



نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام سازمان بورس و اوراق بهادار تهران

سید شهاب الدین دهقان بنارکی^۱

زین العابدین امینی سابق^۲

احسان ساده^۳

تاریخ دریافت مقاله: ۹۸/۰۶/۳۱ تاریخ پذیرش مقاله: ۹۸/۰۷/۰۶

چکیده

هدف این نوشتار، بررسی نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام سازمان بورس و اوراق بهادار است. بدین منظور، از الگوی سه عاملی فاما و فرنچ تعدیل شده بر اساس شاخص‌های ارزیابی احساسات سرمایه‌گذار استفاده گردیده است. این مطالعه بر اساس اطلاعات منتشره از سوی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی سال‌های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ با نمونه انتخابی شامل ۱۲۲ شرکت انجام پذیرفته است. آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از الگوی رگرسیون خطی تعمیم یافته (EGLS) انجام پذیرفته است. نتایج آزمون فرضیه‌ها حاکی از افزایش توضیح‌دهندگی الگوی قیمت سهام با افزودن شاخص‌های احساسات است. شاخص‌های احساسات سرمایه‌گذار مورد استفاده در این پژوهش، شامل تصمیم لحظه‌ای، اثر برگشت بلندمدت بر نوسانات قیمت سهام و صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به سود هر سهم، اثر اندازه، اثر زیان‌گریزی است. شاخص اول و دوم احساسات سرمایه‌گذار، تاثیر معناداری بر قیمت سهام داشته، در خصوص شاخص سوم رابطه معناداری در الگوی مشاهده گردید؛ ضمن آنکه، اثر زیان‌گریزی تاثیر مثبتی در قیمت سهام داشت.

کلمات کلیدی

رفتارهای هیجانی، نوسانات قیمت سهام، سازمان بورس و اوراق بهادار تهران

۱- گروه مدیریت، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات تهران، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

Shahab_dehghan2003@yahoo.com

۲- گروه مدیریت، دانشکده علوم انسانی، واحد ساوه، دانشگاه آزاد اسلامی، ساوه، ایران. (نویسنده مسئول) Drsajadamini@yahoo.com

۳- گروه مدیریت، دانشکده علوم انسانی، واحد ساوه، دانشگاه آزاد اسلامی، ساوه، ایران. e.sadeh@yahoo.com

دانش مالی رفتاری که عموماً از آن به عنوان کاربرد روانشناسی در دانش مالی تعبیر می‌شود، در دو دهه اخیر به موضوع روز تبدیل شده است. یکی از حوزه‌های این دانش، تئوری چشم‌انداز است که قضاوت و تصمیم‌گیری افراد تحت شرایط عدم اطمینان را توضیح می‌دهد. این تئوری به عنوان جایگزینی برای مدل‌های استاندارد، رفتار مشاهده شده افراد را به شیوه متفاوتی توصیف می‌کند. این تحقیق مطابق با تئوری چشم‌انداز، به دنبال ارائه مدلی جهت پیش‌بینی رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که به‌طور خاص بر جنبه‌های خاصی از سؤگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران تأکید می‌کند. امروزه ایده رفتار کاملاً عقلانی سرمایه‌گذاران که همواره به دنبال حداکثر سازی مطلوبیت خود هستند برای توجیه رفتار و واکنش بازار کافی نیست. بسیاری از الگوهای مالی رفتاری ریشه در ذات افراد دارند و به‌سختی می‌توان با آموزش بر آن غلبه کرد. در موارد متعددی، سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های کمی استفاده نمی‌کنند و قضاوت‌های آن‌ها مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی حاکم بر بورس است (میچن لین^۱، ۲۰۱۵). نتایج پژوهش‌های مالی رفتاری مدرن، نشان داده است که احساسات فردی و ساختاریافته سرمایه‌گذاران تأثیر بااهمیتی بر بازار سهام و قیمت سهام دارد (لیستون^۲، ۲۰۱۴). روزانه تعداد زیادی اخبار خوب و بد اقتصادی و سیاسی در بازار سرمایه به سمع سرمایه‌گذاران می‌رسد که منجر به برانگیختگی سرمایه‌گذاران و به تبع آن منجر به تغییر قیمت سهام و بازدهی می‌شود (ستایش و شمس‌الدینی، ۱۳۹۲). دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد، برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار هیچ دلیل بنیادی نداشته و احساسات سرمایه‌گذاران نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کند (کیم و ها^۳، ۲۰۱۲). درواقع، فعل و انفعالات پویا بین معامله‌گران اختلال زا و آربیتراژگران، قیمت‌ها را تعیین می‌کند. سهامی که معامله‌گران اختلال‌های بیشتری (معامله‌گران منطقی کمتری) داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیرتر است (حیدر پور و همکاران، ۱۳۹۲).

مالی رفتاری بیانگر دو فرض اساسی است؛ فرض اول: سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرند که احساسات به صورت اعتقاد به جریان‌های نقد آتی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری ایجاد نشده بر اساس حقایق در دسترس، تعریف شده است. فرض دوم: آربیتراژ در برابر سرمایه‌گذاران احساسی پر ریسک و پرهزینه است؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران منطقی یا آربیتراژگرها در برگرداندن قیمت‌ها به قیمت بنیادی پرتکاپو نیستند. مالی رفتاری مدرن نیز اعتقاد دارد محدودیت‌هایی برای آربیتراژ وجود دارد (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲).

نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام... / دهقان بنارکی، امینی سابق و ساده

احساسات نقش عمده‌ای در تصمیم‌گیری دارد و در بسیاری موارد سرمایه‌گذاران بین دو طیف عقلانیت و احساسات، به یکی از دو سر طیف متمایل می‌شوند. تورش‌های احساسی، ریشه اصلی بروز تصمیمات مبتنی بر احساسات‌اند. هنگامی که سرمایه‌گذاران در فرآیند تصمیم‌گیری دچار احساسات (تصمیم‌گیری‌های خوش‌بینانه و یا بدبینانه) می‌شوند، در طیف تصمیم‌گیری از عقلانیت فاصله گرفته و به سمت احساسات متمایل شده که نتیجه آن اتخاذ تصمیمات مبتنی بر احساسات است. در تئوری مالی کلاسیک فرض بر این است که سرمایه‌گذاران عقلانی هستند. همچنین طبق فرضیه بازار کارا، قیمت سهام منعکس‌کننده تمامی اطلاعات شرکت است. با طرح ادبیات مالی رفتاری، فرض عقلانیت سرمایه‌گذاران و اعتقاد به کارایی بازار سهام مورد انتقاد صاحب‌نظران قرار گرفته است. منتقدان بیان می‌کنند، علاوه بر عوامل بنیادی، شرایط رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران نیز باید مدنظر قرار گیرد (کرونلی و همکاران^۴، ۲۰۱۷). سرمایه‌گذاران کاملاً عقلانی و منطقی نیستند و با لحاظ احساسات در فرآیند تصمیم‌گیری، تصمیمات نادرستی اتخاذ می‌نمایند. تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران باعث انحراف قیمت سهام از قیمت‌های واقعی شده و منجر به قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌گردد (چن^۵، ۲۰۱۳). قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها، تصمیمات تأمین مالی و به تبع آن تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت را تحت تأثیر خود قرار داده (چن، ۲۰۱۳) و موجب انحراف تصمیمات ارکان راهبری شرکت از تصمیمات سرمایه‌گذاری بهینه می‌شود. چنین انحرافی، کارایی سرمایه‌گذاری‌های شرکت را در پی نخواهد داشت (کیم و همکاران^۶، ۲۰۱۵). لینگ و همکاران^۷ (۲۰۱۳) در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر نامطلوبی (منفی) بر کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها دارد. مسئله‌ای که در بازار سرمایه ایران وجود دارد و این پژوهش نیز بر اساس آن شکل گرفته است، رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران بورسی است. با توجه به تئوری پورتنفوی مدرن^۸، هر سرمایه‌گذار باید با تشکیل سبد سرمایه‌گذاری^۹، تعادل مناسبی را بین دو عامل ریسک و بازده^{۱۰} را در سرمایه‌گذاری‌های خود ایجاد کند (مارکوویتز^{۱۱}، ۲۰۱۴) که بازده از محل نوسانات قیمت^{۱۲} سهم و سود تقسیمی^{۱۳} حاصل می‌شود و برای ریسک عوامل متعددی را باید به صورت یکپارچه در نظر بگیرد مثل ریسک بازار^{۱۴}، ریسک نقد شوندگی^{۱۵} و ... (ون دونتر^{۱۶} و همکاران، ۲۰۱۶).

برخی از سهامداران به‌ویژه سهامدارانی با حضور مداوم و نگرشی انحصاری، در بازار هیجاناتی به وجود می‌آورند و با تحریک احساسات سایرین، آن‌ها را به‌سوی رفتار توده‌وار سوق می‌دهند. همواره کارشناسان بازار سرمایه در خصوص حضور احساسی سرمایه‌گذاران، توصیه‌هایی داشته‌اند و از سرمایه‌گذاران خواسته‌اند؛ بدون اطلاعات کافی وارد بازار نشوند، از خریدوفروش هیجانی در بازار

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹

اجتناب کنند، به شایعات و اخبار غیررسمی در مورد شرکت‌ها توجه نکنند، از سفته‌بازی در بازار سهام اجتناب کرده و استراتژی خود را بر پایه دیدگاه میان‌مدت و بلندمدت قرار دهند. چنین مواردی نشانه‌هایی از تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است. البته از طرفی دیگر، بروز رفتارهای احساسی از سوی سرمایه‌گذاران بورسی متأثر از عوامل دیگری از قبیل مسائل سیاسی و اقتصادی (تشدید اعمال تحریم‌ها، بازارهای موازی، طرح تحول اقتصادی) است. به‌ویژه در سال‌های اخیر پررنگ‌تر از قبل، نمود یافته‌اند و دوره پژوهش نیز دربرگیرنده آن‌هاست. به بیانی دیگر مسئله رفتار احساسی سرمایه‌گذاران در دوره پژوهش در مقایسه با سایر دوره‌های زمانی، حادث‌تر است که بر اهمیت و ضرورت پژوهش می‌افزاید؛ بنابراین در این پژوهش به بررسی این که آیا رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام سازمان بورس و اوراق بهادار می‌تواند تاثیر گذار باشد؟

به طور خلاصه، اهمیت این پژوهش را می‌توان از جهات مختلفی بیان کرد؛

اول: علاوه بر اینکه احساسات سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار در جریان سرمایه و حرکت کلی بازار سرمایه است، بررسی تاثیر رفتارهای هیجانی و نوسان قیمت سهام شرکت‌ها، می‌تواند موجب افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها شود تا با دانشی بیشتر از اتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری به عمل آورند. دوم: انجام چنین پژوهشی موجب افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به وجود تبعات منفی تصمیمات مبتنی بر احساسات و ترغیب هر چه بیشتر آن‌ها به اجتناب از بروز رفتارهای احساسی خواهد شد.

سوم: در این پژوهش رفتار سرمایه‌گذارانی مورد بررسی قرار می‌گیرد که در دهه اخیر نیز از سوی سیاست-گذاران اقتصادی در سند چشم‌انداز توسعه کشور و ابلاغیه سیاست‌های کلی اصل چهارم و چهارم قانون اساسی نیز مورد توجه بوده‌اند و بازیگر اصلی در بازار سرمایه می‌باشند.

چهارم: بازار سهام ایران همانند سایر بازارهای سهام موجود در دنیا، در مقابل احساسات سرمایه‌گذاران تسلیم و به راحتی کارایی خود را زمینه تخصیص بهینه سرمایه از دست می‌دهد. لذا شناخت احساسات، از طرفی برای سوق دادن بازار به سمت عقلانیت و از طرفی دیگر به عنوان مبنای طراحی راهبردهای سرمایه-گذاری برای مدیران سرمایه‌گذاری می‌تواند حائز اهمیت باشد.

پنجم: بار دیگر میزان کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد ارزیابی قرار خواهد گرفت، زیرا یکی از کلیدی و اساسی‌ترین تصمیمات چه سطح شرکت و چه در سطح اقتصاد خرد و کلان، تصمیمات سرمایه‌گذاری است.

نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام... / دهقان بنارکی، امینی سابق و ساده

لیستون (۲۰۱۷) در پژوهش خود دریافت که گرایش‌های احساسی فردی و ساختاریافته سرمایه‌گذاران اثر مهمی بر بازده سهام دارد.

آنتونیس و همکاران (۲۰۱۶) نشان داد؛ احساسات، تأثیر بااهمیتی بر بازده سهام دارد؛ به گونه‌ای که تأثیر احساسات یکشنبه سرمایه‌گذاران در بازده سهام دوشنبه منعکس می‌شود. همچنین تأثیر احساسات بر بازده سهام، معمولاً در هفته‌های بعد خود را نشان می‌دهد و احساسات منفی باعث افزایش در حجم معاملات و تغییرات بازده سهام می‌شود.

یویگار (۲۰۱۵) دریافتند احساسات سرمایه‌گذاران اثرات متفاوتی در صنایع مختلف دارد، به‌گونه‌ای که یک تغییر در احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر بااهمیت بر تغییرات شاخص سهام صنایع بانکداری، مواد غذایی و آشامیدنی در مقایسه با صنایع خرده‌فروشی و مخابرات دارد.

مانگانارو (۲۰۱۴)، نیز با استفاده از معیار لاکونیشوک و همکاران (۱۹۹۲) به بررسی ۱۲۴ صندوق سرمایه‌گذاری مشترک کشور سوئد طی سال‌های ۲۰۰۷ تا ۲۰۱۳ پرداختند. هدف کلی این تحقیق بررسی این مطلب است که آیا صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سوئد که در سهام سرمایه‌گذاری می‌کنند تمایل و گرایشی به رفتار هیجانی دارند؟ آن‌ها برای نمونه خود رفتار توده‌وار قوی مشاهده نمودند. مشاهده کردند که میزان رفتار توده‌وار بیشتر از بازارهای توسعه‌یافته هست. بازارهای کمتر توسعه یافته از کارایی اطلاعات کمتری برخوردارند، بنابراین ممکن است سرمایه‌گذاران تصمیمات خود را بیشتر بر پایه اطلاعات کسب شده از معاملات هم‌تایان خود قرار دهند. همچنین به این نتیجه رسیدند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک سوئد در هنگام خرید نسبت به فروش سهم رفتار توده‌ای بیشتری بروز می‌دهند. همچنین یافتند که صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک کوچک‌تر نسبت به صندوق‌های سرمایه‌گذاری بزرگ‌تر تمایل بیشتری به رفتار توده‌وار دارند. مدیران صندوق‌های بزرگ‌تر از ابزارهای بیشتری برخوردارند و به تبع آن بایستی به اطلاعات نهانی دقیق‌تری دسترسی داشته باشند. صندوق‌های کوچک‌تری که منابع کمتری دارند نیز بیشتر به تقلید از تصمیمات معاملاتی دیگران می‌پردازند.

ویت دو و همکاران (۲۰۱۳) مطالعه دیگری که با موضوع سرمایه‌گذاران دارای رفتار هیجانی و راهبری شرکتی در بازارهای متمرکز بر روی بازار سهام فنلاند در طی سال‌های ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۲ صورت گرفته است؛ نشان‌دهنده رفتار توده‌وار بیشتر در این بازار به نسبت سایر بازارهای متمرکز و سطوح رفتار توده‌وار قوی‌تر در بین سرمایه‌گذاران انفرادی در مقایسه با سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی است. همچنین رفتار توده‌وار در جهت فروش و در سهام کوچک قوی‌تر از رفتار توده‌وار خرید و در سهام

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹

بزرگ است. بر خلاف تحقیقات قبلی رفتار توده‌وار در سهام ارزشی بیشتر اتفاق می‌افتد. این تحقیق نشان می‌دهد رفتار توده‌وار با بازدهی سهام رابطه دارند؛ در حالی که در سایر تحقیقات رابطه ضعیفی بین رفتار توده‌وار و عملکرد سهام نشان داده شده بود.

ورونکوا و بهل (۲۰۱۲) نیز در مقاله «رفتار سرمایه‌گذاران نهادی در یک بازار سهام نوظهور» ۱۷ صندوق بازنشستگی کشور لهستان را طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۰ بررسی کردند و نشان دادند که مدیران صندوق‌های بازنشستگی کشور لهستان نسبت به بازارهای توسعه‌یافته رفتار توده‌ای و معاملات بازخورد مثبت بسیار بیشتری دارند. همچنین آن‌ها نتوانستند به وضوح نشان دهند که رفتار توده‌وار مدیران صندوق‌ها تأثیر معناداری بر قیمت سهام دارد. آن‌ها نیز از معیار اندازه‌گیری رفتار گروهی که توسط لاکونیشوک و همکاران طراحی شده است و اصطلاحاً معیار ال اس وی نامیده می‌شود استفاده کرده‌اند.

اکبری (۱۳۹۶)، در پژوهشی تحت عنوان "تأثیر سواد مالی و هوش هیجانی بر رفتار مالی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند. پژوهش حاضر تأثیر متغیرهای هوش هیجانی و سواد مالی بر رفتار مالی سرمایه‌گذاران که به عنوان سوگیری شناخته می‌شود را مورد سنجش قرار می‌دهد. نتایج حاکی از آن است که هوش هیجانی بر سوگیری‌های فرا اعتمادی در پیش‌بینی، فرا اعتمادی به اطمینان، ابهام‌گریزی، دگرگون‌گریزی و تازه‌گرایی تأثیر مستقیم و مثبت و بر سوگیری‌های نماگری قصور اندازه نمونه، آشنا‌گرایی، بهینه‌بینی، حساب‌انگاری، نماگری قصور پایه‌گریزی و اتکاء و تعدیل تأثیر منفی و معکوس داشته است. همچنین سواد مالی بر سوگیری‌های رفتاری فرا اعتمادی در پیش‌بینی، دگرگون‌گریزی و زیان‌گریزی تأثیر مثبت و مستقیم و بر سوگیری‌های نماگری قصور اندازه نمونه، حساب‌انگاری و کوتاه‌نگری تأثیر منفی و معکوس داشته است.

آنا قیز و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و نقشی که حاکمیت شرکتی در این رابطه دارد، هدف اصلی این پژوهش است. برای دستیابی به هدف، از داده‌های مربوط به ۱۳۸ شرکت به عنوان نمونه، با انتخاب به روش حذف سامانمند (غربالگری (طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ استفاده شد. تأثیر متغیر مربوط به تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران) شاخص احساس بازار سرمایه بر کارایی سرمایه‌گذاری (برمبنای مدل ریچاردسون، ۲۰۰۶) از طریق مدل رگرسیون چند متغیره به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی با اثرات ثابت بررسی شد. برای ارزیابی حاکمیت شرکتی از مدل حساس یگانه-سلیمی (۱۳۹۰) با ۳۲ شاخص، استفاده شد و سپس نقش حاکمیت شرکتی بر

نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام... / دهقان بنارکی، امینی سابق و ساده

رابطه مذکور با استفاده از مدل رگرسیونی دیگری مورد بررسی قرار گرفت. نتایج پژوهش نشان داد، تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر منفی معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. به عبارت دیگر، تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران اثرات نامطلوبی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارایی آن دارد؛ اما حاکمیت شرکتی، علاوه بر داشتن رابطه مثبت معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری، توانایی تعدیل اثرات منفی (نامطلوب) تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران بر کارایی سرمایه‌گذاری را دارد.

حسینی (۱۳۹۵) در پژوهشی تحت عنوان "رابطه هوش هیجانی با گرایش‌های رفتاری در تصمیمات سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران" پرداختند. تحقیق حاضر، ارتباط بین هوش هیجانی سرمایه‌گذار و نتایج تصمیمات وی از منظر، توانایی و غلبه بر گرایش‌های رفتاری که غالباً سرمایه‌گذاران به آن مبتلا هستند را، مورد بررسی قرار می‌دهد. هوش هیجانی یک ویژگی روان‌شناختی است که تعیین می‌کند، چطور فرد، تشخیص می‌دهد، درک می‌کند، هیجانات خود را کنترل می‌کند و سپس آن را در حل مشکلات و تصمیم‌سازی بکار می‌برد. بر مبنای داده‌هایی که از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران از طریق دو پرسشنامه "مالی رفتاری" و "هوش هیجانی" به دست آمد، مقدار ابتلا به پنج گرایش رفتاری شامل نمایندگی، حساب داری ذهنی، زیان‌گریزی، اعتماد بیش‌ازاندازه، خودکنترلی و همچنین بهره هوش هیجانی سرمایه‌گذاران، به وسیله آزمون کوتاه شده بار-ان، مورد سنجش قرار گرفت. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها بر اساس آزمون همبستگی نا پارامتری اسپیرمن در اکثر موارد، ارتباط معنی‌داری بین هوش هیجانی و گرایش‌های رفتاری در تصمیمات سرمایه‌گذاری مشاهده نشد. نتایج ارتباط معنی‌داری (همبستگی منفی) بین گرایش "اطمینان بیش‌ازاندازه" و هوش هیجانی نشان می‌دهد، یعنی افرادی که هوش هیجانی بالاتری دارند، کمتر به گرایش اطمینان بیش‌از اندازه غلبه دارند. افرادی که نمره شاخصه مدیریت استرس هوش هیجانی آن‌ها بالاتر است، بیشتر به گرایش "نمایندگی" غلبه دارند. افراد دارای تجربه کم، میانگین نمرات هوش هیجانی بالاتری دارند و ارتباط معنی‌داری بین هوش هیجانی کلی و دو شاخصه درون فردی و انطباق‌پذیریان، با تجربه سرمایه‌گذاری دیده می‌شود، همچنین افراد با تجربه کم، بیشتر به گرایش "نمایندگی" مبتلا هستند و تفاوت معنی‌دار است. افراد با سطح تحصیلات بیشتر از هوش هیجانی بیشتری برخوردار، ولی بیشتر به گرایش "حساب داری ذهنی" مبتلا بودند و تفاوت معنی‌دار است.

رضایتی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تأیید نمودند احساسات سرمایه‌گذاران از طریق سودهای غیرمنتظره قابل پیش‌بینی‌اند و به وسیله آن می‌توان جهت حرکت بازار را پیش‌بینی نمود.

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹

حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) تائید نمودند گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی رابطه مثبت و معنی‌داری دارد، اما در شرکت‌های دارای کمترین قیمت رابطه معناداری مشاهده نشد.

عباسی و شریفی (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان "تأثیر قیمت‌گذاری نادرست بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در شرکت‌هایی با محدودیت مالی" در بورس اوراق بهادار تهران در محدوده زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۱ به این نتیجه دست یافتند که قیمت‌گذاری نادرست اثر معکوس بر رفتار سرمایه‌گذاری دارد، اما این تأثیر تفاوت اندکی در شرکت‌هایی با محدودیت مالی زیاد با شرکت‌هایی با محدودیت مالی کم دارد. علاوه بر این آن‌ها نشان دادند، قیمت‌گذاری نادرست، ساختار سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد و رابطه مستقیمی بین آن‌ها برقرار است، اما قیمت‌گذاری نادرست در شرکت‌های با محدودیت مالی زیاد اثر معکوسی بر ساختار سرمایه می‌گذارد.

سرلک و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی دریافتند که متغیر تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران (شاخص آرمز)، نرخ بازده دارائی‌ها و درصد تغییرات دارائی جاری به بدهی جاری با بازده سهام رابطه دارد.

روش پژوهش

این پژوهش در حوزه تحقیقات توصیفی و استقرایی است واز نظر هدف کاربردی می‌باشد. پژوهش حاضر از نظر تقسیم‌بندی بر حسب روش اجرا، روش همبستگی و بر پایه داده‌های پس رویدادی انجام خواهد شد. با توجه به اهداف پژوهش، روش آماری از نوع پنل یعنی بررسی وجود رابطه بین متغیرها از طریق رگرسیون می‌باشد. اطلاعات مربوط به مبانی نظری و تئوریک پژوهش، به صورت کتابخانه‌ای و با استفاده از کتب و مقالات فارسی و انگلیسی جمع‌آوری شده است. همچنین جهت آزمون فرضیه‌ها و در نهایت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار Excel2010 و Eviews9 استفاده شده است.

جامعه آماری در این تحقیق شامل کلیه شرکت‌هایی می‌باشند که در بازه زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته‌اند. نمونه آماری این تحقیق آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هستند که از طریق غربالگری و با توجه به محدودیت‌های زیر انتخاب می‌شوند:

۱. نمونه تغییر سال مالی نداشته باشد به عبارتی پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد. اگر شرکت‌ها تغییر سال مالی داشته باشند داده‌ها در بازه زمانی مشخصی برای انجام تحقیق قرار نمی‌گیرند.

۲. قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس پذیرفته شده و تا پایان دوره تحقیق در بورس فعال باشند. اگر در

نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام... / دهقان بنارکی، امینی سابق و ساده

- دوره زمانی در بورس نباشد نمی توانیم از اطلاعات آنها جهت انجام تحلیل داده‌ها استفاده کنیم.
۳. اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها برای مطالعات و محاسبات تحقیق، در طول دوره در دسترس باشد.
۴. بیش از ۳ ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند. در صورتی که فعالیتی نداشته باشند نمی‌توانند متغیرهای ما را پوشش دهند.
۵. شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بانک‌ها) از نمونه آماری حذف گردیدند. به دلیل تفاوت فعالیت‌ها و صورتهای مالی حذف می‌گردند
- در نهایت بعد از حذف سیستماتیک، ۱۲۲ شرکت به عنوان نمونه نهایی انتخاب گردید.

فرضیه‌ها و مدل پژوهش

به منظور تبیین فرضیه‌های پژوهش، لازم است ابتدا در باره متغیرهای پژوهش مطالبی ارائه شود؛ متغیرهای پژوهش شامل متغیرهای مستقل و کنترلی و متغیرهای وابسته است. آنگاه بر اساس مطالب ارائه شده، می‌توان به تدوین فرضیه‌ها پرداخت. پس از آن در باره طرح آزمون فرضیه‌ها نیز بحث خواهد شد.

مدل پژوهش برگرفته از پژوهش چانگ و همکاران (۲۰۱۶) به صورت زیر برآورد شده‌اند:

$$PV_{i,t} = \alpha + \beta_1 AAR_{i,t} + \beta_2 D_1 * AAR_{i,t} + \beta_3 D_2 * AAR_{i,t} + \beta_4 PE_{i,t} + \beta_5 D_3 * PE_{i,t} + \beta_6 PCF_{i,t} + \beta_7 D_4 * PCF_{i,t} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 D_5 * SIZE_{i,t} + \beta_{10} GP_{i,t} + \beta_{11} D_6 * GP_{i,t} + \beta_{12} GA_{i,t} + \beta_{13} ROA_{i,t} + \beta_{14} ROS_{i,t} + \beta_{15} CA_{i,t} + e_{i,t} \quad (1)$$

در جدول ۱، تعریف متغیرهای مورد استفاده در این مطالعه ارائه می‌شود. بسیاری از متغیرهای سطح شرکت مشابه با متغیرهای مورد استفاده هستند.

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹

جدول ۱: نحوه اندازه گیری متغیرها

متغیر	نماد	نحوه اندازه گیری
وابسته	PV	بیشترین قیمت سهام شرکت طی سال تقسیم بر کمترین قیمت سهام شرکت طی سال
مستقل	D ₁	متغیر مجازی است؛ به گونه‌ای که اگر نرخ بازده غیرعادی سال قبل شرکت بیشتر از میانگین نرخ بازده غیرعادی بازار بوده باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.
	MOM	اثر تصمیم لحظه ای که با استفاده از متغیر $D_1 * AAR$ به دست می‌آید.
	AAR	نرخ بازده غیرعادی که برابر است با نرخ بازده واقعی منهای نرخ بازده مورد انتظار
	D ₂	متغیر مجازی است؛ به گونه‌ای که اگر نرخ بازده غیرعادی مربوط به سه سال قبل شرکت کمتر از میانگین نرخ بازده غیرعادی بازار بوده باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.
	LTR	اثر برگشت بلندمدت که با استفاده از متغیر $D_3 * AAR$ به دست می‌آید.
	D ₃	متغیر مجازی است؛ به گونه‌ای که اگر نسبت (E/P) سال قبل شرکت بیشتر از میانگین نسبت (E/P) بازار بوده باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.
	PE	نسبت قیمت هر سهم به سود هر سهم
	D ₄	متغیر مجازی است؛ به گونه‌ای که اگر نسبت (E/CF) سال قبل شرکت بیشتر از میانگین نسبت (E/CF) بازار بوده باشد برابر با یک و در غیر این صورت برابر با صفر است.
	PCF	نسبت قیمت هر سهم به خالص جریان نقدی هر سهم
	D ₅	متغیر مجازی است؛ به گونه‌ای که برای شرکت‌های کوچک برابر با یک و برای سایر شرکت‌ها برابر با صفر است.
	SIZE	اندازه‌ی شرکت که برابر است با لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های هر شرکت.
	D ₆	متغیر مجازی است؛ به گونه‌ای که اگر شرکت در سال قبل زیان‌آور بوده است عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص می‌یابد.
	RA	اثر زیان‌گریزی که با استفاده از متغیر $D_6 * GP$ به دست می‌آید.
GP	نرخ رشد سود یا زیان	
ROA	نرخ بازده فروش	
کنترلی	ROS	رشد دارایی‌ها
	GA	نسبت سرمایه در گردش به جمع دارایی‌های انتهای دوره

نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام... / دهقان بنارکی، امینی سابق و ساده

در نهایت فرضیه های این پژوهش به شرح زیر می باشد:

۱. تصمیم لحظه ای بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
۲. اثر برگشت بلندمدت بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
۳. صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به سود هر سهم بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
۴. صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به خالص جریان نقدی هر سهم بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
۵. اثر اندازه بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.
۶. اثر زیان گریزی بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

مدل آماره های توصیفی متغیرهای تحقیق شامل شاخص های مرکزی و پراکندگی و توزیع هستند. در این پژوهش اطلاعات مربوط به میانگین از گروه شاخص های مرکزی، انحراف معیار از گروه شاخص های پراکندگی و و چولگی و کشیدگی از گروه شاخص های توزیع ارائه شده اند. آماره های توصیفی متغیرهای مدل اصلی پژوهش در جدول شماره (۱) ارائه شده است.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
نوسانات قیمت سهام	۰/۵۹۷	۰/۶۰۶	۰/۹۸۶	۰/۱۴۶	۰/۱۸۶
تصمیم لحظه ای	۰/۲۵۷	۰/۲۱۱	۰/۸۴۹	۰/۰۲۲	۰/۱۷۳
اثر برگشت بلندمدت	۰/۴۵۹	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۹۸
قیمت به سود هر سهم	۰/۳۹۳	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۸۸
قیمت به خالص جریان نقدی	۰/۷۳۹	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۷۴
اندازه شرکت	۰/۱۱۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۱۴۴
زیان گریزی	۱۳/۵۱۹	۱۳/۵۰۷	۱۸/۸۶۱	۷/۳۷۹	۱/۵۱۶
رشد شرکت	۰/۱۹	۰/۱۵۵	۲/۴۴۹	-۰/۷۳۶	۰/۴۰۱

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹

میانگین، اصلی ترین و مهم ترین شاخص مرکزی به شمار می آید که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. همان طور که در جدول شماره ۴-۱ مشاهده می شود، مقدار میانگین متغیر نوسانات قیمت سهام، ۰/۵۹۷ است. میانه نقطه ای است که یک نمونه را به دو قسمت مساوی تقسیم می نماید. به عبارتی دیگر، ۵۰ درصد مشاهدات قبل و ۵۰ درصد مشاهدات بعد از آن قرار دارند. همان طور که در جدول ۴-۱ نشان داده شده است، مقدار میانه متغیر نوسانات قیمت سهام، ۰/۶۰۶ است. به طور کلی، معیارهای پراکندگی، معیارهایی هستند که پراکندگی مشاهدات را حول میانگین بررسی و مقایسه می نمایند. یکی از مهم ترین معیارهای پراکندگی، انحراف معیار می باشد. با توجه به جدول فوق، این معیار برای متغیر نوسانات قیمت سهام، ۰/۱۸۶ است. گفتنی است بیشترین مقدار متغیر نوسانات قیمت سهام برابر با ۰/۹۸۶ و کمترین مقدار آن برابر با ۰/۱۴۶ است. ویژگی های سایر متغیرها نیز در جدول شماره ۲ مشهود است.

نتایج حاصل از برازش مدل های رگرسیونی

با توجه به این جدول، نتایج حاصل از برآورد مدل پژوهش با روش اثرات تصادفی آورده نشان می دهد که: برای بررسی معنی دار بودن رگرسیون از آماره اف فیشر استفاده شده است.

جدول (۳): آزمون مدل تحقیق

متغیر	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری
مقدار ثابت	۰/۶۳	۰/۱۲	۵/۲۵	۰/۰۰۰
تصمیم لحظه ای	۰/۰۱۹	۰/۰۰۴	۴/۷۵	۰/۰۰۴
اثر برگشت بلندمدت	۰/۰۴۸	۰/۰۱۳	۳/۷۰	۰/۰۱۰
قیمت به سود هر سهم	۰/۰۴۳	۰/۰۰۷	۶/۱۵	۰/۰۰۰
قیمت به خالص جریان نقدی	۰/۰۲۷	۰/۰۱۱	۲/۴۵	۰/۰۱۸
اندازه شرکت	۰/۰۱۵	۰/۰۰۲	۷/۵۳	۰/۰۰۰
زیان گریزی	-۰/۰۱۸	۰/۰۰۶	-۱/۲۷۳	۰/۰۰۰
رشد شرکت	۰/۰۲۸	۰/۰۰۴	۶/۱۱	۰/۲۸۸
آماره F		۶۴/۲۱۷	ضریب تعیین	۰/۷۹۶
سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۰	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۷۹۱
روش EGLS (رفع اثرات احتمالی ناهمسانی واریانس)			مقدار دوربین - واتسون	۱/۸۲۳

نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام... / دهقان بنارکی، امینی سابق و ساده

جدول ۳ نتایج رگرسیون را نشان می دهد. مقدار سطح معناداری آماره F کل مدل از ۰/۰۵ کوچک تر است، پس در سطح اطمینان ۹۵٪ معنادار بودن کل مدل تأیید می شود. برای بررسی استقلال پسماندهای مدل های برازش شده از آماره آزمون دوربین - واتسون^{۱۷} استفاده شده است. اگر مقدار این آماره در محدود ۱/۷ تا ۲/۵ (در برخی منابع ۱/۵ تا ۲/۵ ذکر شده است) باشد. استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می گیرد، در غیر این صورت شواهد حاکی از فقدان استقلال یا وجود همبستگی سریالی پسماندهای مدل است. مقدار آماره دوربین واتسون در این مدل برابر با ۱/۸۲ می باشد، پس فرض خود همبستگی سریالی بین متغیرها پذیرفته می شود. مقدار ضریب تعیین تعدیل یافته^{۱۸} مدل پژوهش برابر با ۰/۷۹ می باشد. بنابراین، با توجه به این مقدار، این مدل می تواند ۷۹ درصد از تغییرات متغیر وابسته را به وسیله متغیرهای توضیحی پیش بینی کند. در ادامه به بررسی معنی دار بودن ضرایب متغیرهای توضیحی مدل رگرسیون با استفاده از آماره تی^{۱۹} پرداخته ایم. اگر احتمال آماره کمتر از سطح خطای ۵ درصد باشد، وجود رابطه بین متغیر مستقل و وابسته مدل مورد تأیید قرار می گیرد. در غیر این صورت شواهد حاکی از فقدان رابطه است.

آزمون فرضیات

فرضیه اول: تصمیم لحظه ای بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

جدول ۴: خلاصه نتایج برآورد فرضیه اول مدل پژوهش به روش اثرات تصادفی

متغیر وابسته: نوسانات قیمت سهام		نماد متغیر: PV	
مدل: رگرسیون خطی چند متغیره		نوع: تلفیقی	
مقاطع (تعداد): ۱۲۲ دوره ها (تعداد): ۶		مشاهده ها: ۷۳۲	
متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد
تصمیم لحظه ای	MOM	۰/۰۱۹	۰/۰۰۴
			آماره تی
			۴/۷۵
			سطح معنی داری
			۰/۰۰۴

با توجه به نتایج جدول شماره (۴) مقدار معناداری متغیر مستقل تصمیم لحظه ای در مدل برآورد شده برابر با (0/0000) (عددی کمتر از سطح خطای ۵ درصد) می باشد. پس متغیر استقلال تصمیم لحظه ای بر نوسانات قیمت سهام تاثیر دارد. از طرفی، ضریب متغیر تصمیم لحظه ای در مدل برآورد شده برابر با عدد (۰/۰۱۹) مثبت می باشد، بنابراین این اثر به صورت مستقیم می باشد. لذا، فرضیه پژوهش پذیرفته می شود.

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹

فرضیه دوم: اثر برگشت بلندمدت بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

جدول ۵: خلاصه نتایج برآورد فرضیه دوم مدل پژوهش به روش اثرات تصادفی

نماد متغیر: Pv			متغیر وابسته: نوسانات قیمت سهام		
نوع: تلفیقی			مدل: رگرسیون خطی چند متغیره		
مشاهده ها: ۷۳۲		مقاطع (تعداد): ۱۲۲ دوره ها (تعداد): ۶			
متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معنی داری
اثر برگشت بلندمدت	LTR	۰/۰۴۸	۰/۰۱۳	۳/۷۰	۰/۰۱۰

با توجه به نتایج جدول شماره (۵) مقدار معناداری متغیر مستقل اثر برگشت بلندمدت در مدل برآورد شده برابر با (0/051) (عددی کمتر از سطح خطای ۵ درصد) می باشد. پس متغیر اثر برگشت بلندمدت بر نوسانات قیمت سهام تاثیر دارد. از طرفی، ضریب متغیر اثر برگشت بلندمدت در مدل برآورد شده برابر با عدد (۰/۰۴۸) مثبت می باشد، بنابراین این اثر به صورت مستقیم می باشد. لذا، فرضیه پژوهش پذیرفته می شود.

فرضیه سوم: صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به سود هر سهم بر نوسانات قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

جدول ۶: خلاصه نتایج برآورد فرضیه سوم مدل پژوهش به روش اثرات تصادفی

نماد متغیر: Pv			متغیر وابسته: نوسانات قیمت سهام		
نوع: تلفیقی			مدل: رگرسیون خطی چند متغیره		
مشاهده ها: ۷۳۲		مقاطع (تعداد): ۱۲۲ دوره ها (تعداد): ۶			
متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معنی داری
صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به سود هر سهم	PE	۰/۰۴۳	۰/۰۰۷	۶/۱۵	۰/۰۰۰

با توجه به نتایج جدول شماره (۶) مقدار معناداری متغیر مستقل صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به سود هر سهم در مدل برآورد شده برابر با (۰/۰۰۱) (عددی کمتر از سطح خطای ۵ درصد) می باشد. پس متغیر صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به سود هر سهم بر نوسانات قیمت سهام شرکت تاثیر دارد. از طرفی، ضریب متغیر صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به سود هر سهم در مدل

نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام... / دهقان بنارکی، امینی سابق و ساده

برآورد شده برابر با عدد (0/043) مثبت می‌باشد، بنابراین این اثر به صورت مستقیم می‌باشد. لذا، فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود.

فرضیه چهارم: صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به خالص جریان نقدی هر سهم بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

جدول ۷: خلاصه نتایج برآورد فرضیه چهارم مدل پژوهش به روش اثرات تصادفی

نماد متغیر: PV				متغیر وابسته: نوسانات قیمت سهام	
نوع: تلفیقی				مدل: رگرسیون خطی چند متغیره	
مشاهده‌ها: ۷۳۲			مقاطع (تعداد): ۱۲۲ دوره‌ها (تعداد): ۶		
متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معنی داری
صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به خالص جریان نقدی هر سهم	PCF	۰/۰۲۷	۰/۰۱۱	۲/۴۵	۰/۰۱۸

با توجه به نتایج جدول شماره (۷) مقدار معناداری متغیر مستقل صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به خالص جریان نقدی هر سهم در مدل برآورد شده برابر با (۰/۰۱۸) (عددی کمتر از سطح خطای ۵ درصد) می‌باشد. پس متغیر صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به خالص جریان نقدی هر سهم بر نوسانات قیمت سهام تاثیر دارد. از طرفی، ضریب متغیر صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به خالص جریان نقدی هر سهم در مدل برآورد شده برابر با عدد (۰/۰۲۷) مثبت می‌باشد، بنابراین این اثر به صورت مستقیم می‌باشد. لذا، فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود.

فرضیه پنجم: اثر اندازه بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

جدول (۸): خلاصه نتایج برآورد فرضیه پنجم مدل پژوهش به روش اثرات تصادفی

نماد متغیر: PV				متغیر وابسته: نوسانات قیمت سهام	
نوع: تلفیقی				مدل: رگرسیون خطی چند متغیره	
مشاهده‌ها: ۷۳۲			مقاطع (تعداد): ۱۲۲ دوره‌ها (تعداد): ۶		
متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معنی داری
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۱۵	۰/۰۰۲	۷/۵۳	۰/۰۰۰

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹

با توجه به نتایج جدول شماره (۸) مقدار معناداری متغیر مستقل اندازه شرکت در مدل برآورد شده برابر با (۰/۰۰۰) (عددی کمتر از سطح خطای ۵ درصد) می‌باشد. پس متغیر اندازه شرکت بر نوسانات قیمت سهام تاثیر دارد. از طرفی، ضریب متغیر اندازه شرکت در مدل برآورد شده برابر با عدد (۰/۰۱۵) مثبت می‌باشد، بنابراین این اثر به صورت مستقیم می‌باشد. لذا، فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود.

فرضیه ششم: اثر زیان‌گریزی بر نوسانات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد.

جدول ۹: خلاصه نتایج برآورد فرضیه پنجم مدل پژوهش به روش اثرات تصادفی

نماد متغیر: Pv			متغیر وابسته: نوسانات قیمت سهام		
نوع: تلفیقی			مدل: رگرسیون خطی چند متغیره		
مشاهده‌ها: ۷۳۲			مقاطع (تعداد): ۱۲۲ دوره‌ها (تعداد): ۶		
متغیر	نماد متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی	سطح معنی‌داری
اثر زیان‌گریزی	RA	-۰/۰۱۸	0/006	-۱/۲۷۳	۰/۰۰۰

با توجه به نتایج جدول شماره (۹) مقدار معناداری متغیر مستقل اندازه شرکت در مدل برآورد شده برابر با (۰/۰۰۰) (عددی کمتر از سطح خطای ۵ درصد) می‌باشد. پس متغیر اندازه شرکت بر نوسانات قیمت سهام تاثیر دارد. از طرفی، ضریب متغیر اندازه شرکت در مدل برآورد شده برابر با عدد (۰/۰۱۸) منفی می‌باشد، بنابراین این اثر به صورت معکوس می‌باشد. لذا، فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود.

نتیجه‌گیری

در این تحقیق به بررسی نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختیم. نتایج حاکی از آن است که هوش هیجانی بر سوگیری‌های فرا اعتمادی در پیش‌بینی، فرا اعتمادی به اطمینان، ابهام‌گریزی، دگرگون‌گریزی و تازه‌گرایی تأثیر مستقیم و مثبت و بر سوگیری‌های نماگری قصور اندازه نمونه، آشنا‌گرایی، بهینه‌بینی، حساب‌انگاری، نماگری قصور پایه‌گزینی و انکاء و تعدیل تأثیر منفی و معکوس داشته است. همچنین سواد مالی بر سوگیری‌های رفتاری فرا اعتمادی در پیش‌بینی، دگرگون‌گریزی و زیان‌گریزی تأثیر مثبت و مستقیم و بر سوگیری‌های نماگری قصور اندازه نمونه، حساب‌انگاری و کوتاه‌نگری تأثیر منفی و معکوس داشته است. بازارهای کمتر توسعه یافته از کارایی اطلاعات کمتری برخوردارند، بنابراین ممکن است سرمایه‌گذاران تصمیمات خود را بیشتر بر پایه اطلاعات کسب شده از معاملات هم‌تایان خود قرار دهند.

نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام... / دهقان بنارکی، امینی سابق و ساده

به عبارت دیگر، تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران اثرات نامطلوبی بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و کارایی آن دارد؛ اما حاکمیت شرکتی، علاوه بر داشتن رابطه مثبت معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری، توانایی تعدیل اثرات منفی (نامطلوب) تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران بر کارایی سرمایه‌گذاری را دارد. افراد دارای تجربه کم، میانگین نمرات هوش هیجانی بالاتری دارند و ارتباط معنی‌داری بین هوش هیجانی کلی و دو شاخصه درون فردی و انطباق‌پذیربان، با تجربه سرمایه‌گذاری دیده می‌شود، همچنین افراد با تجربه کم، بیشتر به گرایش "نمایندگی" مبتلا هستند و تفاوت معنی‌دار است. افراد با سطح تحصیلات بیشتر از هوش هیجانی بیشتری برخوردار، ولی بیشتر به گرایش "حساب داری ذهنی" مبتلا بودند و تفاوت معنی‌دار است.

بر اساس نتایج به دست آمده مقدار معناداری متغیر مستقل اندازه شرکت در مدل برآورد شده برابر با (۰/۰۰۰) (عددی کمتر از سطح خطای ۵ درصد) می‌باشد. پس متغیر اندازه شرکت بر نوسانات قیمت سهام تاثیر دارد. از طرفی، ضریب متغیر اندازه شرکت در مدل برآورد شده برابر با عدد (۰/۱۵) مثبت می‌باشد، بنابراین این اثر به صورت مستقیم می‌باشد. لذا، فرضیه پژوهش پذیرفته می‌شود. نتیجه پژوهش همراستا با نتایج ورونکوا و بهل (۲۰۱۲) نیز در مقاله "رفتار سرمایه‌گذاران نهادی در یک بازار سهام نوظهور" ۱۷ صندوق بازنشستگی کشور لهستان را طی سال‌های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۰ بررسی کردند و نشان دادند که مدیران صندوق‌های بازنشستگی کشور لهستان نسبت به بازارهای توسعه‌یافته رفتار توده‌ای و معاملات بازخورد مثبت بسیار بیشتری دارند. همچنین آن‌ها نتوانستند به وضوح نشان دهند که رفتار توده‌وار مدیران صندوق‌ها تاثیر معناداری بر قیمت سهام دارد. آن‌ها نیز از معیار اندازه‌گیری رفتار گروهی که توسط لاکونیشوک و همکاران طراحی شده است و اصطلاحاً معیار ال اس وی نامیده می‌شود استفاده کرده‌اند. قیمت‌گذاری نادرست اثر معکوس بر رفتار سرمایه‌گذاری دارد، اما این تأثیر تفاوت اندکی در شرکت‌هایی با محدودیت مالی زیاد با شرکت‌هایی با محدودیت مالی کم دارد. علاوه بر این آن مشخص شد، قیمت‌گذاری نادرست، ساختار سرمایه را تحت تأثیر قرار می‌دهد و رابطه مستقیمی بین آن‌ها برقرار است، اما قیمت‌گذاری نادرست در شرکت‌های با محدودیت مالی زیاد اثر معکوسی بر ساختار سرمایه می‌گذارد. استفاده‌کنندگان نتایج این نوع تحقیقات، سرمایه‌گذاران نهادی، سرمایه‌گذاران حقیقی، سازمان‌های نظارتی نظیر سازمان بورس و اوراق بهادار و سازمان‌های اجرایی نظیر شرکت بورس اوراق تهران می‌باشند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران سازگار با تئوری چشم‌انداز، سؤگیری زیان‌گریزی و ریسک‌گریزی دارند؛ بنابراین، سرمایه‌گذاران نهادی و حقیقی می‌توانند در زمان تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری از رفتارهای هیجانی پرهیز نمایند تا در بلندمدت هم

فصلنامه مدیریت کسب و کار - شماره چهل و پنجم - بهار ۱۳۹۹

ثروت سهامداران به حداکثر برسد و هم بازار سرمایه شاهد ثبات بیشتر باشد. مدل‌های چشم‌اندازی توسعه داده شده در این تحقیق، در قیمت‌گذاری دارایی‌های مالی نیز کاربرد دارد. لذا به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد در زمان ارزش‌گذاری سهام، از این مدل‌ها جهت برآورد حداقل نرخ بازده قابل قبول استفاده گردد.

نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام... / دهقان بنارکی، امینی سابق و ساده

منابع

- ۱) اکبری، محمد؛ (۱۳۹۶)؛ "تأثیر سواد مالی و هوش هیجانی بر رفتار مالی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران"؛ مجله تحقیقات مالی؛ شماره ۱۳-۱۴.
- ۲) آنقیز، رضوان؛ ملک اسکویی، ملک تاج؛ (۱۳۹۵)؛ "رابطه بین تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران و کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ سال چهاردهم؛ شماره ۴۷؛ بهار؛ فصل نامه بررسی های حسابداری و حسابرسی؛ ص ۲۱.
- ۳) حسینی، مصطفی؛ (۱۳۹۵)؛ "رابطه هوش هیجانی با گرایش‌های رفتاری در تصمیمات سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران"؛ پایان نامه کارشناسی ارشد؛ دانشگاه فردوسی مشهد.
- ۴) حیدرپور، ع؛ کنعانی امیری، م. (۱۳۹۲). ارائه مدل تعیین میزان مخارج سرمایه ای در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از اطلاعات حسابداری، دو ماهنامه علمی-پژوهشی شاهد، سال سیزدهم، شماره ۱۷.
- ۵) رضایتی، شکراله؛ الهیاری ابهری، حمید؛ (۱۳۹۴)؛ "بررسی محتوای اطلاعاتی، سود تقسیمی، ارزش دفتری و سود خالص بر قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ تحقیقات مالی؛ شماره ۲۲؛ ص ۲۰-۳.
- ۶) سرلک، طیبه؛ شجاع، اسمائیل؛ (۱۳۹۱)؛ "بررسی مقایسه ای بین تغییرات سود تقسیمی و تغییرات قیمت سهام در شرکت های مواد غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"؛ فصل نامه مدیریت؛ سال نهم؛ شماره ۲۶؛ تابستان.
- ۷) عباسی، زهرا؛ شریفی، کسری؛ (۱۳۹۱)؛ تأثیر قیمت‌گذاری نادرست بر سرمایه‌گذاری و ساختار سرمایه در شرکتهایی با محدودیت مالی؛ فصلنامه علمی پژوهشی؛ دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت؛ سال اول؛ شماره چهارم؛ زمستان.
- 8) ANG, A. AND J. CHEN (2007). "CAPM over the long run: 1926-2001", Journal of Empirical Finance, 14, 1-40
- 9) Antonis, B.H., KUMAGAI, T. AND K. YUAN (2006). "How Do Crises Spread? Evidence from Accessible and Inaccessible Stock Indices", Journal of Finance, 61, 2, 957-1003
- 10) Chen, M. (۲۰۱۳). The loss aversion/narrow framing approach to the equity premium puzzle. In: Mehra, R. (Ed.), Handbook of the Equity Risk Premium. North Holland, Amsterdam, pp. 199-236.

- 11) Cornelli, K.-H., KAROLYI, K.-H and R. M. STULZ (۲۰۱۷). “A New Approach to Measuring Financial Contagion”, Review of Financial Studies, 16 (3), 717–763
- 12) Kim, A. AND J. Ha (۲۰۱۲). “Asymmetric Correlations of Equity Portfolios”, Journal of Financial Economics, 63, 443-494.
- 13) Kim, N., Huang, M (۲۰۱۵). Preferences with frames: A new utility specification that allows for the framing of risks. Journal of Economic Dynamics and Control 33, 1555–1576.
- 14) Lin, M. (۲۰۱۵). ‘Le comportement de l’homme rationnel devant le risque: critique des postulats et axiomes de l’Ecole Americaine’, Econometrica, Vol. 21, pp. 503–46.
- 15) Ling, N., Huang, M., Santos, T. (۲۰۱۳). Prospect theory and asset prices. The Quarterly Journal of Economics 116, 1–53.
- 16) Liston, Filippos (۲۰۱۷). “STATE-DEPENDENT RISK PREFERENCES: EVIDENCE FROM INDIVIDUAL CHOICES AND IMPLICATIONS FOR THE DISPOSITION EFFECT”, SSRN working paper. Swiss Finance Institute Research Paper No. 15-11.
- 17) Manganaro, L., Seasholes, M.S. (۲۰۱۴). Do investor sophistication and trading experience eliminate behavioral biases in financial markets? Review of Finance 9, 305–351
- 18) Markowitz, R.H. (۲۰۱۱). Myopic loss aversion and the equity premium puzzle. The Quarterly Journal of Economics 110, 73–92.
- 19) Yoyagar, D. (۲۰۱۵). ‘Risk, ambiguity, and the savage axioms’, Quarterly Journal of Economics, Vol. 75(4), pp. 643–69.

نقش رفتارهای هیجانی در نوسانات قیمت سهام... / دهقان بنارکی، امینی سابق و ساده

یادداشت‌ها :

-
- ۱ Lin
 - ۲ Liston
 - ۳ Kim & Ha
 - ۴ Cornelli et al
 - ۵ Chen
 - ۶ Kim et al
 - ۷ Ling et al
 - ۸ Modern Portfolio Theory
 - ۹ Portfolio
 - ۱۰ Risk & Return
 - ۱۱ Markowitz
 - ۱۲ Price Volatility
 - ۱۳ Dividend
 - ۱۴ Market Risk
 - ۱۵ Liquidity Risk
 - ۱۶ Vandeventer
 - ۱۷ - Durbin-Watson
 - ۱۸ Adjusted R-squared
 - ۱۹ - t Student