



## نگرش فلسفی در بازده سرمایه‌گذاری، مدیریت پرتفوی و ارزش‌گذاری شرکت‌ها توسط تحلیل‌گران مالی با استفاده از نظریه نفرین برنده

علیرضا حیدری<sup>۱</sup>

عباس رمضان‌زاده‌زیدی<sup>۲</sup>

علی بیات<sup>۳</sup>

وهاب رستمی<sup>۴</sup>

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۲/۱۱/۱۲ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۳/۰۶/۱۷

### چکیده

هدف پژوهش، بررسی نگرش فلسفی تحلیل‌گران در ارزش‌گذاری سهام عرضه‌های اولیه با رویکرد نفرین برنده می‌باشد. جامعه آماری در بحث رفتاری سرمایه‌گذاران شامل تحلیل‌گران بازار سرمایه، اساتید و دانشجویان تحصیلات تکمیلی می‌باشند و با روش هدفمند تعداد ۱۰۰ نفر به‌عنوان نمونه انتخاب گردیده است. برای بررسی ارزش‌گذاری شرکت‌ها، جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌هایی است که در سال ۱۴۰۰ عرضه‌اولیه کرده‌اند و صنایع غذایی، زراعت، محصولات شیمیایی و فلزات اساسی به‌عنوان نمونه انتخاب گردید. با نرم‌افزار اسمارت PLS در تحلیل فرضیه‌ها دریافتیم که تحلیل‌گران با نگرش فلسفی بالا در ارزش‌گذاری شرکت‌ها تأثیر مثبت داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شوند و ابعاد انعطاف‌پذیری و تعمق مورد تأیید قرارگرفت ولی بعد جامعیت از نظر آماری تأیید نشد. نگرش فلسفی بالا در تحلیل‌گران مالی باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند که ابعاد انعطاف‌پذیری و تعمق تأیید و جامعیت رد شد. نگرش فلسفی بالا در تحلیل‌گران مالی باعث تشکیل پرتفوی بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند و ابعاد انعطاف‌پذیری و تعمق تأیید ولی بعد جامعیت از نظر آماری رد شد.

### کلمات کلیدی

ارزش‌گذاری سهام عرضه‌های اولیه، رویکرد نفرین برنده، نگرش فلسفی، مدیریت پرتفوی، بازده

سرمایه‌گذاری

۱- گروه حسابداری، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران. Alirezaheydari1358@gmail.com

۲- گروه حسابداری، واحد نکا، دانشگاه آزاد اسلامی، نکا، ایران. (نویسنده مسئول) Ab.ramezanzadeh@iau.ac.ir

۳- گروه حسابداری، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران. Ali.Bayat22@yahoo.com

۴- گروه حسابداری، واحد زنجان، دانشگاه پیام نور، زنجان، ایران. vahab.rostami@gmail.com

از موضوعات مهمی که در ادبیات مالی طی سال‌های اخیر، منطقی یا غیرمنطقی عمل کردن سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی را به چالش کشیده‌است؛ نظریه‌بازارکارای سرمایه می‌باشد که توسط فاما (۱۹۷۰) مطرح شد که با دو فرض اساسی نیز روبرو بود: اول اینکه سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود در بازار رفتار منطقی و عقلایی دارند. دوم اینکه آن‌ها بر اساس آخرین اطلاعات و اخبار به خریدوفروش اوراق بهادار اقدام می‌کنند، در نتیجه اوراق همیشه به ارزش ذاتی آن نزدیک است و هیچ‌گونه فرصت آربیتراژی نیست (فاما<sup>۱</sup>، ۱۹۷۰). پیش‌بینی رفتار بازارهای مالی امری بسیار پیچیده می‌باشد، زیرا توزیع سری‌های زمانی مالی در طول زمان دائماً در حال تغییر می‌باشد. در سال‌های اخیر، سرمایه‌گذاران به‌منظور کاهش ریسک‌های سرمایه‌گذاری خود نسبت به پیش‌بینی شاخص‌های بازارهای سهام علاقه‌مند شده‌اند، زیرا پیش‌بینی درست این شاخص‌ها آن‌ها را در کاهش ریسک‌های بازار و افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری یاری می‌کند (سیلوا و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰).

نگرش فلسفی نوعی نگرش در مورد دانش است (حساس یگانه، ۱۳۹۳) مدیری که از ذهنیت فلسفی بالا برخوردار است، برای دیدن مسائل بر اساس اهداف درازمدت، تعمیم خلاق، عقاید اصولی و طیف وسیعی از انتخاب‌های منطقی، شانس بیشتری دارد (اسمیت، ۱۳۷۴). داشتن نگرش فلسفی (طرز تفکر) به افراد کمک می‌کند تا بتوانند بین نگرش، کنش و عمل هماهنگی ایجاد کرده یعنی بین نگرش و عمل آن‌ها تناقضی دیده نشود (ویلیامز<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹). داشتن نگرش فلسفی منجر به درک بالا در تصمیم درست می‌شود (دانشگاه ایالتی فلوریدا، گروه فلسفه<sup>۴</sup>، ۲۰۱۵). سرمایه‌گذارانی که نگرش فلسفی قوی دارند، به میزان قابل توجهی بیشتر از ثروت خود را به ارزش‌گذاری مطلوب سهام عرضه‌های اولیه اختصاص می‌دهند (بائر و اسمیت<sup>۵</sup>، ۲۰۱۵). تصمیم‌های هر شخص با نگرش فلسفی بر کل سازمان اثر می‌گذارند (طیبی ابوالحسنی و عزیزیان خلخوران، ۲۰۱۵). در نتیجه، اخلاق و نگرش‌ها بازارها و کسب‌وکار با ایجاد ارزش، مرتبط‌اند و این دو مفهوم باهم ارتباط تنگاتنگ دارند (شریف‌زاده و همکاران، ۱۳۹۳). فرد تصمیم‌گیرنده در راستای ارزش‌گذاری شرکت‌ها اگر بالاترین پیشنهاد را بدهد (برنده) ارزش سهام را از همه بیشتر تخمین زده است؛ بنابراین تنها در صورتی که همه شرکت‌کنندگان ارزش سهام شرکت را کمتر از مقدار واقعی تخمین زده باشند احتمال دارد برنده قیمت مناسبی بپردازد که احتمال این کار بسیار کم است. منطق حکم می‌کند که با افزایش تعداد شرکت‌کنندگان در حراجی، نفرین برنده شدت بیشتری پیدا کند. وقتی تعداد شرکت‌کنندگان زیاد می‌شود، تعداد افرادی که ارزش سهام را بیش‌ازاندازه تخمین می‌زنند هم افزایش پیدا می‌کند، به همین دلیل تحلیلگران بهتر است

## نگرش فلسفی در بازده سرمایه‌گذاری، مدیریت پرتفوی و.../حیدری، رمضان زاده‌زیدی، بیات و رستمی

قیمت مناسب پرداخت کنند تا دچار نفرین برنده نگردند (بلومفیلد و لوفت<sup>۶</sup>، ۲۰۰۶). رفتار تحلیلگران با نگرش فلسفی قوی می‌تواند در ارزش‌گذاری سهام، قیمت را واقعی‌تر و نزدیک به ارزش ذاتی پیش‌بینی کند و با این اطلاعات بازده مثبتی برای آن‌ها ایجاد شود که این مبحث احتمال نفرین برنده را کاهش می‌دهد (اریکسون و گایجر<sup>۷</sup>، ۲۰۰۶؛ لشنیاک و پلبانکیویچ<sup>۸</sup>، ۲۰۱۳). در نتیجه، انگیزه‌های مالی برای سرمایه‌گذارانی که نگرش فلسفی ضعیف‌تری دارند، اهمیت بیشتری دارد. این سرمایه‌گذاران به احتمال زیاد سرمایه‌گذاری‌های مسئولیت‌پذیر اجتماعی خود را محدود می‌کنند (بائر و اسمیت، ۲۰۱۵). لیونکوویست و ویلهلم جر (۲۰۰۳) رفتار قیمت‌گذاری منحصربه‌فردی را در اطراف عرضه‌های عمومی اولیه نشان دادند، درحالی‌که کاوستیا و کنوپفر<sup>۹</sup> (۲۰۰۸) دریافتند که تجربیات شخصی سرمایه‌گذاران و بازده قبلی عرضه‌های عمومی اولیه تأثیر قابل‌توجهی بر عرضه‌های عمومی اولیه آینده دارد (کانکو و پتوی<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۳).

درک ویژگی‌های الگوهای رفتار سرمایه‌گذار، اساسی بسیار مهم است، زیرا این الگوها و رفتارها (نگرش فلسفی)، وقتی با رفتارهایشان ترکیب می‌شوند، پویایی کل بازار را شکل می‌دهند و بنابراین عوامل مهمی در توضیح رونق و حباب در بازارهای مالی هستند (رانگاناتان و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۱۸). لیونکوویست و ویلهلم جر (۲۰۰۳) رفتار قیمت‌گذاری منحصربه‌فردی را در اطراف عرضه‌های عمومی اولیه نشان دادند، درحالی‌که کاوستیا و کنوپفر<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۸) دریافتند که تجربیات شخصی سرمایه‌گذاران و بازده قبلی عرضه‌های عمومی اولیه تأثیر قابل‌توجهی بر عرضه‌های عمومی اولیه آینده دارد.

درک ویژگی‌های الگوهای رفتار سرمایه‌گذار، اساسی بسیار مهم است، زیرا این الگوها و رفتارها (نگرش فلسفی)، وقتی با رفتارهایشان ترکیب می‌شوند، پویایی کل بازار را شکل می‌دهند و بنابراین عوامل مهمی در توضیح رونق و حباب در بازارهای مالی هستند (رانگاناتان و همکاران، ۲۰۱۸). بر همین اساس، رفتارهای تحلیلگران با نگرش فلسفی انتظار می‌رود بر ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها تأثیرگذار باشد و با اطلاعات موجود احتمال نفرین برنده شدن را کاهش یا افزایش می‌دهند.

سرمایه‌گذاران با اطلاع در مقایسه با سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع و شرکت عرضه‌کننده سهم، اطلاعات بیشتر درباره ارزش ذاتی سهم در اختیار دارند؛ بنابراین، متقاضی خرید سهام عرضه‌های اولیه باقیمت‌های کمتر از واقع می‌شوند، درحالی‌که سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع، متقاضی خرید کلیه سهام می‌شوند. از این رو، اگر سهام عرضه‌شده بیش از واقع قیمت‌گذاری شوند، منحصراً عاید سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع شده و در نتیجه برای آن‌ها بازده منفی ایجاد می‌کنند. این موضوع برای سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع نفرین برنده را ایجاد می‌کند. در همین راستا، سؤالی که این پژوهش را به چالش می‌کشد این

## فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۶۱ / زمستان ۱۴۰۳

است که رفتار تحلیل‌گران از بعد نگرش فلسفی تا چه حدودی می‌تواند در ارزش‌گذاری عرضه اولیه سهام شرکت با رویکرد نفرین برنده دخیل باشد و این رفتار در کسب بهتر بازده سرمایه‌گذاری و پرتفوی چقدر اهمیت دارد.

داداش‌پور عمرانی و همکارانش (۱۴۰۲) دریافتند با مدل برنامه‌ریزی دینامیک در زمان‌های سرمایه‌گذاری نتایج بهتر در کارایی رفتار تصمیمات سرمایه‌گذاران با صرف هزینه و زمان کمتر و به تبع سودآوری بیشتر سبد سهام (پرتفوی) حاصل می‌شود. فتح‌علیان و همکاران (۱۴۰۱) در راستای پژوهشی با عنوان الگوی ارزش‌گذاری IPO با استفاده از الگوریتم ژنتیک و مقایسه ارزش الگوی پیشنهادی با OP و انتخاب ۴۲۱ شرکت که اقدام به عرضه عمومی اولیه سهام در بورس اوراق بهادار تهران نموده‌اند در طی بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۷ به این نتیجه رسیدند که الگوی ارزش‌گذاری IPO با استفاده از الگوریتم ژنتیک، الگوی بهینه ارزش‌گذاری IPO می‌باشد. همچنین، ارزش‌گذاری پیش‌بینی‌شده در عین نزدیکی به OP ضمن افزایش نسبی قیمت می‌تواند انتظارات سرمایه‌گذاران و صاحبان شرکت‌ها در ارزش‌گذاری مناسب IPO را برآورده نماید. صالحی و ناظمی (۱۴۰۰) دریافتند حساب‌برسان در هر دو بازار (بازی اول در شرایط ساده بازار حسابرسی و بازی دوم یک بازار حسابرسی با شرایط پیچیده) به‌طور میانگین قیمت‌هایی کمتر از راهبرد قیمت‌گذاری بدون ریسک تعادل پیشنهاد می‌کنند، این نتایج شواهدی بر اثبات وجود نفرین برنده در بازار حسابرسی است. کوزه‌گر و همکاران (۱۴۰۰) دریافتند بین افراد حرفه‌ای، خوانایی متن استانداردها در گروه دارای نگرش فلسفی، بیشتر از گروه فاقد نگرش فلسفی است. اکبری‌فرد و دشمن‌زیاری (۱۳۹۸) نشان دادند مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در شیوه تأمین مالی شرکت بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام تأثیر دارد. قربانی‌آقباقر و نوروش (۱۳۹۵) به بررسی جامع تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام در زمان عرضه اولیه سهام پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بین رفتار سرمایه‌گذاران و قیمت سهام در زمان عرضه اولیه سهام ارتباط مستقیم و معنی‌دار وجود دارد.

### **پیشینه پژوهش**

پتکوچ و سامدانی<sup>۱۳</sup> (۲۰۲۱) به‌طور تجربی نشان دادند که قیمت فروش عرضه اولیه سهام، نتیجه تعادل یک بازی متوالی بین مروجین و سرمایه‌گذاران نهادی است. در نتیجه، سرمایه‌گذاران نهادی همیشه اطلاعات تولید می‌کنند و سودمندی آن‌ها برای قیمت‌گذاری کمتر است که رابطه معکوس با نوسانات بازده دارد. فان و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۲۱) بیان داشتند رابطه منفی هم‌زمان بین احساسات و رفتار سرمایه‌گذار و بازده بازار وجود دارد. اونگ و همکاران<sup>۱۵</sup> (۲۰۲۰) به این نتیجه رسیدند که مالکیت

## نگرش فلسفی در بازده سرمایه‌گذاری، مدیریت پرتفوی و.../حیدری، رمضان زاده زیدی، بیات و رستمی

نهادی ارتباط مثبتی با ارزش‌گذاری عرضه اولیه عمومی دارد. نقش سیگنال‌دهی سرمایه‌گذاران نهادی سعی در انتقال اطلاعات در مورد کیفیت شرکت‌ها داشت که به نوبه خودداری ارزش‌گذاری تقریباً منصفانه عرضه اولیه عمومی بودند. کمالی و همکاران<sup>۱۶</sup> (۲۰۱۹) در مقاله خود با عنوان بهینه‌سازی مدل چند زمانه بودن پرتفوی، مدل بهینه‌سازی پرتفوی چند دوره‌ای پس از توزیع مناسب را ارائه نمودند. آن‌ها در تحقیق خود از توزیع تی برای بهینه‌سازی به جهت جابه‌جایی بهتر داده‌های تجربی استفاده نمودند که منجر به ارائه نتایج بهتر در سید سهام گردید. بالتاکیه و همکاران<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۹) نشان دادند که رفتارهای سرمایه‌گذار برای معاملاتی در بازارهای مالی در طول زمان پایدار برای عرضه سهام اولیه گسترش می‌یابد. لو و همکاران<sup>۱۸</sup> (۲۰۱۷) دریافتند سرمایه‌گذاران نهادی بر مدیریت سود شرکت‌های عرضه عمومی اولیه سهام تأثیرگذار است. دیچمونت و همکاران<sup>۱۹</sup> (۲۰۱۶) در مطالعه خود بیان کردند که عدم واکنش منطقی سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید برای ارزش‌گذاری در بازار باعث عدم انعکاس ارزش ذاتی سهام می‌شود.

### روش تحقیق

این تحقیق بر اساس هدف از نوع کاربردی و از لحاظ روش ماهیتاً کمی-کیفی و گردآوری اطلاعات از منابع کتابخانه‌ای و میدانی می‌باشد. ابزار گردآوری داده‌ها در این پژوهش پرسشنامه و فیش‌برداری است. از نرم‌افزار اکسل و اسمارت PLS استفاده شده است. این پژوهش از نوع شبه آزمایشگاهی و با استفاده از کیس‌های واقعی انجام گرفته و برای پر بار کردن از گزینه‌های سرمایه‌گذاری مانند اوراق قرضه با بازده جهت تشکیل پرتفوی استفاده شد. روش انجام پژوهش ابتدا روند عرضه‌های اولیه سهام در بازار سرمایه بررسی خواهد شد و سپس در گام دوم سؤالات استاندارد نگرش فلسفی تکمیل می‌شود. برای سنجش روایی پرسشنامه‌ی نگرش فلسفی، از افراد متخصص استفاده شده است. ضریب آلفای کرونباخ این پرسشنامه توسط جاویدی کلاته جفرآبادی و ابوترابی (۱۳۸۹) ۰/۷۴ به دست آمده است.

### جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

برای بررسی بحث رفتاری سرمایه‌گذاران، جامعه آماری تحقیق شامل تحلیلگران بازار سرمایه و اساتید دانشگاه در رشته حسابداری و دانشجویان تحصیلات تکمیلی در رشته حسابداری می‌باشند. نمونه به صورت غیر تصادفی از نوع هدفمند انتخاب شد. در این راستا، نمونه مورد مطالعه ۱۰۰ نفر می‌باشد. برای بررسی ارزش‌گذاری شرکت‌ها، جامعه آماری شامل شرکت‌هایی که در سال ۱۴۰۰ عرضه اولیه داشتند. تعداد ۴ شرکت (با نماد غکوروش در صنعت غذایی، سپید در صنعت زراعت و خدمات وابسته، کیمیاتک در صنعت محصولات شیمیایی و فسبزوار در صنعت فلزات اساسی) به عنوان نمونه انتخاب شد.

### متغیرهای مورد بررسی و اندازه‌گیری آن‌ها

#### ۷ ارزش‌گذاری شرکت

با توجه به اینکه پدیده نفرین برنده در حراج و مزایده‌ها اتفاق می‌افتد در این پژوهش به بررسی بازده عرضه‌های اولیه سهام که به صورت حراج در بورس عرضه می‌شود پرداخته خواهد شد. روش‌های متفاوتی برای ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها وجود دارد، قصد داریم در این پژوهش مورد استفاده قرار دهیم:

#### ۱- ارزش‌گذاری بر مبنای مدل تنزیل سود تقسیمی

$$DDM = \frac{D(1+g)}{r-g} \quad \text{رابطه (۱)}$$

در رابطه ۱، (DDM) تنزیل سود تقسیمی (D) سودموردانتظار، (r) نرخ تنزیل و (G) نرخ رشد است.

#### ۲- جریان نقدی آزاد شرکت

$$FCFF = CFO - FCInv \quad \text{رابطه (۲)}$$

در رابطه ۲، (FCFF) جریان نقد آزاد، (CFO) جریان نقد عملیاتی و (FCInv) خالص سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت می‌باشد.

#### ۳- جریان نقدی آزاد سهام‌داران

$$FCFE = FCFF - \text{افزایش خالص در اصل تسهیلات مالی دریافتی} \quad \text{رابطه (۳)}$$

در رابطه ۳، (FCFF) جریان نقدی آزاد شرکت و (FCFE) جریان نقدی آزاد سهام‌داران است.

#### ۴- نسبت ارزش‌گذاری نسبت قیمت به سود

$$P/E * EPS = Price \quad \text{رابطه (۴)}$$

سود هر سهم (P/E) = سود خالص پس از کسر مالیات برای دوره جاری / تعداد سهام

موجود در سهام عادی

در رابطه ۴، P قیمت هر سهم و E درآمد هر سهم است؛ یعنی یک P/E برای سهم است.

وقتی تحلیل‌گر ارزش سهم را با این روش محاسبه کند، باید ببیند که قیمت آن سهم در بازار بیشتر از قیمت محاسباتی شماس است یا کمتر. اگر قیمت سهم در بازار بیشتر از این عدد باشد، یعنی آن سهم ارزنده نیست. ولی اگر قیمت سهم در بازار کمتر از این عدد باشد، به این معنی است که آن سهم ارزنده است و قابلیت رشد دارد.

#### ۵- ارزش خالص دارایی‌ها

خالص ارزش دارایی‌ها (NAV) = مزاد ارزش سرمایه‌گذاری‌ها نسبت به بهای تمام‌شده + حقوق صاحبان سهام / تعداد سهام شرکت

## نگرش فلسفی در بازده سرمایه گذاری، مدیریت پرتفوی و.../حیدری، رمضان زاده زیدی، بیات و رستمی

پس از ارزش گذاری شرکت ها به ارزیابی عملکرد پرتفوی و بازده سرمایه گذاری شرکت ها خواهیم پرداخت:

برای ارزیابی عملکرد پرتفوی از شاخص آلفای جنسن استفاده می شود. معیار جنسن نیز مانند معیارهای قبل با استفاده از CAPM محاسبه می شود.

$$\alpha_j = R_i - [R_f + \beta_{iM} \times (R_M - R_f)] \quad \text{رابطه (۶)}$$

آلفای جنسن = بازده پرتفوی - [نرخ بازده بدون ریسک + بتای پرتفوی × (نرخ بازده بازار - نرخ بازده بدون ریسک)]

منظور از بازده کل سهام مجموعه مزایایی است که در طول سال به سهم تعلق می گیرد. بازده سهام با استفاده از فرمول زیر محاسبه می شود.

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1} + d_t}{P_{t-1}} \quad \text{رابطه (۷)}$$

در معادله فوق  $R_t$  بازده سهام در دوره  $t$ ،  $P_t$  قیمت سهام در دوره مورد نظر،  $P_{t-1}$  قیمت سهام در دوره  $t-1$  و  $d_t$  سایر مزایای پرداختی سهام را نشان می دهد.

در صورتی که شرکت افزایش سرمایه داشته باشد، بازده واقعی سهام برابر است با تغییرات قیمت سهام و مزایای نقدی، سود سهمی و حق تقدم سهام تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای دوره که به صورت زیر محاسبه می شود:

$$R_i = \frac{(P_t - P_{t-1}) + (P_{t-1} \times A) + (P_t \times B) + DPS}{P_{t-1}} \quad \text{رابطه (۸)}$$

که در این رابطه DPS سود نقدی هر سهم در ابتدای سال،  $P_t$  قیمت سهام پایان دوره،  $P_{t-1}$  قیمت سهام در اول دوره،  $A$  درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی،  $B$  درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و سود انباشته است.

سرمایه گذاران با تحلیل شاخص جنسن، وضعیت سرمایه گذاری (ارزیابی عملکرد پرتفوی) خود در یک دوره یک ساله را بررسی می کنند. همچنین در هنگام تصمیم گیری برای اضافه کردن دارایی های جدید، بررسی نسبت جنسن اهمیت بسیار زیادی خواهد داشت. به طور کلی، مقادیر حاصل شده نشان دهنده قابل قبول بودن یا غیر قابل بودن یک سرمایه گذاری است.

در ادامه تحلیل گران مالی با مطالعه صورت های مالی و طرح توجیهی ارائه شده شرکت ها، با استفاده از شاخص های DDM، FCFE، FCF، P/E و NAV نسبت به ارزش گذاری شرکت ها با دیدگاه خوش بینانه، بدبینانه و محتمل اقدام می نمایند و به هر یک از مدل ها وزن خاصی داده می شود (وزن

## فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۶۱ / زمستان ۱۴۰۳

دهی)؛ و با میانگین اخذشده از پاسخهای تحلیلگران، ارزش شرکت مشخص می‌شود که این قیمت با قیمت عرضه‌شده سهام مقایسه می‌گردد. پرسشنامه ارزش‌گذاری (اشاره‌شده پیوست الف-۱) بدون ذکر نام شرکت و تحلیل‌گر مالی و با اشاره به صنعت موردنظر جهت جلوگیری از تورش در اختیار تحلیل‌گر قرار می‌گیرد. در پایان، از تحلیل‌گر خواسته می‌شود بازده شرکت‌ها را در بازه زمانی یک‌ساله پیش‌بینی کرده و با ارائه یک سرمایه‌گذاری با بازده ثابت (اوراق مشارکت) پرتفوی بهینه خود را از بین چهار شرکت و سرمایه‌گذاری با بازده ثابت تهیه نمایند.

### **نفرین برنده**

اگر سهام عرضه‌شده بیش از واقع قیمت‌گذاری شود، منحصراً عاید سرمایه‌گذاران ناآگاه شده و بازده منفی ایجاد می‌کند که این موضوع برای سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع «نفرین برنده» را پدید می‌آورد.

### **نگرش فلسفی**

برای سنجش نگرش فلسفی بودن مخاطبان از پرسشنامه تدوین‌شده توسط سلطانی (۱۳۷۵) مبتنی بر مدل فیلیپ استفاده‌شده است که شامل سه بعد جامعیت، تعمق، انعطاف‌پذیری است و دارای ۶۰ سؤال با طیف لیکرت ۴ گزینه‌ای می‌باشد که برای گزینه‌های «هرگز»، «بندرت»، «بعضی مواقع»، «تقریباً همیشه» به ترتیب امتیازات ۱، ۲، ۳ و ۴ در نظر گرفته می‌شود. گویه‌های شماره ۸، ۱۲، ۱۳، ۱۵، ۱۷، ۱۸، ۱۹، ۲۰، ۲۳، ۲۴، ۲۴، ۳۴، ۳۵، ۳۹، ۴۰، ۴۱، ۴۲، ۴۳، ۴۴، ۴۶، ۴۷، ۴۸، ۴۹، ۵۰، ۵۱، ۵۲، ۵۳، ۵۴، ۵۵، ۵۸ و ۵۹ به‌صورت معکوس نمره‌گذاری می‌شوند.

امتیاز کلی پرسشنامه با جمع کردن امتیاز تک‌تک گویه‌ها به دست می‌آید. در پرسشنامه نگرش فلسفی اخذ امتیاز کمتر بیانگر افرادی است که فاقد نگرش فلسفی هستند و امتیاز بالا نشان‌دهنده اشخاصی است که دارای نگرش فلسفی مطلوب یا قوی هستند. امتیاز کلی پرسشنامه با جمع کردن امتیاز تک‌تک گویه‌ها به دست می‌آید. در پرسشنامه نگرش فلسفی اخذ امتیاز کمتر از ۱۵۰ به‌عنوان افراد فاقد نگرش فلسفی و امتیاز بیشتر از ۱۵۰ دارای نگرش فلسفی مطلوب یا قوی شناسایی می‌شود.

### **فرضیه‌های تحقیق**

فرضیه اصلی (۱) تحلیل‌گران با نگرش فلسفی بالا (پایینی) در ارزش‌گذاری شرکت‌ها تأثیر داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شوند (می‌شوند).

▪ فرضیه فرعی (۱-۱) تحلیل‌گران با نگرش فلسفی با بعد جامعیت در ارزش‌گذاری شرکت‌ها تأثیر داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شوند (می‌شوند).



## نگرش فلسفی در بازده سرمایه‌گذاری، مدیریت پرتفوی و.../حیدری، رمضان زاده زیدی، بیات و رستمی

- فرضیه فرعی (۱-۲) تحلیل‌گران با نگرش فلسفی با بعد تعمق در ارزش‌گذاری شرکت‌ها تأثیر داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شوند (می‌شوند).
- فرضیه فرعی (۱-۳) تحلیل‌گران با نگرش فلسفی با بعد انعطاف‌پذیری در ارزش‌گذاری شرکت‌ها تأثیر داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شوند (می‌شوند).
- فرضیه اصلی (۲) نگرش فلسفی بالا (پایینی) در تحلیل‌گران مالی باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).
- فرضیه فرعی (۲-۱) نگرش فلسفی با بعد جامعیت در تحلیل‌گران مالی باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).
- فرضیه فرعی (۲-۲) نگرش فلسفی با بعد تعمق در تحلیل‌گران مالی باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).
- فرضیه فرعی (۲-۳) نگرش فلسفی با بعد انعطاف‌پذیری در تحلیل‌گران مالی باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).
- فرضیه اصلی (۳) نگرش فلسفی بالا (پایینی) در تحلیل‌گران مالی باعث تشکیل پرتفوی بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).
- فرضیه فرعی (۳-۱) نگرش فلسفی با بعد جامعیت در تحلیل‌گران مالی باعث تشکیل پرتفوی بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).
- فرضیه فرعی (۳-۲) نگرش فلسفی با بعد تعمق در تحلیل‌گران مالی باعث تشکیل پرتفوی بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).
- فرضیه فرعی (۳-۳) نگرش فلسفی با بعد انعطاف‌پذیری در تحلیل‌گران مالی باعث تشکیل پرتفوی بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

در آمار توصیفی مشاهده می‌شود که تعداد پاسخ‌دهندگان مطابق جدول ۱ برابر ۱۰۰ نفر بود. به‌طور متوسط درصد اختلاف ارزش‌گذاری از ارزش واقعی شرکت بین پاسخ‌دهندگان ۷۴ درصد بوده می‌باشد. همچنین حداقل اختلاف ارزش‌گذاری برابر ۰,۲- است و حداکثر آن نیز برابر ۳,۱۹ می‌باشد که تأییدکننده بیش ارزش‌گذاری پاسخ‌دهندگان است. انحراف معیار آن حاکی از انسجام داده‌ها است. همچنین، مطابق ارزش‌گذاری برای چهار شرکت الف، ب، ج و د مشاهده شد که کمترین درصد اختلاف

### فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۶۱ / زمستان ۱۴۰۳

ارزش‌گذاری در شرکت الف و بیشترین آن در شرکت ب است. به همین ترتیب، به‌طور متوسط ۶ درصد پایین‌تر از بازدهی واقعی، پیش‌بینی بازدهی را انجام داده‌اند و کمترین اختلاف پیش‌بینی بازدهی ۰,۲۹- و بیشترین آن ۰,۴۰ است. انحراف معیار آن منسجم‌تر است. مطابق پیش‌بینی بازدهی برای چهار شرکت، کمترین اختلاف پیش‌بینی بازدهی در شرکت ب و بیشترین آن در شرکت ج است. همچنین، درصد پیش‌بینی بازدهی پرتفوی برای یک سال بعد به‌طور میانگین ۴۴ درصد توسط پاسخ‌دهندگان پیش‌بینی شده است و حداقل این متغیر برابر ۰,۱۸ و حداکثر درصد پیش‌بینی بازدهی پرتفوی ۰,۷ می‌باشد و انحراف معیار آن ۰,۱۰۸ است. همچنین، نگرش فلسفی پاسخ‌دهندگان که دامنه تغییرات آن از ۱ تا ۴ می‌باشند دارای میانگین ۲,۷۸۹ است که از حد متوسط بیشتر بوده لذا افراد دارای نگرش فلسفی متوسط به بالا می‌باشند. در ابعاد نگرش فلسفی بیشترین امتیاز در بعد جامعیت با میانگین ۲,۸۶۵ و سپس بعد تعمق ۲,۷۸۲ و در انتها بعد انعطاف‌پذیری با میانگین ۲,۷۲ قرار دارد.

جدول ۱- مقادیر آماره‌های توصیفی متغیرها

متغیر	تعداد	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
ارزش‌گذاری	۱۰۰	۰,۷۴۰	۰,۶۳۱	-۰,۲۰۰	۳,۱۹۰
ارزش‌گذاری شرکت الف	۱۰۰	۰,۲۰۵	-۰,۲۶۰	-۰,۶	۸
ارزش‌گذاری شرکت ب	۱۰۰	۵,۷۰۳	۱,۶۰۹	-۰,۷	۴۱,۳
ارزش‌گذاری شرکت ج	۱۰۰	۰,۲۴۰	-۰,۰۱۴	-۰,۵	۱
ارزش‌گذاری شرکت د	۱۰۰	۱,۲۷۳	۲,۳۱۹	۰,۶	۱۲,۷
بازدهی	۱۰۰	-۰,۰۶۲	۰,۱۳۴	-۰,۲۸۸	۰,۳۹۹
بازدهی شرکت الف	۱۰۰	-۰,۰۴۸	۰,۲۰۷	-۰,۴	۷
بازدهی شرکت ب	۱۰۰	-۰,۲۰۳	۳,۹۶۱	-۱,۰	۳۸,۹
بازدهی شرکت ج	۱۰۰	۰,۵۶۷	۰,۲۲۱	۲	۱,۲
بازدهی شرکت د	۱۰۰	-۰,۱۸۹	۰,۲۴۹	-۰,۷	۰,۷
پرتفوبندی	۱۰۰	۰,۴۴۰	۰,۱۰۸	۰,۱۸۰	۰,۶۹۸
کل نگرش فلسفی	۱۰۰	۲,۷۸۹	۰,۳۱۲	۲,۲۵۰	۳,۶۰۰
جامعیت	۱۰۰	۲,۸۶۵	۰,۳۰۰	۲,۲۰۰	۳,۸۰۰
تعمق	۱۰۰	۲,۷۸۲	۰,۴۵۱	۱,۶۵۰	۳,۷۰۰
انعطاف‌پذیری	۱۰۰	۲,۷۲۰	۰,۴۱۱	۱,۸۰۰	۳,۸۵۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### برازش مدل

مقادیر ضریب تعیین، ضریب تعیین تعدیل شده و آزمون استون و گیسر در زیر گزارش شده است.

جدول ۲- ضریب تعیین محقق شده متغیرها و آزمون پیش بین

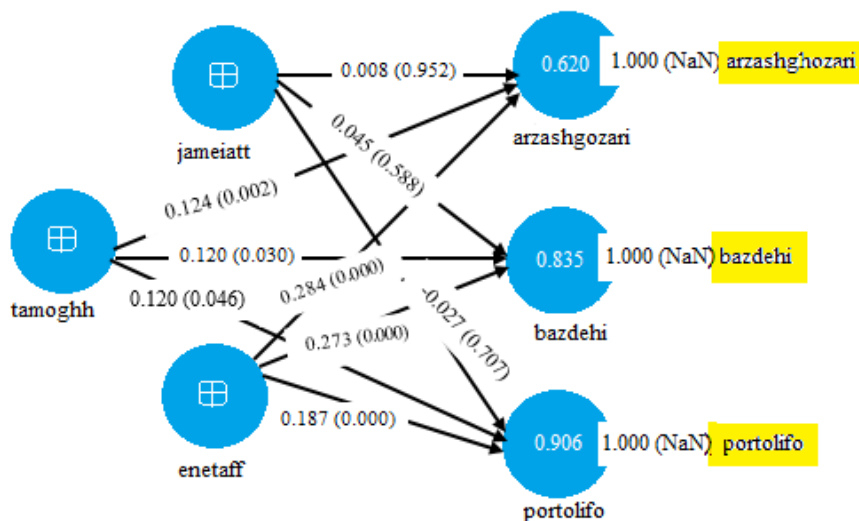
متغیر	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	Q <sup>2</sup>	وضعیت
ارزش گذاری	۰,۶۹۶	۰,۶۷۳	۰,۳۵۹	قوی
بازدهی	۰,۸۷۳	۰,۸۶۳	۰,۲۹۹	متوسط
پرتفوی	۰,۹۴۹	۰,۹۴۵	۰,۴۰۱	قوی

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مطابق جدول ۲، متغیر وابسته دارای ضریب تعیین قوی هستند و برازش مدل مورد تأیید می‌شود. به همین ترتیب، ضریب تعیین ارزش گذاری، بازدهی و پرتفوی بیانگر آن است که به ترتیب تقریباً ۷۰٪ و ۸۷ درصد و ۹۵ درصد از تغییرات ارزش گذاری شرکت به وسیله متغیرهای مستقل توضیح داده می‌شوند. با آزمون استون و گیسر Q<sup>2</sup> مشاهده می‌شود که مدل از جهت سازه‌های درون‌زا دارای قدرت پیش‌بینی بالایی می‌باشد.

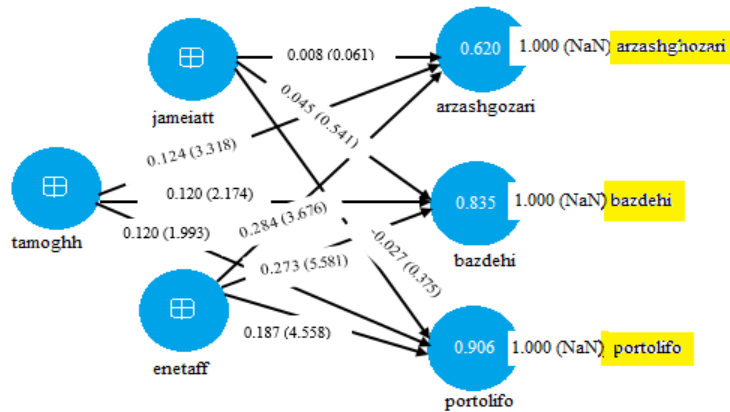
### بررسی مدل تحقیق در حالت ضرایب استاندارد

برای آزمون مدل پژوهش برای تأیید یا رد مفروضات از مدل‌های زیر استفاده می‌شود.

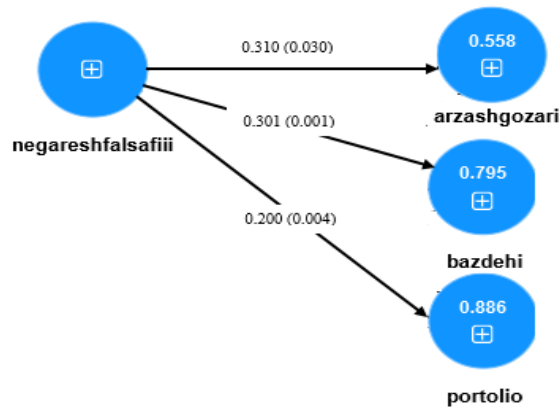


نمودار ۱- آزمون مدل تحقیق برای اجزا (ضرایب به همراه سطوح معنی داری)

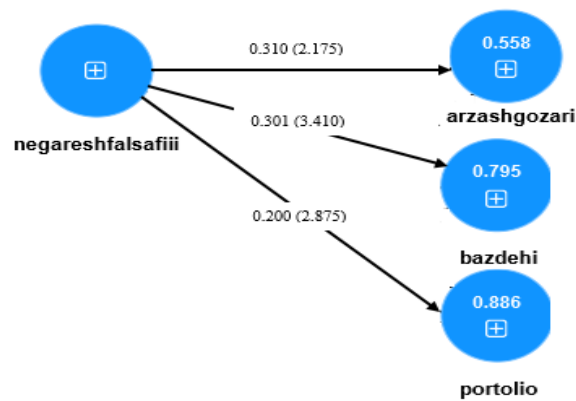
منبع: یافته‌های پژوهشگر



نمودار ۲- آزمون مدل تحقیق برای اجزا (ضرایب به همراه اعداد تی) منبع: یافته‌های پژوهشگر



نمودار ۳- آزمون مدل تحقیق برای کل (ضرایب به همراه سطوح معنی‌داری) منبع: یافته‌های پژوهشگر



نمودار ۴- آزمون مدل تحقیق برای کل (ضرایب به همراه اعداد تی) منبع: یافته‌های پژوهشگر

## نگرش فلسفی در بازده سرمایه گذاری، مدیریت پرتفوی و.../حیدری، رمضان زاده زیدی، بیات و رستمی

آزمون ضرایب معنی داری به معنادار بودن ارتباط بین متغیرهای تحقیق می پردازد. اعداد داخل پرانتز از ۰,۰۵ کوچک تر باشد آنگاه اثر مربوط به ضریب معنی دار می باشد. همچنین نوع اثر هم از اعداد روی پیکان ها قابل فهم باشد در صورتی که مثبت باشد رابطه مثبت و در صورت منفی بودن عدد رابطه مورد نظر (اثر مربوطه) منفی می باشد.

**تحلیل فرضیه اصلی ۱ به همراه فرضیه فرعی آن** در این فرضیه بین متغیرهای نگرش فلسفی و ارزش گذاری شرکت ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد زیرا آماره تی برابر ۲,۱۷۵ (بیشتر از ۱,۹۶+)، سطح معناداری برابر ۰,۰۳۰ (کمتر از ۰,۰۵) و ضریب مسیر برابر ۰,۳۱+ می باشد. در نتیجه فرضیه مورد نظر در سطح اطمینان ۰/۹۵ تأیید می شود. فرضیه فرعی ۱-۱ بیانگر این است که بین متغیرهای نگرش فلسفی با بعد جامعیت و ارزش گذاری شرکت ها رابطه مثبت وجود دارد ولی از نظر آماری معناداری آن پذیرفته نشد زیرا میزان آماره تی برابر ۰,۰۶۱ (کمتر از ۱,۹۶+)، سطح معناداری برابر ۰,۹۵۲ و ضریب برابر ۰,۰۰۸ می باشد. در همین راستا فرضیه تأیید نشد. در تحلیل فرضیه فرعی ۱-۲ مشاهده شد که بین متغیرهای نگرش فلسفی با بعد تعمق و ارزش گذاری شرکت ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد زیرا میزان آماره تی برابر ۳,۳۱۸ (بیشتر از ۱,۹۶+) و سطح معناداری کمتر از ۰,۰۰۲ (۰,۰۰۲) و ضریب برابر ۰,۱۲۴ می باشد. از طرفی، فرضیه فرعی ۱-۳ آماره تی را بیشتر از ۱,۹۶+ (برابر ۳,۶۷۶)، سطح معناداری را کمتر از ۰,۰۵ (برابر ۰,۰۰۰) و ضریب را مثبت (۰,۲۸۴+) نشان می دهد که این نتایج بیانگر این است که بین متغیرهای نگرش فلسفی با بعد انعطاف پذیری و ارزش گذاری شرکت ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

در نتیجه، افرادی که نگرش فلسفی بالا داشتند در ارزش گذاری مطلوب شرکت، نقش مؤثرتری داشتند و به همین جهت، دچار پدیده نفرین برنده نشدند و تحلیلگرانی که نگرش فلسفی با بعد جامعیت داشتند در ارزش گذاری شرکت ها دچار پدیده نفرین برنده نشدند زیرا از نظر آماری نتوانستیم آن را به اثبات برسانیم. همچنین، تحلیلگران که نگرش فلسفی با بعد تعمق و انعطاف پذیری داشتند در ارزش گذاری شرکت ها موفق تر عمل کردند و دچار پدیده نفرین برنده نشدند.

**فرضیه اصلی ۲ به همراه فرضیه فرعی آن** طبق نتایج فرضیه اصلی ۲ بین متغیرهای نگرش فلسفی و بازده سرمایه گذاری رابطه مثبت (ضریب برابر ۰,۳۰۱+) و معناداری (آماره تی برابر ۳,۴۱ و سطح معناداری برابر ۰,۰۰۱) وجود دارد. همچنین فرضیه فرعی ۲-۱ حاکی از این است که بین نگرش فلسفی با بعد جامعیت و بازده بهتر در سرمایه گذاری رابطه مثبت (ضریب برابر ۰,۰۴۵) وجود دارد ولی معناداری آن اثبات نشد (آماره تی برابر ۰,۵۴۱ و سطح معناداری بیشتر از ۰,۰۵ درصد و برابر ۰,۵۸۸).

### فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۶۱ / زمستان ۱۴۰۳

همچنین فرضیه فرعی ۲-۲ بیانگر این است که بین متغیرهای نگرش فلسفی با بعد تعمق و بازده سرمایه‌گذاری رابطه مثبت ( $\beta = 120$ ) و معناداری ( $t=2.174$  و  $\text{sig.} = 0.030$ ) وجود دارد. همچنین فرضیه فرعی ۳-۲ نشان داد که بین متغیرهای نگرش فلسفی با بعد انعطاف‌پذیری و بازده بهتر در سرمایه‌گذاری رابطه مثبت ( $\beta = 0.273$ ) و معناداری ( $t=5.581$  و  $\text{sig.} = 0.000$ ) وجود دارد.

بنابراین، تحلیل‌گرانی که نگرش فلسفی بالا دارند نسبت به تحلیل‌گرانی که نگرش فلسفی پایین‌تری دارند، توانایی کافی برای تشکیل پرتفوی بهتر سرمایه‌گذاری دارند. افرادی که نگرش فلسفی با بعد جامعیت داشتند به جهت مثبت شدن رابطه، در سرمایه‌گذاری بازده مناسب می‌توانند کسب کنند ولی از نظر آماری اثبات نشد. تحلیل‌گرانی که دارای نگرش فلسفی با بعد تعمق و انعطاف‌پذیری هستند در کسب بازده و پیش‌بینی آن عملکرد بهتری دارند.

**تحلیل فرضیه اصلی (۳)** بر اساس فرضیه اصلی ۳ بین متغیرهای نگرش فلسفی و تشکیل پرتفوی بهتر رابطه مثبت ( $\beta = 0.200$ ) و معناداری ( $t=2.875$  و  $\text{sig.} = 0.004$ ) وجود دارد. همچنین فرضیه فرعی ۱-۳ بیانگر این می‌باشد که بین متغیرهای نگرش فلسفی با بعد جامعیت و تشکیل پرتفوی بهتر رابطه منفی (ضریب برابر  $-0.27$ ) وجود دارد ولی معناداری (سطح معناداری بیشتر از ۵ درصد و برابر  $0.707$ ) آن اثبات نشد. نتایج فرضیه فرعی ۲-۳ حاکی از این است که بین نگرش فلسفی با بعد تعمق و تشکیل پرتفوی بهتر رابطه مثبت ( $\beta = 0.120$ ) و معناداری ( $t=1.993$  و  $\text{sig.} = 0.046$ ) وجود دارد و در فرضیه فرعی ۳-۳ مشاهده شد که بین نگرش فلسفی با بعد تعمق و تشکیل پرتفوی بهتر رابطه مثبت (ضریب برابر  $0.187$ ) و معناداری (آماره تی برابر  $4.558$  و سطح معناداری برابر  $0.000$ ) وجود دارد.

به‌طور کلی تحلیل‌گرانی که نگرش فلسفی بالا دارند نسبت به تحلیل‌گرانی که نگرش فلسفی پایین‌تری دارند، توانایی کافی برای تشکیل پرتفوی بهتر سرمایه‌گذاری دارند. همچنین، تحلیل‌گران با نگرش فلسفی با بعد جامعیت در تشکیل پرتفوی بهتر سرمایه‌گذاری نقش مهمی نداشتند ولی تحلیل‌گرانی که نگرش فلسفی با بعد تعمق و انعطاف‌پذیری بالا دارند در تشکیل پرتفوی سرمایه‌گذاری بهتر عمل می‌کنند.

#### **نتیجه‌گیری و بحث**

مطابق نتایج حاصل‌شده از فرضیه اصلی اول مشخص شد که تحلیل‌گران با نگرش فلسفی بالا در ارزش‌گذاری شرکت‌ها تأثیر مثبت و معنادار داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شوند؛ بنابراین، افراد با نگرش فلسفی بالا نسبت به افراد با نگرش فلسفی پایین در ارزش‌گذاری شرکت، عملکرد بهتری خواهند داشت و ارزش‌گذاری را به شکل مطلوب ارائه خواهند داد و بازار را دچار نفرین برنده نمی‌کنند؛ یعنی، تحلیل‌گران با افزایش یک واحد در نگرش فلسفی می‌توانند ۳۱ درصد ارزش‌گذاری را درست

## نگرش فلسفی در بازده سرمایه‌گذاری، مدیریت پرتفوی و... / حیدری، رمضان زاده زیدی، بیات و رستمی

انجام دهند و از پدیده نفرین برنده خودداری کنند؛ بنابراین، تحلیلگران در بازار سرمایه با دارا بودن ذهنیت فلسفی سعی می‌کنند اهداف بلندمدت و طیف زیادی از انتخاب‌های منطقی را برای ارزش‌گذاری درست در پیش بگیرند تا شانس بیشتری در تعیین دقیق ارزش‌گذاری شرکت داشته باشند و به همین جهت آن‌ها نسبت به تحلیل‌گران با نگرش فلسفی پایین موفق‌تر عمل کرده و این شرایط برای تحلیل‌گران با نگرش فلسفی پایین احتمال زیاد نفرین برنده ایجاد کند. به همین ترتیب، نگرش فلسفی با ابعاد تعمق و انعطاف‌پذیری موجب ارزش‌گذاری بهتر و کاهش نفرین برنده می‌گردد. با توجه به شرایط حاکم در کشور می‌توان اذعان نمود که داشتن نگرش فلسفی برای تحلیل‌گران برای منجر به درک بالا در تصمیم‌گیری درست در مورد ارزش‌گذاری می‌شود ولی در بعد جامعیت نتوانستیم از نظر آماری توجیه برای رابطه مستقیم با نگرش فلسفی با بعد جامعیت و ارزش‌گذاری پیدا کنیم. فرضیه اصلی اول به همراه فرضیه فرعی آن با یافته‌های رانگاناتان و همکاران (۲۰۱۸)، بائر و اسمیت (۲۰۱۵) و اریکسون و گایجر (۲۰۰۶) همخوانی دارد.

نتایج تحلیل مسیر فرضیه اصلی دوم پژوهش حاکی از آن است که نگرش فلسفی بالای تحلیل‌گران بر بازده سرمایه‌گذاری اثر مثبت و معنادار دارد. پس تحلیل‌گران با نگرش فلسفی بالا می‌توانند بازده بهتری در سرمایه‌گذاری کسب کنند؛ یعنی با تقویت یک واحد در نگرش فلسفی تحلیل‌گران انتظار می‌رود تقریباً ۳۰ درصد، بازده بهتر در سرمایه‌گذاری حاصل شود. به بیان دیگر، میزان بالای نگرش فلسفی در تحلیل‌گران بازده مثبتی در سرمایه‌گذاری ایجاد خواهد کرد؛ زیرا افرادی که توانایی تفکر منطقی به دلیل داشتن ذهنیت فلسفی دارند می‌توانند بین فکر و عمل خود یگانگی ایجاد کنند و بازده بهتری در سرمایه‌گذاری به دست آورند. پس وجود افراد با نگرش فلسفی بالا به مدیران در شرکت‌ها در هنگام مواجهه با مشکلات و رهبری در کسب بازده سرمایه‌گذاری کمک می‌کند. این در حالی است که فرضیه‌های فرعی نشان داد در نگرش فلسفی بالا با ابعاد تعمق و انعطاف‌پذیری منجر به کسب بازده بهتر سرمایه‌گذاری می‌شود. بر اساس وضعیت کنونی کشور می‌توان اظهار داشت که نگرش فلسفی برای توانمند ساختن امور مالی برای دستیابی به اهدافی که برای آن طراحی شده است ضروری می‌باشد. چراکه هم باعث سرمایه‌گذاری مطلوب می‌شود و هم ابزار مناسبی برای ارائه رویکردهای جدید برای بازده بهتر در سرمایه‌گذاری است. اما نگرش فلسفی بالا با بعد جامعیت افراد در کسب بازده سرمایه‌گذاری از نظر آماری اثبات نشد.

فرضیه اصلی دوم به همراه فرضیه فرعی آن با یافته‌های بائر و اسمیت (۲۰۱۵) سازگاری دارد. بر اساس نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیه اصلی سوم به این نتیجه دست یافتیم که تحلیل‌گران با

نگرش فلسفی بالا بر تشکیل پرتفوی سرمایه‌گذاری اثر مثبت و معناداری دارد؛ بنابراین، افزایش نگرش فلسفی بالا در تحلیل‌گران مالی باعث تشکیل پرتفوی بهتر در سرمایه‌گذاری می‌گردد؛ یعنی، افزایش یک واحدی در نگرش فلسفی تحلیل‌گران می‌تواند ۲۰ درصد در تشکیل بهتر پرتفوی سرمایه‌گذاری مفید واقع شود. در نتیجه، مطابق شرایط کنونی کشور می‌توان بیان کرد که داشتن نگرش فلسفی بالا می‌تواند سرمایه‌گذاران را مجهز به ابزاری نماید که در شرایط و موقعیت‌های پیچیده در مورد پرتفوی بهتر در سرمایه‌گذاری، تصمیم اثربخش‌تری بگیرند؛ بنابراین، در فرایند تصمیم‌گیری در ارتباط با پرتفوی سرمایه‌گذاری، افرادی که نگرش فلسفی بالا دارند بین نگرش، کنش و عمل خود و ارتباط با تشکیل پرتفوی سرمایه‌گذاری هماهنگی ایجاد می‌کنند و تناقضی در تفکر و عمل حاصل نمی‌شود پرتفوی سرمایه‌گذاری به بهترین شکل ممکن تشکیل شود. بالعکس، زمانی که افراد دارای نگرش فلسفی پایینی هستند و قدرت سازمان‌دهی بین دانش و امور سازمانی را ندارند؛ در تشکیل پرتفوی سرمایه‌گذاری به شکل ضعیف عمل خواهند کرد؛ بنابراین، افرادی که نگرش فلسفی پایینی از نظر تعمق و انعطاف‌پذیری دارند در تشکیل پرتفوی سرمایه‌گذاری نمی‌توانند موفق عمل کنند. نتایج فرضیات فرعی آن نیز نشان داد نگرش فلسفی تحلیل‌گران با ابعاد تعمق و انعطاف‌پذیری در تشکیل پرتفوی بهتر سرمایه‌گذاری اثربخش‌تر بوده است ولی بعد جامعیت از نظر آماری آن را تأیید نکرد. فرضیه اصلی سوم به همراه فرضیه فرعی آن با پژوهش‌های بائر و اسمیت (۲۰۱۵) همخوانی دارد.

#### **پیشنهاد کاربردی عبارت‌اند از:**

به مدیران شرکت‌هایی که قصد عرضه اولیه سهام خود را دارند پیشنهاد می‌شود از تحلیل‌گران با نگرش فلسفی بالا در ارزش‌گذاری شرکت استفاده کنند تا در آینده دچار نفرین برنده نشوند. به سرمایه‌گذاران نیز پیشنهاد می‌شود در زمان خرید عرضه اولیه با کسب دانش و یا مشورت با افرادی که نگرش فلسفی بالایی دارند اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند تا در آینده از زیان‌های احتمالی پیشگیری کنند و بازده منفی برای آن‌ها ایجاد نشود. همچنین، در جهت کسب سود و بازدهی بیشتر و پیش‌بینی دقیق‌تر بازده نسبت به بالا بردن نگرش فلسفی خود اقدام نمایند و یا با مشاورین و تحلیل‌گران با نگرش فلسفی بالاتر در سرمایه‌گذاری‌های خود مشورت نمایند و به هنگام سرمایه‌گذاری و تشکیل سبد خرید (پرتفوی) نسبت به افزایش نگرش فلسفی خود اقدام یا با تحلیل‌گرانی که نگرش فلسفی بالاتری دارند مشورت نمایند. به تحلیل‌گران مالی پیشنهاد می‌شود جهت ارزش‌گذاری دقیق‌تر شرکت‌ها و جلوگیری از نفرین برنده نسبت به افزایش و تقویت سطح نگرش فلسفی خود با توجه به ماهیت و چرایی مطالب و فعالیت پیرامون خود اقدام نمایند و به‌منظور افزایش سطح دقت در برآورد بازده آتی با تقویت سطح نگرش فلسفی خود اقدام نمایند و به‌منظور ایجاد و تشکیل پرتفوی بهینه، نسبت به افزایش سطح نگرش فلسفی خود اقدام نمایند.



## منابع

- ۱) اکبری فرد، مریم؛ دشمن‌زیاری، اسفندیار (۱۳۹۸)، تأثیر مشارکت سرمایه‌گذاران نهادی در سیاست‌گذاری مالی شرکت بر مدیریت سود طی عرضه عمومی اولیه سهام. فصلنامه راهبرد، سال ۲۸، شماره ۹۲، ۱۵۱-۱۶۹.
- ۲) ایرج سلطانی. (۱۳۷۵)، اندازه‌گیری میزان ذهنیت فلسفی مدیران، تدبیر، شماره ۶۲، ۱۶-۱۹.
- ۳) جاویدی کلاته جعفرآبادی، طاهره؛ ابوترابی، رزیتا. (۱۳۸۹)، ذهنیت فلسفی و سبک رهبری مدیران در نظام آموزش عالی (مورد بررسی: دانشگاه فردوسی مشهد). مطالعات تربیتی و روانشناسی، ۱۱ (۱)، ۲۱۱-۲۳۴.
- ۴) حساس یگانه، یحیی (۱۳۹۳). فلسفه حسابرسی. چاپ هشتم. انتشارات علمی و فرهنگی.
- ۵) داداش‌پور عمرانی، احمد؛ نبوی چاشمی، سیدعلی؛ معماریان، عرفان (۱۴۰۲). ارائه یک مزدل برنامه‌ریزی چند هدفه - چند زمانه برای سرمایه‌گذاری در سبد سهام تحت یک سنجه ریسک ترکیبی. فصلنامه علمی پژوهشی مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. دوره ۱۴. شماره ۵۵. ص: ۱۴۷-۱۶۴.
- ۶) شریف‌زاده، محمدشریف؛ عبدالله‌زاده، غلامحسین؛ و عربیون، ابوالقاسم. (۱۳۹۳). آسیب‌شناسی اخلاقی کارآفرینی و توسعه کسب‌وکار: رویکردی پدیدارشناسانه، توسعه کارآفرینی، دوره ۷، شماره ۴، ص ۶۱۱-۵۸۹.
- ۷) صالحی، تابنده؛ ناظمی، امین (۱۴۰۰). تأثیر پدیده نفرین برنده در نرخ‌شکنی بر تلاش حسابرس در انجام وظایف حسابرسی با استفاده از نظریه بازی‌ها. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. دوره ۲۸، شماره ۳. ص: ۴۶۰-۴۸۶.
- ۸) طیبی ابوالحسنی، امیرحسین و عزیزیان خلخوران، زهرا (۲۰۱۵). جایگاه استراتژیک بازاریابی تکنولوژی در اقتصاد دانش‌بنیان با نگاهی به کشورهای پیش‌تاز این حوزه. نهمین کنگره پیشگامان پیشرفت.
- ۹) فتح علیان، سمانه؛ نبوی چاشمی، سیدعلی؛ چیرانی، ابراهیم (۱۴۰۱). ارائه الگوی ارزش‌گذاری IPO با استفاده از الگوریتم ژنتیک و مقایسه ارزش الگوی پیشنهادی با OP. فصلنامه علمی پژوهشی مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار. دوره ۱۳. شماره ۵۳. ص: ۲۴۷-۲۶۲.
- ۱۰) قربانی آقباقر، حسین؛ نوروش، ایرج (۱۳۹۵). بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام در زمان عرضه اولیه سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. چهارمین کنفرانس بین‌المللی اقتصاد، مدیریت، حسابداری با رویکرد ارزش آفرینی.

فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار / دوره ۱۵ / شماره ۶۱ / زمستان ۱۴۰۳

۱۱) کوزه‌گر، پیریناز؛ پورزمانی، زهرا؛ توانگر، افسانه؛ معدنچی، مهدی (۱۴۰۰). بررسی تأثیر نگرش فلسفی بر درک سطح خوانایی استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی. حسابداری مدیریت. ۱۴، ۴۹. ص: ۱-۱۳.

12) Alex Petkevich and Taufique Samdani (2021). The equilibrium prices of auction IPO securities: Empirical evidence. *Journal of Financial Markets*. Elsevier, v. 57(C). 1-18.

13) Baltakienė, Margarita., Baltakys, Kęstutis., Kannianen, Juho. Dino, Pedreschi., Fabrizio, Lillo (2019). Clusters of investors around initial public offering. *Palgrave Communication*, 5, 129. 1-14.

14) Bloomfield, Robert, & Luft, Joan (2006). Responsibility for Cost Management Hinders Learning to Avoid the Winner's Curse. *The Accounting Review*, 81(1), 29-47.

15) Catherine M. Dichmont, Roy A. Deng, Andre E. Punt (2016). How many of Australia's stock assessments can be conducted using stock assessment packages?. *Marine Policy*. Volume 74, 279-287.

16) Chui Zi Ong, Rasidah Mohd-Rashid, Kamarun NishamTaufil-Mohd (2020). Do institutional investors drive the IPO valuation?. *Borsa Istanbul Review*. Volume 20, Issue 4, 307-321.

17) Department of Philosophy, Florida State University. (2015). What is Philosophy?. Florida State University Press.

18) Elizabeth, Curtis, JoLunn, Brownlee, Rebecca, Spooner-Lane (2020). Teaching perspectives of Philosophical Inquiry: Changes to secondary teachers' understanding of student learning and pedagogical practices. *Thinking Skills and Creativity* 38(4), 1-12.

19) Eugene Fama (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 1970, vol. 25, issue 2, 383-417.

20) Ingo Brigandt (2013). *Conceptual Change in Biology: Scientific and Philosophical Perspectives on Evolution and Development*. Dordrecht: Springer. pp. 305-325.

21) Jens Eriksson, Carl Geijer (2006). *Jonkoping International Business School Jonkoping University why are IPOs Still Attractive*.

22) K.W.M. Bill, Fulford., Werdievan, Staden (2020). Creative and Philosophical Thinking in the primary classroom. *Academy of Management*, 11 (5) 14-32.

23) Kamali, Rezvan., Mahmoodi, Safieh., Jahandideh Mohammad (2019). Optimization of multi-period portfolio model after fitting best distribution. *Finance Research Letters*. Volume 30, September 2019, 44-50.

24) Kaustia Markku, Knüpfer Samuli (2008) Do investors overweight personal experience? evidence from ipo subscriptions. *J Financ* 63(6):2679–2702.

25) Lakonishok Josef, Maberly Edwin (1990). The weekend effect: trading patterns of individual and institutional investors. *J Financ* 45(1):231–243.

26) Leśniak, Agnieszka., & Plebankiewicz, Edyta. (2013). Modeling the decision-making process concerning participation in construction bidding. *Journal of Management in Engineering*, 31(2), 463-476.

27) Lo, Huai-Chun, Wu, Ruei-Shian, & Kweh, Qian Long. (2017). Do Institutional investors reinforce or reduce agency problems? Earnings management and the post-IPO performance. *International Review of Financial Analysis*. 52. 62-76.

28) Melnik, Arie. Thomas, Dylan (2003). Short-term reaction of stock markets in stressful circumstances, *Journal of Banking & Finance*, Elsevier, vol. 27(10), 1959-1977.

29) Musciotto F, Marotta L, Micciché S, Piilo J, Mantegna RN (2016) Patterns of trading profiles at the nordic stock exchange. a correlation-based approach. *Chaos Solitons Fractals* 88:267–278.

30) Pete, Bridge and Robert, Bridge Mphil (2019). Artificial Intelligence in Radiotherapy: A Philosophical Perspective. *Journal of Medical Imaging and Radiation Sciences*. Volume 50, Issue 4, Supplement 2, December 2019, Pages S27-S31.

31) Ranganathan S, Kivelä M, Kanninen J (2018). Dynamics of investor spanning trees around dot-com bubble. *PLoS One* 13(6):e0198807.

32) Rob Bauer and Paul Smeets (2015). Social identification and investment decisions. *Journal of Economic Behavior & Organization* Volume 117, September 2015, Pages 121-134.

33) Souza e Silva, E. G., L. F. Legey, et al. (2010). Forecasting oil price trends using wavelets and hidden Markov models. *Energy economics* 32 (6): 1507-1519.

34) Takashi Kaneko, Richard H. Pettway (2003). Auctions Versus Book Building of Japanese IPOs. *Pacific-Basin Finance Journal* 11(4):439-462.

35) Thaler, R. H. (1988). Mental accounting matters. *Journal of Behavioral Decision Making*, 12(3), 183-206.

36) Thi Nha Truc Phan, Philippe Bertrand, Hong Hai Phan, Xuan Vinh Vo (2021). The role of investor behavior in emerging stock markets: Evidence from Vietnam. *The Quarterly Review of Economics and Finance*. Elsevier, vol. 87(C), 367-376.

37) Williams, B. (1999). Educational Philosophies and Teaching Styles of University of Florida Cooperative Extension Agents. Unpublished Doctoral Dissertation. Florida Atlantic University. Boca Raton Florida.

یادداشت‌ها:

---

1. Fama
2. Silva et al.
3. Williams
4. Department of Philosophy, Florida State University
5. Bauer and Smeets
6. Bloomfield & Luft
7. Eriksson and Geijer
8. Leśniak and Plebankiewicz
9. Kaustia and Knüpfer
10. Kaneko & Pettway
11. Ranganathan et al.
12. Kaustia and Knüpfer
13. Petkevich and Samdani
14. Phan et al.
15. Ong et al.
16. Kamali et al.
17. Baltakienė et al.
18. Lo et al.
19. Dichmont et al.

---

## Philosophical Attitude in Investment Return, Portfolio Management and Valuation of Companies by Financial Analysts Using Winner's Curse Theory

Alireza Heydari<sup>1</sup>

Abbas RamezanzadehZeidi<sup>2</sup>

Ali Bayat<sup>3</sup>

Vahab Rostami<sup>4</sup>

Receipt: 01/02/2024

Acceptance: 07/09/2024

### Abstract

The aim of the research is to investigate the philosophical attitude of analysts in valuing IPO stocks with the winner's curse approach. The statistical population in the discussion of investors' behavior includes capital market analysts, professors and graduate students, and 100 people were selected as a sample using a targeted method. To investigate the valuation of companies, the statistical population includes all the companies that made their initial offering in the year 2021, and food, agriculture, chemical products, and basic metals industries were selected as samples. With the Smart PLS software in the analysis of hypotheses, we found that analysts with a high philosophical attitude have a positive effect on the valuation of companies and do not suffer from the phenomenon of the winner's curse, and the dimensions of flexibility and contemplation were confirmed, but the comprehensiveness dimension was not statistically confirmed. A high philosophical attitude in financial analysts results in obtaining better returns in investment, when the dimensions of flexibility and contemplation are confirmed and comprehensive. A high philosophical attitude in financial analysts leads to the formation of a better investment portfolio, and the aspects of flexibility and contemplation were confirmed, but the aspect of comprehensiveness was statistically rejected.

### Keywords

IPO Stock Valuation, Winner's Curse Approach, Philosophical Attitude, Portfolio Management, Investment Return.

1- Department of Accounting, Zanjan Branch, Islamic Azad University, Zanjan, Iran. Alirezaheydari1358@gmail.com

2- Department of Accounting, Neka Branch, Islamic Azad University, Neka, Iran. (Corresponding Author) Ab.ramezanzadeh@iau.ac.ir

3- Department of Accounting, Zanjan Branch, Islamic Azad University, Zanjan, Iran. Ali.Bayat22@yahoo.com

4- Department of Accounting, Zanjan Branch, Payam Noor University, Zanjan, Iran. vahab.rostami@gmail.com