیجه برآورد مدل (۲) به روش اثرات بین گروهی

متغیر وابسته ریسک سیستماتیک (B)				
سطح معنی داری	آماره t	انحراف معیار	ضریب	متغیر
۰/۰۰۰۰	۴/۵۳۲۷-	۱/۳۲۵۴	۶/۰۰۷۸-	C
۰/۲۱۰۱	۱/۲۵۳۸	۱/۷۳۲۱	۲/۱۷۱۷	LEV
۰/۷۸۷۲	۰/۲۷۰۰	۱/۰۱۳۹	۰/۲۷۳۸	CORR
۰/۵۰۸۹	۰/۶۶۰۷	۰/۰۴۹۳	۰/۰۳۲۵	VOL
۰/۰۰۰۰	۴/۵۰۴۱	۰/۰۱۰۸	۰/۰۴۸۵	MVBV
۰/۰۰۸۶	۲/۶۳۱۰	۱/۶۷۸۱	۴/۴۱۵۰	INTREST
۰/۰۰۰۰	۴/۳۱۴۳-	۰/۰۴۴۶	۰/۱۹۲۴-	GROWTH
۰/۰۲۷۲	۲/۲۱۰۸	۰/۰۰۵۶	۰/۰۱۲۴	SENT
آماره‌های خوبی برازش				
۲/۴۹۲۷	Mean dependent var	۰/۰۷۸۶	R-squared	
۸/۱۶۳۹	S.D. dependent var	۰/۰۷۴۷	Adjusted R-squared	
۹۹۵۰۴/۱۱	Sum squared resid	۷/۷۶۳۳۱	S.E. of regression	
۱/۸۰۷۳	Durbin-Watson stat	۲۰/۱۲۱۰	F-statistic	
۰/۰۰۰۰	Prob(F-statistic)			

منبع: محاسبات تحقیق

بر اساس نتایج جدول (۵) کل رگرسیون برآورد شده از نظری آماری معنی‌دار است چراکه آماره F رگرسیون برابر با ۲۰/۱۲۱۰ است و از مقدار آماره F در جدول مربوطه در سطح اطمینان یک درصد بزرگتر می‌باشد. از ضرایب متغیرهای بکار گرفته شده در این رگرسیون شامل LEV، CORR، VOL، INTREST، MVBV، GROWTH و SENT صرفاً ضرایب متغیرهای LEV، CORR و VOL از نظر آمار معنی‌دار نیستند. بر اساس اندازه‌ی ضرایب متغیرهای معنی‌دار افزایش یک واحدی در متغیرهای INTREST، MVBV، GROWTH و SENT به ترتیب منجر به تغییر ۰/۰۴۸۵، ۴/۴۱۵۰، ۰/۱۹۴۲- و ۰/۰۱۲۴ واحدی در متغیر وابسته (ریسک سیستماتیک) می‌شوند. به هر حال نتایج برآورد نشان می‌دهد که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران منجر به افزایش ریسک شرکت‌ها می‌شوند.

با توجه به نتایج حاصل از هر دو مدل برآورد شده‌ی تحقیق می‌توان گفت فرضیه‌ی چهارم تحقیق مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار بین بازده و ریسک شرکت و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تایید می‌شود. به طوریکه گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران منجر به افزایش بازده و ریسک شرکت‌ها در بازار بورس اوراق بهادار تهران می‌شود.

نتیجه گیری و پیشنهادات

اولین مطالعات تجربی در زمینه رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی در بازار سرمایه به دهه ۷۰ بر می‌گردد. یکی از اولین مطالعات پیمایشی در زمینه رفتار سرمایه‌گذار حقیقی توسط وارتون انجام گرفت. به طور کلی می‌توان گفت بیش از آنکه مالی رفتاری در سطح خرد مورد بررسی و نظریه پردازی قرار گیرد، در سطح کلان مورد توجه قرار گرفته است. مطالعه حاضر به بررسی و شناخت میزان تاثیرپذیری بازده و ریسک اوراق بهادار تهران از تمایل سهام‌داران پرداخت. نتایج این مطالعه نشان داد که بین اندازه شرکت و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد و بین ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد و بین قیمت شرکت و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد. نتایج حاصل از بررسی ارتباط معنی‌دار بین متغیر SENT با متغیرهای قیمت سهام، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با استفاده از آزمون همبستگی و آزمون t استودنت نشان داد که از بین سه متغیر مورد بررسی صرفاً بین قیمت سهام و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران رابطه‌ی معنی‌دار و مثبت وجود دارد. بر اساس مبانی نظری این ارتباط مسلماً از گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سمت قیمت سهام می‌باشد. در واقع وجود گرایش‌های احساسی بین سرمایه‌گذاران منجر به افزایش قیمت سهام می‌شود. لازم به ذکر است، نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که بین بازده و ریسک شرکت و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.

باید بیان داشت که نتایج برآورد مدل پانل دیتا نشان می‌دهد که ضرایب هر چهار متغیر بکار گرفته شده در رگرسیون مرتبط با ارتباط بازده با گرایش‌های احساسی شامل RMR، SMB، HMB و SENT از نظر آماری در سطح خطای ۵ درصد (فاصله اطمینان ۹۵ درصد) برای هر چهار زیر نمونه کاملاً معنی‌دار می‌باشند؛ به هر حال نتایج برآورد نشان می‌دهد که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران منجر به افزایش بازده سهام شرکت‌ها می‌شوند.

همچنین، از ضرایب متغیرهای بکار گرفته شده در مدل برآوردی شامل GROWTH، INTREST، MVBV، VOL، CORR، LEV و SENT صرفاً ضرایب متغیرهای LEV، CORR و VOL از نظر آمار معنی‌دار نیستند؛ به هر حال نتایج برآورد نشان می‌دهد که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران منجر به افزایش ریسک شرکت‌ها می‌شوند. با توجه به نتایج حاصل از هر دو مدل برآورد شده‌ی تحقیق می‌توان گفت فرضیه‌ی چهارم تحقیق مبنی بر وجود رابطه‌ی معنادار بین بازده و ریسک شرکت و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تایید می‌شود. به طوریکه گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران منجر به افزایش بازده و ریسک شرکت‌ها در بازار بورس اوراق بهادار تهران می‌شود. براساس نتایج حاصل شده در این مطالعه، اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار تایید شده و باید بیان داشت که نقش آن در بازار سرمایه، می‌تواند باعث افزایش بازده و ریسک شرکت‌ها گردد؛ از اینرو، سرمایه‌گذاران بایستی به گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار، به عنوان یک عامل تغییرات در بازار مالی توجه بیشتری مبذول دارند.

منابع و مراجع

- [۱] تلنگی، احمد (۱۳۸۳)، «تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری»، فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۱۷، صص ۳-۲۵.
- [۲] حیدرپور، فرزانه؛ تاری وردی، یداله و مریم محرابی. (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۷: ۱-۱۳.
- [۳] رهنما رودپشتی، فریدون، حاجیه‌ها، زهره، زارعی سودانی، علی (۱۳۸۷)، «کارکرد مالی رفتاری در تبیین پایگاه علمی برای تجزیه و تحلیل سهام»؛ فصلنامه تولید علم، شماره ۷.
- [۴] زنجیردار، مجید، موسوی، رضا و صابری، مریم (۱۳۸۷)، «تبیین عوامل رفتاری انسان در انتخاب پرتفوی بهینه درمقایسه با مالی استاندارد»؛ فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری سال سوم، شماره ۹؛ صص ۲۲۲-۲۰۷.
- [5] Chan, W., S., Frankel, R., Kothari, S., Testing Behavioral finance theories using trends and Consistency in financial performance, journal of Accounting and Economics 38 (2004) 3-50
- [6] Kim, Taehyuk & Ha. Aejin, (2010) "Investor Sentiment and Market Anomalies" 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Available at www.ssrn.com.
- [7] Ling, D., Naranjo, A. Scheik B., (2010), "Investor Sentiment and Asset Pricing in Public and Private Markets" Available at www.ssrn.com
- [8] Mei-Chen Lin, (2010) "The Effects of Investor Sentiment on Returns and Idiosyncratic Risk in the Japanese Stock Market": International Research Journal of Finance and Economics, vol 60, pp 29-43.
- [9] Wu, Yanran. Han, Liyan. Tao, Ke. & Zhang, Zhongyuan, (2010) "Investor Sentiment and the Day-of-the-Week Effect of Cross-Sectional Return" Available at www.ssrn.com