

تاثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و مدیران بر حباب قیمتی سهام در بازار سرمایه ایران

نازنین بشیری منش^۱
حسین شهنازی^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۶/۲۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۹/۲۴

چکیده

در بازارهای سرمایه نوظهور، عدم توانمندی سرمایه‌گذاران بمنظور تحلیل اطلاعات مالی و همچنین اثرگذاری عوامل سیاسی و اقتصادی کلان بر بازارهای مالی، سبب تمرکز سرمایه‌گذار بر هیجان بازار و رفتار سایر سرمایه‌گذاران می‌شود. رفتارهای احساسی و جمعی سرمایه‌گذاران منشأ بروز و پیدایش ناهنجاری‌های متعددی نظیر حباب قیمتها و شکل‌گیری نوسان‌های شدید در بازار می‌شود. همچنین مدیران از تورش‌های رفتاری نظیر بیش اطمینانی، کوتاه بینی و خودشیفتگی برخوردار هستند که منجر به ارائه تصویر مطلوب از واحدتجاری و تاخیر در ارائه اخبار بد و در نتیجه حباب قیمتی سهام می‌شود. براین اساس، هدف این پژوهش بررسی تاثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و مدیران بر حباب قیمتی سهام است. نمونه پژوهش شامل ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره‌ی زمانی ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۸ بوده است. برای آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چندمتغیره با داده‌های ترکیبی استفاده گردید. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران (رفتار احساسی و توده‌وار) شکاف بین قیمت ذاتی سهام شرکت و ارزش تعیین شده آن توسط سرمایه‌گذاران را افزایش داده و منجر به شکل‌گیری حباب قیمتی سهام می‌شوند. همچنین تورش‌های رفتاری مدیران (بیش اطمینانی، کوتاه بینی و خودشیفتگی) نیز منجر به بروز و پیدایش حباب قیمتی سهام می‌شود.

واژه‌های کلیدی: رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران، بیش اطمینانی مدیران، کوتاه بینی مدیران، خودشیفتگی مدیران و حباب قیمتی سهام.

^۱ استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران (نویسنده مسئول): bashirimanesh@gmail.com
^۲ کارشناسی ارشد حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران غرب، ایران. hosseinshahnazi29@gmail.com

مقدمه

نمی‌کنند (عزیز خان و احمد، ۲۰۱۹). از طرفی مدیران نیز بدلیل ویژگی‌های شخصیتی نظیر بیش اعتمادی، کوتاه بینی و خودشیفتگی احتمال دارد با انگیزه‌های فرصت طلبانه اقدام به ارائه گزارشگرهای مالی نموده و در نتیجه کیفیت اطلاعات مالی کاهش یافته و بر قیمت سهام و حجم معاملات تاثیر گذارد. از این‌رو، پژوهش حاضر با هدف بررسی تاثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و سوگیری رفتاری مدیران بر حباب قیمتی سهام صورت خواهد پذیرفت.

مبانی نظری پژوهش

رفتار سرمایه‌گذاران و حباب قیمت سهام

از آنجایی که بازار سرمایه به عنوان یکی از ارکان بازار مالی نقش بسزایی در بسیج امکانات مالی و سرمایه‌ای به منظور رشد و توسعه اقتصادی کشورها دارد، هرگونه اختلال و انحراف در قیمت‌ها و ناکارایی در این بازار، تاثیر عمده‌ای در تخصیص و تجهیز منابع مالی کشور خواهد گذاشت و مشکلاتی را در پی دارد. یکی از عواملی که ممکن است باعث ایجاد اختلال و انحراف شود حباب‌های قیمتی می‌باشند. اساس حباب، تصویری از پدیده‌ای را به ذهن متبادر می‌کند که پس از افزایش مستمر سقوط می‌کند. یک پیامد از این سقوط و فروپاشی بزرگ در بازار سهام، اثر مالی قابل توجه آن می‌باشد (قلی زاده، ۱۳۹۳). از این‌رو با توجه به ماهیت پویای حباب‌ها در بازار سرمایه و تحت تاثیر قرار دادن عملکرد سرمایه‌گذاران، شناسایی و توجه به حباب‌های قیمتی در بازار سرمایه از اهمیت قابل توجهی برای مدیریت ریسک پورتفولیوهای سرمایه‌گذاری برخوردار می‌باشد. حباب یک پدیده تجربی شناخته شده در بازارهای سهام می‌باشد، اما توافق نظر قطعی درباره مکانیزم شکل دهنده آن وجود ندارد. با توجه به اینکه نقش بورس اوراق بهادار در شکوفایی اقتصاد یک کشور بسیار حائز اهمیت می‌باشد، رسیدن به این موضوع که آیا افزایش‌های قیمت در بازار سهام ناشی از عوامل بنیادی است یا خیر، می‌تواند سیاست‌گذاران کشور را در تصمیم‌گیری برای هدایت این بازار به سمت صحیح کمک نماید. یکی از عوامل تأثیرگذار در نوسان قیمت‌ها وجود

بازارهای مالی به ویژه بازار سرمایه از مهمترین ابزارهای تجهیز و تخصیص منابع مالی به شمار می‌روند. نظر به اهمیت راهبردی مالی و اقتصادی این بازار هرگاه اخلاص و انحراف گسترده‌ای در آن رخ دهد تجهیز و تخصیص منابع مالی کشور با مشکل جدی مواجه می‌شود. یکی از عوامل بوجود آورنده این مسائل حباب قیمتی است که در واقع اساس و جوهره حباب قیمت‌ها بر اساس واکنشی است که نسبت به افزایش قیمت‌ها صورت می‌گیرد. یکی از مهمترین عوامل در رونق بازار سرمایه، مشارکت سرمایه‌گذاران در بازار و افزایش سوددهی بازارهای مالی و سرمایه گذاری می‌باشد. آنچه که باعث افزایش سرمایه‌گذاران برای تصمیم‌گیری در مشارکت برای سرمایه گذاری می‌شود اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار می‌باشد. یکی از عواملی که باعث بی اعتماد سرمایه‌گذاران می‌شود، نوسان قیمت و تشکیل حباب می‌باشد. قیمت‌گذاری در زمان حباب یکی از عمده‌ترین دلایل برای شکست بازار سرمایه می‌باشد، زیرا باعث زیان به بازار می‌شود و سرمایه‌گذاران را در تصمیم‌گیری دچار اشتباه می‌کند. بازارهای مالی و بخصوص بازار سرمایه نقش غیر قابل انکاری در پیشرفت اقتصادی کشورها داشته و هرگونه رکود و رونق در آن تاثیر مستقیم بر شاخص‌های کلان اقتصادی می‌گذارد. حباب قیمتی از جمله پدیده‌های است که در دوره‌های مختلف اثر مخربی بر این بازارها گذاشته و با ورشکستگی شرکت‌ها و اشخاص زیاد همراه بوده است (انصاری و نظری، ۱۳۹۵).

بیشتر نظریه‌های مالی فرض می‌کنند که سرمایه‌گذاران منطقاً به افزایش سرمایه خود می‌اندیشند و به نشانه‌های مالی توجه می‌کنند. اما با حاکمیت پارادایم مالیه رفتاری و به چالش کشیده شدن نظریه‌های مالیه استاندارد به دلیل ناتوانی آنها در تبیین ناهنجاری‌های بازار سرمایه، پژوهش درمورد موضوعات رفتاری سرمایه‌گذاران اهمیت زیادی پیدا کرده است (محمدی و همکاران، ۱۳۸۹). رفتارهای احساسی و توده وار سرمایه‌گذاران بر حجم معاملات و کسب بازدهی سهام تاثیر می‌گذارد، چون سهامداران اطلاعات کاملی ندارند کاملاً عقلایی و منطقی رفتار

حباب روی سطح قیمت‌هاست (عباسی و همکاران، ۱۳۹۷). حباب در سطح قیمت‌ها به دلیل اختلال در فرآیند جاری اطلاعات صحیح در بازار پدید می‌آید و نادیده گرفتن این عامل قیمتی، هزینه‌هایی بر اقتصاد ملی تحمیل خواهد کرد. در بازارهایی که اطلاعات عملکرد شرکت‌ها در دسترس نمی‌باشد یا به صورت تدریجی در اختیار مشارکت‌کنندگان بازار قرار می‌گیرد، سرمایه‌گذاران در انتخاب بهترین فرصت‌های سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه خواهند شد و در نهایت فرآیند تجهیز و تخصیص بهینه منابع را از مسیر اصلی خود منحرف می‌کند. همچنین در بازاری که از ناکارایی رنج می‌برد، احتمال وقوع حباب در سطح قیمت‌ها وجود دارد؛ زیرا علت اصلی پیدایش حباب قیمت و فاصله یافتن قیمت ذاتی از قیمت بازاری عدم اطلاعات کامل است.

احساسات به عنوان عاملی اجتناب‌ناپذیر همواره معاملات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد و سبب قیمت‌گذاری غیرواقعی سهام در بازار می‌شود. از سوی دیگر، مدیریت سود و ارائه گزارش‌های خلاف واقع از سودآوری شرکت می‌تواند بر احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر گذاشته و آن‌ها را به خرید یا فروش سهام تهییج کند. این عوامل می‌تواند موجب ایجاد حباب در قیمت سهام و به تبع آن افزایش ریسک سقوط قیمت در بازار بورس شود (یانگ و ژو، ۲۰۱۶). شواهد نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران برای تعیین ارزش سهام کمتر از روش‌های کمی استفاده می‌نمایند و قضاوت‌های ایشان بیشتر مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیر علمی، شایعات و پیروی کورکورانه از تعداد معدودی از مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه است. (شهریاری، ۱۳۸۵). در بازارهای نوظهور، کمیابی اطلاعات و به موقع و دقیق نبودن اطلاعات در مورد یک شرکت خاص و همچنین اثرگذاری عوامل سیاسی و اقتصادی کلان بر بازارهای مالی، سبب تمرکز سرمایه‌گذار بر رفتار سایر سرمایه‌گذاران و شکل‌گیری رفتار جمعی می‌شود. رفتار جمعی به عنوان نوعی تورش رفتاری منشأ بروز و پیدایش ناهنجاری‌های متعددی از قبیل: حباب و سقوط قیمت‌ها و شکل‌گیری نوسان‌های شدید در بازار و در

نهایت عدم کارایی در بازار سرمایه به حساب آید. شکل‌گیری رفتار توده وار در این بازارها می‌شود (دادرس و همکاران، ۱۳۹۷). منتقدان بیان می‌کنند، علاوه بر عوامل بنیادی، شرایط رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران نیز باید مد نظر قرار گیرد و لازم است برای کارآمد کردن بازارهای مالی و بورس کشور، موانع پیش‌روی سرمایه‌گذاران و خطاهای ادراکی و احساسی مؤثر بر رفتار ایشان شناخته و رفع شود (هی و همکاران، ۲۰۱۹)..

رفتار مدیران و حباب قیمتی سهام

موفقیت هر سازمان در رسیدن به اهداف خود به نحو قابل توجه‌ای به مدیران آن بستگی دارد. اگر مدیران وظایف خود را به نحو صحیح انجام دهند، سازمان به اهداف خود دست خواهد یافت. بنابراین مدیران در انجام وظایف خود ناگزیرند به کرات تصمیم‌گیری نمایند زیرا در انجام وظایف خود با مشکلاتی روبه‌رو شده و می‌باید راه حل‌های مختلفی را شناسایی نموده و از بین آنها بهترین راه حل را انتخاب نماید. لذا ویژگی‌های شخصیتی مدیران نظیر کوتاه بینی، خودشیفتگی و بیش اطمینانی بر رویکرد تصمیم‌گیری و کیفیت اطلاعات حسابداری تأثیر دارد. مدیران کوتاه بین با تمرکز بر اهداف کوتاه مدت، ساختارهای تشویقی و ارتقای شغلی منجر به دستکاری اطلاعات و کاهش کیفیت آن می‌شود.

مدیران بیش اطمینان، نسبت به سودها و جریان‌های نقدی واحد تجاری خود خوشبین‌اند و چشم‌انداز مثبتی از ریسک و بازده آتی شرکت دارند. آن‌ها احتمال و تأثیر رویدادهای مطلوب را بر جریان‌های نقدی شرکت بیش از واقع تخمین می‌زنند و احتمال و تأثیر رویدادهای منفی را کمتر از واقع ارزیابی می‌کنند (هیتون، ۲۰۰۲). بیش اطمینانی در مدیران احتمال بکارگیری رویکردهای محافظه کارانه را کاهش می‌دهد (احمد دولمن، ۲۰۱۳) و در نتیجه بدلیل نگرش خوش بینانه مدیران احتمال اشتباه در گزارش سود حسابداری از طریق مدیریت سود واقعی وجود دارد (هسیه، بدارد و جانستون، ۲۰۱۴). مدیران بیش اطمینان به طور نظام‌مندی بازده آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین می‌زنند،



انتظار می‌رود مخارج سرمایه‌ای (دارایی ثابت) بیشتری داشته باشند (گراهام و همکاران، ۲۰۱۳). سوتریسنو (۲۰۱۹)، طی تحقیقی با به این نتیجه دست یافت که، بیش‌اطمینانی مدیر تأثیر مثبتی بر مدیریت درآمدهای واقعی و اثر منفی بر نظر حسابرسی دارد. کیم و همکاران (۲۰۱۶) دریافتند در شرکت‌های دارای مدیر بیش‌اطمینان ریسک سقوط قیمت سهام نسبت به دیگر شرکت‌ها بیشتر است.

مدیران خودشیفته برای برتری جویی و بزرگ‌نمایی سعی در خوب جلوه دادن فعالیتها داشته و اقدامات جسورانه انجام می‌دهند. مدیران خودشیفته خود را محور ارزش‌ها و دستاوردهای شرکت می‌دانند و اعتبار زیادی برای موفقیت‌های خود قائل هستند. به دلیل این حس برتری جویی اگر موقعیت خود را در شرکت در خطر ببینند، از گزارش‌گری مالی جانب‌دارانه به همراه سوگیری ابایی نخواهند داشت و در فرآیند تصمیم‌گیری مالی مداخله خواهند کرد. تا برخی منافع خاص را عاید خود سازند. (هام و همکاران، ۲۰۱۸) مدیران خودشیفته قادر به درک واقعیات و پدیده‌ها آن‌طور که باید نمی‌باشند و به همین دلیل نمی‌توانند برای آینده سازمان هدف و برنامه‌ی خاصی داشته باشند؛ پس نوعی سردرگمی در اهداف سازمان با وجود این مدیران پدید می‌آید. مجموعه‌ی این مشکلات به وجود آمده ناشی از مدیریت فرد خودشیفته بر شرکت، منجر به افت عملکرد سازمان می‌شود (بارس و همکاران، ۲۰۱۳). از آنجایی که افت عملکرد سازمان با خصوصیات روانی مدیران خودشیفته در تضاد است، آن مدیران برای پنهان کردن واقعیات شرکت به گزارشات غیرواقع‌بینانه روی می‌آورند (بنی‌مهد و همکاران، ۱۳۹۹). بذرافشان و همکاران (۱۳۹۷)، در بررسی‌های خود دریافتند که خودشیفتگی مدیران موجب افزایش مدیریت سود و کاهش کیفیت سود می‌شود.

یکی دیگر از ویژگی‌های رفتاری مدیران کوتاه‌بینی است. کوتاه‌بینی مدیران مجموعه‌ای از رفتارهای مدیریت تعریف شده است که به دلایل مختلف نظیر ساختارهای تشویقی و استفاده از معیارهای ارزیابی عملکرد که مبتنی بر معیارهای کوتاه مدت می‌باشد، به جای توجه به

سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت و خلق ارزش در بلندمدت، باعث افزایش منافع کوتاه‌مدت شرکت می‌شوند. مدیران کوتاه بین از طریق کاهش میزان هزینه‌های تحقیق و توسعه، آموزش کارکنان، تبلیغات و از این قبیل سعی در افزایش میزان سودآوری کوتاه مدت دارند. در حالیکه این اقدام مدیریتی تأثیر نامطلوبی بر عملکرد آتی و ارزش شرکت ایجاد می‌کند (مرادی و باقری، ۱۳۹۳). آنجوس و چانگ (۲۰۱۷) معتقدند مدیریت کوتاه‌بین به دلیل عدم اطمینان درباره ریسک و بازدهی پروژه‌های بلندمدت سعی می‌کنند، هزینه‌های تحقیق و توسعه خود را کاهش داده و تمرکز خود را بر موارد کوتاه مدت که از ریسک کم‌تری برخوردار است، قرار دهند؛ این راهبرد مدیریتی در بلندمدت منجر به کاهش بازده حقوق صاحبان سهام، بازده دارایی‌ها، رشد اقتصادی و در نتیجه کاهش ارزش شرکت می‌گردد. پژوهش‌های محدودی پیامدهای رفتار کوتاه‌بینی مدیریت را بررسی نمودند. مرادی و باقری، (۱۳۹۳) به بررسی مقایسه‌ای تأثیر کوتاه‌بینی مدیریت و مدیریت سود بر بازده سهام پرداختند. نتایج نشان داد که کوتاه‌بینی مدیریت در کوتاه‌مدت بازدهی مثبتی حاصل می‌کند ولی در بلندمدت بر بازده سهام شرکت اثر منفی می‌گذارد. همچنین مقایسه آثار کوتاه‌بینی مدیران و مدیریت سود بر بازده سهام نشان داد، کوتاه‌بینی مدیریت نسبت به مدیریت سود، پیامدهای منفی بیش‌تری برای شرکت دربردارد. طالع زاری و عبدلی (۱۳۹۶) نشان دادند، کوتاه‌بینی مدیران سطح دستکاری اقلام تعهدی را افزایش داده و منجر به کاهش کیفیت سود می‌شود. همچنین نتایج پژوهش نشان داد، مدیران کوتاه بین از میزان سرمایه‌گذاری کم‌تری برخوردارند که برای آینده شرکت پیامدهای نامطلوبی خواهد داشت. ..

پیشینه تجربی پژوهش

چن و هاگا (۲۰۲۱) با استفاده از مدل ای-گارچ به بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام پیرامون سقوط بازار سرمایه پرداختند. نتایج نشان داد، اولاً با افزایش گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، نرخ بازده سهام قبل از سقوط بازار سهام تغییر کمتری نسبت به بعد

از سقوط بازار دارد. ثانياً بازده سهام بیش از آنکه وابسته به قیمت سهام باشد متوجه رفتار احساسی سرمایه‌گذاران است. ثالثاً تمایل سرمایه‌گذاران خرد به رفتار توده وار در دوره‌های با نگرش بدبینانه کمتر از دوره‌های با نگرش خوشبینانه است که به نوبه خود منجر به افزایش بازده سهام می‌شود. پان (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر حباب قیمت سهام پرداخت. یافته‌ها نشان داد، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر وقوع حباب قیمتی و میزان حباب تأثیر مثبت و معناداری دارد. لذا بازار باید رفتار خوشبینانه و احساسی سرمایه‌گذاران را به عنوان معیاری برای وقوع حباب قیمت سهام در نظر بگیرد. رویی و همکاران (۲۰۱۹) به بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند. در این پژوهش شرکت‌هایی بزرگی از نظر شکاف قیمت سهام به دسته‌های بسیار زیاد، زیاد، متوسط و کم تقسیم شدند. یافته‌ها نشان داد، صرفاً در گروه شرکت‌های دارای شکاف قیمتی زیاد شاهد تأثیر گذاری رفتار احساسی سرمایه‌گذار بوده و در سه گروه دیگر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران نقش موثری ندارد. لیانگ و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی روابط بین بیش اطمینانی مدیران، شفافیت اطلاعاتی و ریسک سقوط قیمت سهام را بررسی نمودند. شواهد نشان داد، در شرکت‌های دارای مدیران بیش اطمینان میزان شفافیت اطلاعاتی کمتر بوده و ریسک سقوط قیمت سهام بیشتر است. در این شرکت‌ها مدیران با ارائه اطلاعات خوش بینانه شکاف قیمت سهام و احتمال خطر سقوط قیمت سهام را افزایش می‌دهند. آبو و اریکسن (۲۰۱۸) تأثیر خودشیفتگی مدیران بر ریسک پذیری شرکت را بررسی نمودند. یافته‌ها نشان داد، بین خودشیفتگی و نوسانات بازده سهام رابطه یو شکل وجود دارد. این نتیجه ناشی از ماهیت متناقض شخصیت خودشیفته است که در آن عزت نفس بالاست اما در عین حال دلیل نیاز مداوم به تحسین شکننده هستند. یافته‌ها نشان داد، سطح خودشیفتگی از کم تا بسیار زیاد بر میزان نوسانات تأثیر معناداری دارد.

بشکوه و کشاورز (۱۳۹۷) به بررسی رابطه بین بیش اعتمادی مدیریت و ریسک سقوط قیمت سهام پرداختند.

نتایج نشان داد، بیش اعتمادی مدیران با معیار پیش‌بینی سود و رشد غیرعادی دارایی‌ها بر ریسک سقوط قیمت سهام بر اساس نوسان بالا به پایین و سیگمای حداکثری تأثیر مستقیم و معناداری دارد. به عبارت دیگر با افزایش بیش اعتمادی مدیران، شرکت‌ها در معرض ریسک سقوط قیمت سهام بیشتری قرار می‌گیرند. خواجوی و رحمانی (۱۳۹۷) به بررسی اثر خودشیفتگی مدیران بر خطر سقوط قیمت سهام پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که دو شاخص هورمون تستوسترون مدیران و پاداش نقدی اختصاص یافته به مدیران تأثیر مثبتی بر نوسان پایین به بالا (به عنوان معیار خطر سقوط قیمت سهام) دارند. همچنین دو شاخص هورمون تستوسترون مدیران و پاداش نقدی اختصاص یافته به مدیران تأثیر منفی بر دوره سقوط قیمت سهام (به عنوان معیار خطر سقوط قیمت سهام) دارند. دلشاد و تهرانی (۱۳۹۸) نقش ویژگی‌های مدیران بر ریسک ریزش قیمت سهام را بررسی نمودند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که از میان ویژگی‌های مختلف مدیریت، دو ویژگی کوتاه بینی مدیران و دقت پیش‌بینی مدیریت بیشترین تأثیرگذاری را بر ریزش قیمت سهام در شرکت‌های بررسی شده داشته است. علاوه بر این، با افزایش کوتاه‌بینی مدیریت بر میزان ریزش قیمت سهام شرکت‌های بررسی شده به شکل معناداری افزوده شده و بدین ترتیب بازار سرمایه از طریق افزایش ریزش قیمت سهام شرکت واکنش معناداری نسبت به ویژگی کوتاه‌بینی مدیریت نشان داده است. سایر یافته‌ها نشان می‌دهد که ریزش قیمت سهام با افزایش دقت پیش‌بینی مدیریت کاهش یافته است. احمدی و همکاران (۱۳۹۸) در بررسی تأثیر معیارهای اعتماد بیش از حد مدیران ارشد بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دریافتند، از میان معیارهای انتخابی برای اعتماد بیش از حد مدیریتی، سرمایه‌گذاری بیش از حد، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، خالص جریان‌های نقدی، سیاست تقسیم سود و نسبت مخارج سرمایه تأثیر مثبت معناداری بر خطر سقوط آتی قیمت سهام دارند. حسینی و مرشدی (۱۳۹۸) به بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر پویایی معاملات بورس تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد، احساسات

است، با در نظر گرفتن ماهیت و روشی که در این مطالعه استفاده می‌شود، نوعی تحقیق توصیفی-همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) به شمار می‌رود. در این نوع تحقیق رابطه میان متغیرها بر اساس هدف تحقیق تحلیل می‌گردد، لذا از روش رگرسیون چندمتغیره برای تحلیل روابط متغیرها استفاده می‌شود. داده‌های پژوهش با مراجعه به صورت‌های مالی و گزارش‌های سالانه هیئت مدیره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. علت انتخاب جامعه آماری امکان دسترسی به داده‌های موجود در صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار است. با توجه به تفاوت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و موسسات مالی، بیمه و هلدینگ از نظر افشای اطلاعات از جامعه آماری پژوهش حذف شدند. نمونه پژوهش برمبنای شرایط زیر مشخص شد: ۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد. ۲. در دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۳۹۸ تغییر دوره مالی نداده باشند. ۳. سهام آن‌ها در بازار وقفه معاملاتی نداشته باشد. ۴. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این تحقیق در دسترس باشد. در نتیجه اعمال شرایط ۱۲۹ شرکت از جامعه آماری جهت انجام آزمون‌ها انتخاب شدند و تعداد مشاهدات ۹۰۳ (سال- شرکت) می‌باشد. پس از آماده‌سازی داده‌ها در نرم افزار اکسل، تجزیه و تحلیل نهایی با نرم‌افزار آماری استاتا انجام شده است.

مدل‌های پژوهش

مدل‌های پژوهش مبتنی بر پژوهش پان (۲۰۱۹) و لیانگ و همکاران (۲۰۱۹) تنظیم گردید. برای آزمون فرضیه اول و تحلیل رابطه بین رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و حباب قیمتی سهام از مدل رگرسیون چندمتغیره (۱) به شرح زیر استفاده می‌شود:

سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیمی بر بازده سهام دارد. همچنین بر اساس دیگر یافته‌های تحقیق مشخص شد که تولید ناخالص داخلی تأثیر مستقیم و تورم تأثیر معکوس بر ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده سهام دارند؛ اما رابطه معنی‌داری در خصوص تأثیر هزینه‌های دولت بر ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده سهام به دست نیامد. رحمانیانی و همکاران (۱۳۹۸) تأثیر شوک‌های احساسی بر حباب قیمت سهام و بررسی میزان پایداری تأثیرگذاری شوک‌های احساسی بر حباب قیمت سهام را بررسی نمودند. نتایج بیانگر آن است که شوک احساسی قسمت زیادی از نوسانات قیمت سهام را در مقایسه با نوسانات مصرف، سرمایه‌گذاری، و تولید توضیح می‌دهد. این شوک‌ها به اقتصاد واقعی از طریق محدودیت اعتباری منتقل می‌شوند.

فرضیه‌های پژوهش

بر اساس مبانی نظری و پیشینه پژوهش، بمنظور بررسی و تحلیل تأثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و رفتار مدیران بر حباب قیمتی در شرکت‌های پذیرفته در بورس اوراق بهادار تهران، فرضیه اول و دوم پژوهش به شرح ذیل ارائه می‌شود:

فرضیه اول: رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر حباب قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: رفتار توده وار سرمایه‌گذاران بر حباب قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه سوم: بیش اطمینانی مدیران بر حباب قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه چهارم: کوتاه بینی مدیران بر حباب قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد.

فرضیه پنجم: خودشیفتگی مدیران بر حباب قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، پژوهشی کاربردی محسوب می‌شود و با توجه به این‌که از اطلاعات تاریخی در آزمون فرضیه‌ها (همبستگی ارتباط بین متغیرها) استفاده شده



$P_{i,t}$: قیمت اساسی سهام i در زمان t ارزش ذاتی (سهام)؛ $d_{i,t}$ سود سهام پرداخت شده i در دوره t ؛ r نرخ تنزیل بازار است

$tE(0)$ عملگر وقفه بر اساس اطلاعات موجود در زمان t . اگر قیمت واقعی سهام $(p_{i,t})$ شامل یک حباب باشد، از فرآیند پویای زیر پیروی می‌کند:

$$P_{i,t} = P_{i,t} + b_{i,t} + u_{i,t}$$

$$b_{i,t} = P_{i,t} - P_{i,t}$$

$p_{i,t}$ قیمت واقعی سهام؛ $P_{i,t}$ ارزش ذاتی سهام؛ $u_{i,t}$ مؤلفه حباب؛ $u_{i,t}$ ضریب خطا

$$B_{i,t} = b_{i,t} / P_{i,t}$$

$$B_{i,t} = P_{i,t} - P_{i,t} / P_{i,t}$$

$$B_{i,t} = 1 - P_{i,t} / P_{i,t}$$

$B_{i,t}$: اندازه نسبی ارزشگذاری نادرست به قیمت واقعی برای شرکت i در زمان t (انحراف نسبی از قیمت اصلی قیمت مشاهده شده واقعی).

متغیرهای مستقل

گرایش احساسی سرمایه‌گذاران: در این مطالعه برای اندازه‌گیری گرایش احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش احساسی بازار سرمایه (EMSI) استفاده شده است. گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه است.

$$SENT_{pt} = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_r)(R_{it} - \bar{R}_r)}{[\sum (R_{it} - \bar{R}_r)^2 \sum (R_{it} - \bar{R}_r)^2]^{\frac{1}{2}}} \times 100, \quad -100 \leq EMSI \leq +100$$

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 نوسان پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده شد؛ میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های پرتفوی؛ و میانگین رتبه نوسان‌پذیری تاریخی سهام شرکت‌های پرتفوی است (لاپن، ۲۰۱۸).

$$BUB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sent_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 inst_{i,t} + \beta_7 liq_{i,t} + \beta_7 flt_{i,t} + \alpha_{i,t} \quad (1)$$

برای آزمون فرضیه دوم و تحلیل رابطه بین رفتار توده وار سرمایه‌گذاران و حباب قیمتی سهام از مدل رگرسیون چندمتغیره (۲) به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$BUB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Mass_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 inst_{i,t} + \beta_7 liq_{i,t} + \beta_7 flt_{i,t} + \alpha_{i,t} \quad (2)$$

برای آزمون فرضیه سوم و تحلیل رابطه بین بیش اطمینانی مدیران و حباب قیمتی سهام از مدل رگرسیون چندمتغیره (۳) به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$BUB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Overcon_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 inst_{i,t} + \beta_7 liq_{i,t} + \beta_7 flt_{i,t} + \alpha_{i,t} \quad (3)$$

برای آزمون فرضیه چهارم و تحلیل رابطه بین کوتاه بینی مدیران و حباب قیمتی سهام از مدل رگرسیون چندمتغیره (۴) به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$BUB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ShortS_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 inst_{i,t} + \beta_7 liq_{i,t} + \beta_7 flt_{i,t} + \alpha_{i,t} \quad (4)$$

برای آزمون فرضیه پنجم و تحلیل رابطه بین خودشیفتگی مدیران و حباب قیمتی سهام از مدل رگرسیون چندمتغیره (۵) به شرح زیر استفاده می‌شود:

$$BUB_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Nars_{i,t} + \beta_2 GROWTH_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 inst_{i,t} + \beta_7 liq_{i,t} + \beta_7 flt_{i,t} + \alpha_{i,t} \quad (5)$$

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

حباب قیمت سهام: روش بکار رفته در پژوهش انصاری و همکاران (۱۳۹۸) در اندازه‌گیری حباب قیمتی سهام استفاده می‌شد. برای برآورد متغیر ارزشگذاری نادرست از روش مضرب سود سهام تقسیم شده استفاده می‌شود.

$$P_{i,t} = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{d_{i,t}}{(1+r)^t} + P_{i,t}$$

که در آن:



می‌شود. (عرب صالحی و هاشمی، ۱۳۹۴، بولو و حسنی القار، ۱۳۹۴).

کوتاه بینی مدیران: ابتدا سطح مورد انتظار بازده دارایی، هزینه بازاریابی و هزینه تحقیق و توسعه برای هر شرکت در هر دوره زمانی تعیین شده، سپس با توجه به خطای پیش‌بینی، شرکت‌هایی که خطای پیش‌بینی بازده دارایی آن‌ها مثبت و خطای پیش‌بینی هزینه بازاریابی و تحقیق و توسعه آن‌ها منفی باشد دارای مدیریت کوتاه‌بین بوده و عدد یک به آن‌ها تعلق گرفته‌است (مرادی و باقری ۱۳۹۳)، اندرسون و سیائو (۱۹۸۲).

خودشیفتگی مدیران: نسبت پاداش به کل حقوق و

دستمزد کارکنان

متغیرهای کنترلی

فرصت رشد: نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری؛ اهرم مالی: نسبت کل بدهی‌ها به کل داراییها؛ اندازه شرکت: لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام شرکت در پایان سال؛ بازده دارایی‌ها: نسبت سود یا زیان خالص به کل دارایی‌ها

درصد مالکیت نهادی: مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های سرمایه‌گذاری، بر کل سهام منتشره شرکت (روبین، ۲۰۰۷). رتبه نقدشوندگی: رتبه نقدشوندگی مبتنی بر پژوهش انصاری و همکاران (۱۳۹۶) محاسبه گردید.

$$Liquidity = 1/V + 1/D + 1/F + 1/B + 1/C + 1/N$$

در عبارت بالا، V برابر حجم معاملات دوره، D تعداد روزهای معامله شده سهم در دوره، F متوسط تعداد دفعات معامله در هر روز، B متوسط تعداد خریداران در هر روز، C متوسط ارزش روزانه بازار و N متوسط تعداد دفعات معامله شده سهم در هر روز است. فلاح شمس، کردلویی و رشنو، (۱۳۸۹) هر قدر متوسط محاسبه شده بیشتر باشد، رتبه نقد شوندگی شرکت بهتر خواهد بود. درصد سهام شناور آزاد: بر اساس گزارش‌های منتشر شده سازمان بورس اوراق بهادار برای دوره های یکساله استخراج و استفاده شده است.

رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران ($H_{m,t}$): با استفاده از الگوی هوانگ و سالامون (۲۰۰۶) از رابطه (۹) برای اندازه‌گیری رفتار توده‌وار استفاده شده است:

$$H_{m,t}^* = 1/N \sum_{i=1}^N \left(\frac{b_{imt}^s - 1}{\sigma_{eit}^s / \sigma_{mt}} \right)$$

که در آن؛ $H_{m,t}^*$ ، مقدار رفتار توده‌وار در زمان t ؛ σ_{eit}^s ، انحراف معیار پسماندهای معادلات رگرسیون برای سهام i ؛ σ_{mt}^s ، انحراف معیار بازده سهام که به صورت ماهانه به دست می‌آید؛ و N ، تعداد شرکت‌های پرتفوی مورد نظر است.

در این رابطه b_{imt}^s یا تخمین زنده بتای گروهی به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$b_{imt}^s = \frac{\sigma_{imt}^s}{\sigma_{mt}^s} = \frac{\text{cov}(r_{it}, r_{mt})}{\text{var}(r_{mt})}$$

$$\text{var}(b_{imt}^s) = \frac{\sigma_{eit}^2}{\sigma_{mt}^2}$$

$$\text{COV}(r_{it}, r_{mt}) = E[(r_i - E[r_i])(r_m - E[r_m])] = E[r_i * r_m] - E[r_i]E[r_m]$$

$$R_{mt} = 1/n \sum_{i=1}^N R_{it}$$

$$R_{it} = \beta R_{mt} + \varepsilon$$

بیش اطمینانی مدیران: در این پژوهش مطابق با پژوهش احمد و دوپلمن (۲۰۱۳) برای اندازه‌گیری اطمینان بیش از حد مدیریتی از معیار $over\ Inv$ (مآزاد سرمایه‌گذاری) استفاده شده است. بدن منظور ابتدا مدل رگرسیونی بطور مقطعی برآورد می‌شود و پس از آن در هر سال باقی مانده محاسبه شده خواهد شد. چنانچه باقی مانده مدل برای شرکتی بزرگتر از صفر باشد به این معناست که در آن شرکت بیش از حد سرمایه‌گذاری شده است.

$$Asset \times GR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SALE \times GR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Asset × GR_{i,t}: رشد دارایی‌های شرکت i در سال t است که از تفاوت میزان تغییرات دارایی‌ها نسبت به سال گذشته شرکت محاسبه می‌شود. **Sale × GR_{i,t}:** رشد فروش شرکت i در سال t است که از تفاوت میزان تغییرات فروش نسبت به سال گذشته شرکت محاسبه

۴-۲ یافته‌های توصیفی

به‌منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. یافته‌ها نشان می‌دهد، مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با (۰,۵۷) می‌باشد که نشان می‌دهد در شرکت‌های عضو نمونه به طور میانگین ۵۷ درصد از کل دارایی‌ها از تامین مالی از طریق بدهی‌ها تشکیل یافته است. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای رفتار احساسی سرمایه‌گذاران برابر با ۱۹,۷۲ و برای خودشیفتگی مدیران برابر است با ۰,۰۹ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. کمینه و بیشینه نیز کمترین و بیشترین را در هر متغیر نشان می‌دهد. به‌عنوان مثال بزرگترین مقدار اهرم مالی ۱,۳۲۲ است. یعنی در

شرکت‌های عضو نمونه شرکتی وجود دارد که کل بدهی آن بیشتر از کل دارایی‌ها بوده و حقوق صاحبان سهام آن منفی می‌باشد.

جدول ۲ آمار توصیفی متغیرهای گسسته پژوهش را نشان می‌دهد. همانطور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود، تعداد ۳۳۴ شرکت-سال یعنی ۳۷ درصد مدیران شرکت‌ها بیش اطمینانی داشته‌اند. و ۵۶۹ شرکت - سال معادل ۶۳ درصد شرکت‌ها بیش اطمینانی نداشته‌اند. همچنین تعداد ۶۸۹ شرکت-سال یعنی ۷۶,۳۰ درصد مدیران شرکت‌ها کوتاه بین بوده‌اند و ۲۱۴ شرکت - سال معادل ۲۳,۷۰ درصد شرکت‌ها کوتاه بین نبوده‌اند. براین اساس ویژگی کوتاه بینی و تمرکز بر اهداف کوتاه مدت در میان مدیران شرکت‌های نمونه بارزتر است.

آزمون فرضیه‌های پژوهش

آزمون مدل اول

با توجه به این که متغیر وابسته پژوهش (حباب قیمتی

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
حباب قیمتی سهام	BUB	۹۰۳	۰,۶۹۸۴	۰,۱۳۹۴	۰,۲۳۴۷	۰,۹۷۶۹
رفتار احساسی سرمایه‌گذاران	Sent	۹۰۳	۲۷,۳۴۶۳	۱۹,۷۲۳۴	۱,۳۲۵	۵۶,۵۰۹۹
رفتار توده وار	Mass	۹۰۳	۰,۰۹۷۳	۰,۱۸۰۸	۰,۰۰۰۴	۰,۹۳۷۷
خودشیفتگی مدیران	Nars	۹۰۳	۰,۰۶۳	۰,۰۹۲	۰	۰,۵۵۵۳
فرصت‌های رشد	GROWTH	۹۰۳	۱,۹۳۵۵	۰,۹۷۳۹	۰,۶۹۱۹	۸,۵۹۲
اهرم مالی	Lev	۹۰۳	۰,۵۷۷۷	۰,۲۰۶	۰,۰۶۶	۱,۳۲۲۷
اندازه شرکت	Size	۹۰۳	۱۴,۵۳۰۱	۱,۴۷۲۱	۱۱,۰۲۲۳	۲۰,۲۰۲۳
بازده دارایی‌ها	ROA	۹۰۳	۰,۱۲۱۸	۰,۱۳۹۳	-۰,۲۸۹	۰,۵۴۷۸
مالکیت نهادی	inst	۹۰۳	۰,۷۱۷۱	۰,۱۸۴۳	۰,۱۱	۰,۹۵۴۵
رتبه نقدشوندگی	liq	۹۰۳	۱۹۷,۹۳۶۱	۳۷,۴۰۹۱	۲۶,۷۸۶۳	۲۳,۴۷۴۸
درصد سهام شناور	flt	۹۰۳	۰,۲۳۴۲	۰,۱۵۱۷	۰,۰۲	۰,۷۱۸۶

جدول ۲. شاخص‌های توصیفی متغیرهای کیفی

درصد فراوانی		فراوانی متغیرها		تعداد	متغیرهای پژوهش
۱	۰	۱	۰		
۳۷ درصد	۶۳ درصد	۳۳۴	۵۶۹	۹۰۳	اطمینان بیش از حد مدیریت (oc)
۲۳/۷۰ درصد	۷۶/۳۰ درصد	۶۸۹	۲۱۴	۹۰۳	کوتاه بینی (MYO)



نهایی مدل با اجرای دستور GLS اقدام به رفع ناهمسانی واریانس شده است.
۳. نتایج آزمون والد ریج نشان دهنده این است که مدل مورد بررسی فرضیه‌های تحقیق دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشند و در نتیجه خودهمبستگی سریالی در جملات اخلال وجود دارد که این مشکل در تخمین نهایی مدل‌ها با اجرای دستور corr(psar1) رفع شده است.

فرضیه اول بیان می‌دارد: رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر حباب قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد. ضریب تعیین برابر با ۴۱ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۲۹,۷۳ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

سهام) یک متغیر کمی است و از مدل رگرسیون چند متغیره در آزمون فرضیه استفاده می‌شود، بنابراین قبل از ارائه نتایج آزمون فرضیه پژوهش، لازم است فرض کلاسیک رگرسیون به شرح زیر بررسی شود:
۱. با توجه به اینکه مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدل رگرسیون با داده‌های ترکیبی می‌باشد، برای تعیین تخمین مناسب آن بایستی ابتدا باید نوع داده‌ها (پولد یا پانل) مشخص شود. نتیجه حاصل از آزمون چاو حاکی از این است که داده‌های مربوط به این مدل از روش پانل تبعیت می‌کنند. برای مشخص شدن نوع اثرات ثابت یا اثرات تصادفی داده‌های پانلی از آزمون هاسمن استفاده شده است. نتیجه حاصل از آزمون هاسمن نشان می‌دهد، روش برآورد پارامترهای این مدل روش پانلی با اثرات ثابت است.
۲. همچنین، نتایج آزمون والد تعدیل شده این است که مدل‌های مورد بررسی فرضیه تحقیق دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشند و در نتیجه ناهمسانی واریانس وجود دارد. بنابراین در تخمین

جدول ۳، آزمون مدل اول

متغیر وابسته: حباب قیمتی سهام					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
رفتار احساسی سرمایه‌گذاران	Sent	۰,۰۰۰۷۴	۰,۰۰۰۳	۲,۴۳	۰,۰۱۵
فرصتهای رشد	GROWTH	۰,۰۰۷۳۹	۰,۰۰۵۶۵	۱,۳۱	۰,۱۹۱
اهرم مالی	Lev	۰,۰۶۸۷	۰,۰۳۶۲	۱,۹۰	۰,۰۵۸
اندازه شرکت	Size	-۰,۰۱۳۶	۰,۰۰۵۰۶	-۲,۷۰	۰,۰۰۷
بازده دارایی‌ها	ROA	۰,۱۲۴	۰,۰۵۴۱	۲,۲۹	۰,۰۲۲
مالکیت نهادی	inst	۰,۰۰۲۹	۰,۰۰۳۳	۰,۸۸	۰,۳۷۷
رتبه نقدشوندگی	liq	-۰,۰۰۰۹	۰,۰۰۰۱۴	-۰,۶۸	۰,۴۹۵
درصد سهام شناور	flt	-۰,۱۱۵	۰,۰۴۳۸۶	-۲,۶۳	۰,۰۰۹
عرض از مبدا					
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
آماره والد			۲۹,۷۳		
سطح معنی داری آماره والد			۰,۰۰۰		
ضریب تعیین			۴۱ درصد		
آماره آزمون چاو			۵,۱۶***		
آماره آزمون هاسمن			۲۲,۲۱**		
آماره والد تعدیل شده			۱۴۱۳۵,۶۴***		
آماره والد ریج			۲۰,۱۳۴***		

نتایج جدول ۳، نشان می‌دهد که متغیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران دارای سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و ضریب آن عددی مثبت است. بنابراین رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر حباب قیمتی سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارد و فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

آزمون مدل دوم

فرضیه دوم بیان می‌دارد، رفتار توده وار سرمایه‌گذاران بر حباب قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد. ضریب تعیین برابر با ۴۱ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۲۴،۱۱ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد؛ از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

نتایج جدول ۴، نشان می‌دهد که متغیر رفتار توده وار سرمایه‌گذاران دارای سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و

ضریب آن عددی مثبت است. بنابراین رفتار توده وار سرمایه‌گذاران بر حباب قیمتی سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارد و فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. متغیر اندازه شرکت و درصد سهام شناور آزاد دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشند؛ از این رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارند.

آزمون مدل سوم

فرضیه سوم بیان می‌دارد: بیش اطمینانی مدیران بر حباب قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد. ضریب تعیین برابر با ۴۳ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۴۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۴۵،۴۴ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

جدول ۴- نتیجه آزمون مدل دوم

متغیر وابسته: حباب قیمتی سهام					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
رفتار توده وار	Mass	۰،۰۲۴۲	۰،۰۱۰۲	۲،۳۷	۰،۰۱۸
فرصت‌های رشد	GROWTH	۰،۰۰۶۱	۰،۰۰۳۱	۱،۹۴	۰،۰۵۲
اهرم مالی	Lev	۰،۱۱۴۵	۰،۰۲۰۴	۵،۶۰	۰،۰۰۰
اندازه شرکت	Size	-۰،۰۰۸۸	۰،۰۰۲۶	-۳،۳۰	۰،۰۰۱
بازده دارایی‌ها	ROA	۰،۲۲۱۶	۰،۰۳۳۳	۶،۶۵	۰،۰۰۰
مالکیت نهادی	inst	-۰،۰۰۲۱	۰،۰۲۱۵	-۰،۱۰	۰،۹۲۲
رتبه نقدشوندگی	liq	-۰،۰۰۱۱	۰،۰۰۰۷	-۱،۴۹	۰،۱۳۷
درصد سهام شناور	flt	-۰،۰۷۲۳	۰،۰۳۰۷	-۲،۳۸	۰،۰۱۷
عرض از مبدا		۰،۷۸۲۱	۰،۰۴۲۸	۱۸،۲۴	۰،۰۰۰
سایر آماره‌های اطلاعات					
آماره والد			۲۴،۱۱		
سطح معنی داری آماره والد			۰،۰۰		
ضریب تعیین			۴۱ درصد		
آماره آزمون چاو			۵،۳۰***		
آماره آزمون هاسمن			۱۵،۶۳***		
آماره والد تعدیل شده			۲۲۶۵۳،۱۳***		
آماره والد ریدج			۲۲،۸۹۹***		
پذیرش الگوی داده‌های تابلویی					
پذیرش اثرات ثابت					
ناهمسانی واریانس					
خودهمبستگی سریالی					



جدول ۵- نتیجه آزمون مدل سوم

متغیر وابسته: حباب قیمتی سهام					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
بیش اطمینانی مدیران	Overcon	۰,۰۳۸۳	۰,۰۰۷۶	۵,۰۴	۰,۰۰۰
فرصتهای رشد	GROWTH	۰,۰۰۶۹	۰,۰۰۴۹	۱,۳۹	۰,۱۶۴
اهرم مالی	Lev	۰,۰۶۴۳	۰,۰۴۲۲	۱,۵۳	۰,۱۲۷
اندازه شرکت	Size	-۰,۰۱۲۳	۰,۰۰۳۸	-۳,۲۰	۰,۰۰۱
بازده دارایی‌ها	ROA	۰,۰۹۲۳	۰,۰۷۳۱	۱,۲۶	۰,۲۰۷
مالکیت نهادی	inst	۰,۰۰۲	۰,۰۰۳۹	۰,۵۳	۰,۵۹۸
رتبه نقدشوندگی	liq	-۰,۰۰۱	۰,۰۰۰۱۶	-۰,۶۳	۰,۵۳۰
درصد سهام شناور	flt	-۰,۱۲۴	۰,۰۴۹۷	-۲,۴۹	۰,۰۱۳
عرض از مبدا		۰,۸۵۰۷	۰,۰۶۵۸	۱۲,۹۲	۰,۰۰۰
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
آماره والد			۴۵,۴۴		
سطح معنی داری آماره والد			۰,۰۰۰۰		
ضریب تعیین			۴۳ درصد		
آماره آزمون چاو			۵,۶۰***		
آماره آزمون هاسمن			۲۴,۸۱***		
آماره والد تعدیل شده			۱۱۷۴۴,۰۴***		
آماره والد ریج			۱۷,۶۱۵***		
پذیرش الگوی داده‌های تابلویی			پذیرش اثرات ثابت		
ناهمسانی واریانس			خودهمبستگی سریالی		

است.

نتایج جدول ۶ نشان می‌دهد که متغیر کوتاه بینی مدیران دارای سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و ضریب آن عددی مثبت است. بنابراین فرض مقابل پذیرفته می‌شود. یعنی، کوتاه بینی مدیران بر حباب قیمتی سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارد و فرضیه چهارم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. متغیر اندازه شرکت و درصد سهام شناور آزاد دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشند؛ ازاین‌رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارند. ولی متغیر کنترلی بازده دارایی‌ها و اهرم مالی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد؛ ازاین‌رو رابطه مستقیم و معناداری با متغیر وابسته دارد.

نتیجه آزمون مدل پنجم

فرضیه پنجم بیان می‌دارد، خودشیفتگی مدیران بر حباب قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد. ضریب تعیین برابر با ۴۱ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و

نتایج جدول ۵، نشان می‌دهد که متغیر بیش اطمینانی مدیران دارای سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و ضریب آن عددی مثبت است. بنابراین بیش اطمینانی مدیران بر حباب قیمتی سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارد و فرضیه سوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. متغیر اندازه شرکت و درصد سهام شناور آزاد دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشند؛ ازاین‌رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارند.

نتیجه آزمون مدل چهارم

فرضیه چهارم بیان می‌دارد: کوتاه بینی مدیران بر حباب قیمتی سهام تأثیر معناداری دارد. ضریب تعیین برابر با ۴۱ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد؛ متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۲۳,۱۸ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد؛ ازاین‌رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار

جدول ۶- نتیجه آزمون مدل چهارم

متغیر وابسته: حباب قیمتی سهام					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
کوتاه بینی مدیران	ShortS	۰,۰۱۰۳	۰,۰۰۴۶	۲,۲۳	۰,۰۲۶
فرصت‌های رشد	GROWTH	۰,۰۰۷۲	۰,۰۰۳۱	۲,۳۰	۰,۰۲۱
اهرم مالی	Lev	۰,۰۸۷۱	۰,۰۲۰۱	۴,۳۱	۰,۰۰۰
اندازه شرکت	Size	-۰,۰۰۸۵	۰,۰۰۲۷	-۳,۰۸	۰,۰۰۲
بازده دارایی‌ها	ROA	۰,۱۷۷۵	۰,۰۳۱۶	۵,۶۰	۰,۰۰۰
مالکیت نهادی	inst	۰,۰۰۲۳	۰,۰۰۲۶	۰,۸۸	۰,۳۷۷
رتبه نقدشوندگی	liq	-۰,۰۰۰۱۱	۰,۰۰۰۰۷	-۱,۴۶	۰,۱۴۴
درصد سهام شناور	flt	-۰,۰۷۶۵	۰,۰۲۵۲	-۳,۰۳	۰,۰۰۲
عرض از مبدا					
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
آماره والد			۲۳,۱۸		
سطح معنی داری آماره والد			۰,۰۰		
ضریب تعیین			۴۱ درصد		
آماره آزمون چاو			۵,۶۰***		
آماره آزمون هاسمن			۲۴,۸۱***		
آماره والد تعدیل شده			۱۱۷۴۴,۰۴***		
آماره والد ریج			۱۷,۶۱۵***		
پذیرش الگوی داده‌های تابلویی			پذیرش اثرات ثابت		
ناهمسانی واریانس			خودهمبستگی سریالی		

جدول ۷- نتیجه آزمون مدل پنجم

متغیر وابسته: حباب قیمتی سهام					
متغیر	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره z	سطح معناداری
خودشیفتگی مدیران	Nars	۰,۰۰۱۸	۰,۰۰۰۹۱	۲,۰۰	۰,۰۴۶
فرصت‌های رشد	GROWTH	۰,۰۰۵۷	۰,۰۰۵۱	۱,۱۲	۰,۲۶۳
اهرم مالی	Lev	۰,۰۷۰۹	۰,۰۴۴۱	۱,۶۰	۰,۱۰۹
اندازه شرکت	Size	-۰,۰۰۹۳	۰,۰۰۴۰	-۲,۳۲	۰,۰۲۰
بازده دارایی‌ها	ROA	۰,۱۲۱	۰,۰۷۶۷	۱,۵۸	۰,۱۱۵
مالکیت نهادی	inst	۰,۰۰۲۹	۰,۰۰۳۵	۰,۸۴	۰,۴۰۰
رتبه نقدشوندگی	liq	-۰,۰۰۰۸	۰,۰۰۰۱۷	-۰,۴۸	۰,۶۳۰
درصد سهام شناور	flt	-۰,۱۱۹۱	۰,۰۵۱۴	-۲,۳۲	۰,۰۲۱
عرض از مبدا					
سایر آماره‌های اطلاعاتی					
آماره والد			۱۷,۵۷		
سطح معنی داری آماره والد			۰,۰۲		
ضریب تعیین			۴۱ درصد		
آماره آزمون چاو			۵,۲۶***		
آماره آزمون هاسمن			۱۸,۵**		
آماره والد تعدیل شده			۲۷۱۱۱,۱۲***		
آماره والد ریج			۲۱,۳۹۹***		
پذیرش الگوی داده‌های تابلویی			پذیرش اثرات ثابت		
ناهمسانی واریانس			خودهمبستگی سریالی		



توده وار سرمایه‌گذاران بر حباب قیمتی سهام تاثیر مستقیم و معناداری دارد. افزایش تقاضا برای دارایی‌ها، نتیجه ذهنیت مردم از بازدهی بالای اوراق در گذشته و خوش بینی آنها نسبت به دریافت بازده بالا در آینده، شایعات و پیروی کورکورانه از تعداد معدودی از مشارکت کنندگان در بازار سرمایه است. این نتایج با یافته‌های راکی و همکاران (۱۳۹۹) و شهریاری (۱۳۸۵) سازگار می‌باشد.

یافته‌های پژوهش نشان داد، بیش اطمینانی مدیران بر حباب قیمتی سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد. بیش اطمینانی موجب می‌شود، مدیران از فرصت‌های لازم برای به دست آوردن دانش بیشتر غافل شده و ریسک و خطرهای خود را کم‌ارزش و توانایی‌شان برای کنترل شرایط محیطی و درون سازمانی بیش از حد ارزیابی کنند و گزینه‌های غیرمتعارف را برگزینند. معمولاً مدیران با اعتماد به نفس کاذب، به توانایی‌های خود و ادراک اطلاعاتی بیش از حد اعتماد دارند و برای تحقق نگرش‌های خوش بینانه از رفتارهای محافظه کارانه پرهیز می‌کنند. لذا احتمال می‌رود این دسته از مدیران، شناسایی زیان را به تعویق انداخته و از ارائه اخبار بد اجتناب کنند. براین اساس، در شرکت‌هایی که مدیران بیش اطمینانی دارند، حباب قیمتی سهام آنها بیشتر است. این نتایج با یافته‌های موسوی شیری و همکاران (۱۳۹۹) سازگار می‌باشد.

همچنین یافته‌ها نشان داد، کوتاه بینی مدیران بر حباب قیمتی سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد. مدیران کوتاه‌بین به دنبال برجسته نشان دادن عملکرد شرکت در کوتاه‌مدت میزان سرمایه‌گذاری در طرح‌های تحقیق و توسعه، گسترش بازارهای محصول و افزایش دانش کارکنان را کاهش می‌دهند و با پنهان‌سازی اطلاعات، تلاش می‌کنند وضعیت مطلوب را به نمایش گذارند. شرکت‌هایی که مدیران آنها اقدامات خودخواهانه و ناشی از کوتاه بینی دارند، فعالیت‌هایی را مدنظر قرار می‌دهند که شرکت در کوتاه مدت خوب به نظر برسد، اما برای سلامت شرکت در بلندمدت سودمند نیست. تمرکز بر اهداف کوتاه مدت، نتایج موقت مطلوبی دارند و پیامدهای منفی آن در بلندمدت نمایان می‌شود. بازار سرمایه، درک صحیحی از

کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۴۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۷،۵۷ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد؛ ازاین‌رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

نتایج جدول ۷ نشان می‌دهد که خودشیفتگی مدیران دارای سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد و ضریب آن عددی مثبت است بنابراین فرض مقابل پذیرفته می‌شود. یعنی، خودشیفتگی مدیران بر حباب قیمتی سهام تاثیر مستقیم و معناداری دارد و فرضیه پنجم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. متغیر اندازه شرکت و درصد سهام شناور آزاد دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشند؛ ازاین‌رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارند.

نتیجه گیری

این پژوهش به بررسی تاثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و سوگیری رفتاری مدیران بر حباب قیمتی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. برای رفتار سوگیرانه مدیران، از بیش اطمینانی مدیران، کوتاه بینی و خودشیفتگی مدیران استفاده شد و برای سنجش رفتار احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش احساسی بازار سرمایه و برای اندازه گیری رفتار توده وارد سرمایه‌گذاران استفاده گردید.

یافته‌های پژوهش نشان داد، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر حباب قیمتی سهام تاثیر مستقیم و معناداری دارد. با افزایش رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، حباب قیمتی سهام نیز بیشتر می‌شود. سرمایه‌گذاران در برخی از مواقع تحت تاثیر احساسات و تمایلات و رفتارهای هیجانی قرار گرفته و تصمیم‌گیری می‌کنند. رفتار هیجانی آنها می‌تواند به عنوان باور بالقوه اشتباهی که سرمایه‌گذاران در مورد یک متغیر اقتصادی کل مانند قیمت سهام دارند، در نظر گرفته شود. بنابراین، رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذار بطور قابل توجهی ممکن است، نتایج بازار را تحریف و تغییر دهد و در نتیجه قیمت سهام را تحت تاثیر قرار می‌دهد. همچنین یافته‌ها نشان داد، رفتار

گزارشگری مالی شرکت‌ها، به ویژگی‌های مدیران و میزان پایبندی آن‌ها به اجرای استانداردها و اصول حسابداری توجه کنند. در این راستا بهبود سازوکارهای حاکمیت شرکتی می‌تواند تأثیرگذار باشد. به مدیران و مسئولان سازمان بورس اوراق بهادار تهران نیز پیشنهاد می‌شود با الزام به شفاف‌سازی فرایندها و روابط شرکت‌ها از یک سو و پوشش مطبوعاتی از سوی دیگر، بکوشند تا این سوبه‌های رفتاری را تا حد مطلوب کاهش دهند. پوشش مطبوعاتی بر شهرت مدیران از نگاه جامعه، تأثیر بسیاری می‌گذارد و وجهه عمومی مدیران شرکت را تشکیل می‌دهد و از این طریق هنجاری اجتماعی شکل می‌گیرد و مدیران را از تصمیم‌های نابه‌هنجار باز می‌دارد.

منابع

- * احمدی، محمدرضان، قلمبر، محمد حسین، درسه، سید صابر. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر معیارهای اعتماد بیش از حد مدیران ارشد بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۱(۴): ۹۳-۱۲۴.
- * انصاری سامانی، حبیب، نظری، فرهان. (۱۳۹۵). شناسایی و رتبه‌بندی عوامل پیش‌بینی‌کننده حباب قیمتی سهام: کاربرد رگرسیون لجستیک و شبکه مصنوعی عصبی. *فصلنامه علمی پژوهشی اقتصاد مقداری*، ۱۳(۴): ۷۵-۱۰۲.
- * بذرافشان، وجیهه، بذرافشان، آمنه، صالحی، مهدی. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیران بر کیفیت گزارشگری مالی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۵(۴): ۴۵۷-۴۷۸.
- * بشکوه، مهدی، کشاورز، فاطمه. (۱۳۹۷). بیش اطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام. *راهبرد مدیریت مالی*، ۶(۲): ۱۹۲-۲۱۷.
- * بنی مهد، بهمن، منصورزاد، مینو، وکیلی فرد، حمیدرضا، رهنمای رودپشتی، فریدون. (۱۳۹۹). نقش خودشیفتگی در تمایل به مدیریت سود. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۱۰(۴): ۱-۲۴.

پیامدهای کوتاه‌بینی در زمان وقوع ندارند و براساس عملکرد کوتاه مدت، حباب قیمتی سهام افزایش می‌یابد. همچنین براساس یافته‌های پژوهش، خودشیفتگی مدیران نیز تأثیر مثبت و معناداری بر حباب قیمتی سهام دارد. مدیرانی با خودشیفتگی بالا نیاز شدیدی به تصدیق دیگران از برتری خود دارند؛ لذا ممکن است اقدامات جسورانه راهبردی-مدیریتی و تصمیم‌های مخاطره‌آمیز در راستای بالا بردن قیمت سهام شرکت انجام دهند تا بتوانند از این طریق، پاداش بیشتری دریافت کرده و مورد تحسین قرار بگیرند. این نتایج با یافته‌های خواجهی و رحمانی (۱۳۹۹) سازگار می‌باشد.

براساس یافته‌های پژوهش حاضر، به سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه پیشنهاد می‌شود تا از آموزش‌های لازم برای فعالیت در بازار سرمایه برخوردار شده و با اتکا به اطلاعات مالی اقدام به فروش یا خرید سهام شرکت‌ها کنند. سرمایه‌گذاران دقت نمایند، رفتار جمعی به عنوان نوعی تورش رفتاری منشأ بروز و پیدایش ناهنجاری‌های متعددی از قبیل: حباب و سقوط قیمت‌ها و شکل‌گیری نوسان‌های شدید در بازار و در نهایت عدم کارایی در بازار سرمایه به حساب آید. همچنین براساس یافته‌های نتایج به دست آمده این پژوهش، مبنی بر رابطه‌ی مستقیم و معنی‌دار سوگیری رفتاری مدیران با حباب قیمتی سهام، به شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود برای حفظ ارزش شرکت و کمک به کارایی بازار سرمایه و جلوگیری از ریسک‌های کاهش آتی قیمت سهام شرکت، سازوکارهای نظارتی در هیات مدیره و کمیته حسابرسی، جهت کنترل سوگیری رفتاری مدیران اتخاذ کنند. از آنجایی‌که سوگیری‌های رفتاری مدیران منجر به استفاده آنان از فعالیت‌های خارج از اصول و مبانی حسابداری برای نمایش عملکرد مالی مطلوب در کوتاه مدت می‌شود و به دلیل عدم ثبات این عملکرد مالی مطلوب در بلندمدت، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که در هنگام تصمیم‌گیری برای خرید سهام شرکت مورد نظر حتماً به عملکرد مالی بلندمدت آن نیز توجه ویژه‌ای داشته باشند. همچنین بر اساس نتایج پژوهش، به قانون‌گذاران و صاحبان سهام شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود به منظور کاهش احتمال انحراف در

- * حسینی، سید علی، مرشدی، فاطمه. (۱۳۹۸). تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر پویایی معاملات بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۱(۴۴): ۱-۲۲.
- * خواجه‌جوی، شکراله، رحمانی، محسن. (۱۳۹۷). بررسی اثر خودشیفتگی مدیران بر خطر سقوط قیمت سهام: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۱(۳۷): ۱-۱۵.
- * دادرسی، کیوان، طلوعی اشلقی، عباس، رادفر، رضا. (۱۳۹۷). نقش مالی رفتاری در درک رفتار سرمایه‌گذاران فردی (مرور شواهد تجربی از بورس اوراق بهادار تهران). *دانش سرمایه‌گذاری*، ۷(۲۸): ۱۰۲-۸۳.
- * دلشاد، افسانه، تهرانی، رضا. (۱۳۹۸). مقاله پژوهشی: بررسی نقش ویژگی‌های مدیریت بر ریسک ریزش قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *راهبرد مدیریت مالی*، ۷(۴): ۱۰۲-۸۲.
- * راکی، مولود، مهرآرا، محسن، عباس نژاد، حسین، سوری، علی. (۱۳۹۹). مدلسازی اثر تورش رفتاری زیان‌گریزی بر پویایی‌های قیمت و بازدهی بازار سهام (کاربرد مدل سازی مبتنی بر عامل در اقتصاد رفتاری). *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۱۳(۴۵): ۱۸۰-۱۶۵.
- * رحمانیانی، نرگس، سهیلی، کیومرث، فتاحی، شهرام. (۱۳۹۸). تأثیر شوک‌های احساسی بر حباب قیمت سهام با استفاده از مدل تعادل عمومی تصادفی پویا. *دوفصلنامه علمی مطالعات و سیاست‌های اقتصادی*، ۶(۲): ۷۴-۵۹.
- * زنجیردار مجید، خجسته صدف. تأثیر رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران نهادی بر بازده سهام. فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی. ۱۳۹۵؛ ۴ (۱۵): ۱۱۵-۱۳۴
- * شمس‌الدینی، دکتر کاظم، دانشی، وحید، سیدی، فاطمه. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام. *دانش مالی و حسابرسی*، ۱۱(۴۴): ۱-۲۲.
- * و مدیریت بر بازدهی سهام. *دانش حسابداری*، ۹(۲): ۱۸۹-۱۶۳.
- * شهریاری، سارا (۱۳۸۵). بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه‌گذاران با استفاده از انحرافات بازده سهام از بازده کل بازار در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۴، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران.
- * طالع‌زاری، سمیه، عبدلی، محمدرضا. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین کوتاه بینی مدیریت با کیفیت سود و میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *حسابداری مدیریت*، ۱۰(۳۴): ۵۷-۶۸.
- * عباسی، غلامرضا، محمدی محمدی، هادی، نشاط آور، محمد امین. (۱۳۹۷). بررسی نقش حباب قیمتی در ایجاد نوسانات در بورس اوراق بهادار تهران (شرکت‌های منتخب صنایع پترو شیمی و خودرو). *اقتصاد مالی*، ۱۲(۴۳): ۱۵۲-۱۳۳.
- * فرخنده، مهسا (۱۳۹۳). بررسی وجود حباب‌های ذاتی عقلایی در بازار سرمایه ایران (بورس اوراق بهادار تهران). پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده ادبیات و علوم انسانی دانشگاه گیلان.
- * فلاح شمس، میر فیض، حمیدرضا کردلوئی و مهدی رشنو (۱۳۸۹). بررسی دستکاری قیمت‌ها در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل ماشین بردار پشتیبان، فصلنامه تحقیقات مالی؛ ۱۴(۱): ۸۴-۶۹
- * گذاری، اکبر (۱۳۸۵). "بررسی حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالیان اخیر"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم انسانی دانشگاه تربیت مدرس.
- * محمدی، شاپور؛ راعی، رضا؛ قالیباف، حسن و غلامحسین گل‌ارزی (۱۳۸۹). تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل فضای حالت، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲(۲)، ۶۰-۴۹

- actions. *Journal of financial Economics*, 109(1), 103-121
- * Ham.C, lang. M., seybert. N. and wang. S. (2017). CFO Narcissism and Financial Reporting Quality *Journal of Accounting Research* .55, 1089-1135
- * He, Z., He, L., & Wen, F. (2019). Risk Compensation and Market Returns: The role of investor sentiment in the stock market. *Emerging Markets Finance and Trade*, 55 (3), 704-718
- * Heaton, J. (2002). Managerial Optimism and Corporate Finance. *Financial Management*, 31 (2), 33-45.
- * KIM, Jeong-Bon; WEN, Zhang; and ZHANG, Liandong. CEO overconfidence and stock price crash risk. (2016). *Contemporary Accounting Research*. 33, (4), 1720-1749.
- * Liang. Q, Ling.L, Tang,J and Zeng. H.(2019). Managerial overconfidence, firm transparency, and stock price crash risk: Evidence from an emerging market. *China Finance Review International* . 1(3):271-296
- * Pan, Wei-Fong.(2019). Does Investor Sentiment Drive Stock Market Bubbles? Beware of Excessive Optimism!. *Journal of Behavioral Finance* 21(1):1-15
- * Ruwei .Z, Xiong. X, Dehua.S.(2019). Investor Sentiment and Stock Price Crash Risk: Evidence from China. *Management Reviwe*. 31(3): 50-60.
- * Sutrisno, P. (2019). CEO Overconfidence, Audit Firm Size ,Real Earnings Management and Audit Opinion. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23, 1-13 .
- * Yang, C., & Zhou, L. (2016). Individual stock crowded trades, individual stock investor sentiment and excess returns. *North American Journal of Economics and Finance*, 38, 39–53.
- * مرادی، جواد، باقری، هادی. (۱۳۹۳). بررسی مقایسه‌ای تأثیر کوتاه‌بینی مدیریت و سود بر بازده سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۱(۲): ۲۲۹-۲۵۰.
- * موسوی شیرینی، سید محمود، قدردان، احسان، صالحی آزاد، روزین. (۱۳۹۹). مقاله پژوهشی: شواهد تجربی از نقش خوش‌بینی مدیریت بر بازده سهام. *راهبرد مدیریت مالی*، ۸(۱): ۱۶۲-۱۴۳
- * Aabo, .T & Eriksen, N. B. (2018). "Corporate risk and the humpback of CEO narcissism," *Review of Behavioral Finance, Emerald Group Publishing*, 10(3). 252-273,
- * Ahmed, A. , Duellamanm S. (2013). Managerial Overconfidence and Accounting Conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51 (1) , 1-30.
- * Anjos, F. , and Kang, c. (2017). "financial expertise, and executive-firm matching. " *Journal of Corporate Finance*, 43. 464-479
- Aziz Khan, M., & Ahmad, E. (2019). Measurement of investor sentiment and Its bi-directional contemporaneous and lead-lag relationship with returns: Evidence from Pakistan. *Sustainability, MDPI, Open Access Journal*, 11 (1), 1-20. Doi: 10.3390/su11010094.
- * Barth, M. E., Konchitchki, Y., & Landsman, W. R. (2013). Cost of capital and earnings transparency. *Journal of accounting and Economics*, 55(2-3), 206-224
- * Chen .S.Z and Allison Haga .K.Y. (2021). Using E-GARCH to Analyze the Impact of Investor Sentiment on Stock Returns Near Stock Market Crashes. *ORIGINAL RESEARCH*. 12:664849. doi:10.3389/fpsyg.2021.664849
- * Graham, J. R., Harvey, C. R., & Puri, M. (2013). Managerial attitudes and corporate



Abstract

The Impact of Investor and Managers' Behavioral Bias on the Stock Price Bubble in capital market of Iran

Nazanin bashirimanesh^{1*}
Hossein shahnazi²

Abstract

In emerging capital markets, the inability of investors to analyze financial information, scarcity of information, as well as the impact of macroeconomic and political factors on financial markets, causes the investor to focus on market excitement and the behavior of other investors. The emotional and herd behaviors of investors are the source of the emergence of various anomalies such as price bubbles and the formation of sharp fluctuations in the market. Managers also have behavioral biases such as overconfidence, myopia and narcissism, which leads to a favorable image of the business and delays in presenting bad news, resulting in stock price bubbles. Accordingly, the purpose of this study is to investigate the effect of biases of investors and managers' behavior on the stock price bubble. The research sample included 129 companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period 1392 to 1398. To test the hypotheses, multivariate regression method with combined data was used. The results show that investors' behavioral distortions (emotional and herd behavior) increase the gap between the intrinsic stock price of the company and its value set by investors and lead to the formation of stock price bubbles. Managers' behavioral biases (overconfidence myopia and narcissism) also lead to the emergence of stock price bubbles.

Keywords: investor sentiment, herd behavior, overconfidence, myopia, narcissism, Stock Price Bubble

¹ Assistant Profesor, Faculty of management, economic& accounting, PNU University, Tehran, Iran. (Corresponding Author): bashirimanesh@gmail.com

² MSc. Student in Accounting, pnu universityt, Tehran, Iran. hosseinshahnazi29@gmail.com

