



نشریه علمی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار

دوره ۱۵ / شماره ۴ (پیاپی ۵۶) / زمستان ۱۴۰۱

صفحه ۳۱ تا ۴۳

ارزیابی نقش تعدیل گر نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و تغییرات بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

الهام فرخی^۱

سعید جبارزاده کنگرلونی^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۲/۲۴ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۶/۲۸

چکیده

پژوهش حاضر، نقش تعدیل گر نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و تغییرات بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داده است. در این پژوهش، متغیر مستقل، احساسات سرمایه گذاران می باشد و متغیر وابسته، نوسانات بازده سهام است. برای آزمون فرضیه های پژوهش، از روش برآورد مدل تحقیق در قالب داده های تابلویی و تحلیل براساس مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی توسط نرم افزار *Eviews* بر مبنای داده های ترکیبی استفاده شده است. نمونه شامل ۱۳۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۴-۱۳۹۹ می باشند که با روش حذفی سیستماتیک انتخاب شده اند. یافته ها نشان داد که بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نوسانات بازده سهام رابطه ی معنی داری وجود دارد. هم چنین متغیر سهامداران نهادی می تواند رابطه ی بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نوسانات بازده را تعدیل نماید.

واژگان کلیدی: بازده سهام، تورش های رفتاری، احساسات سرمایه گذاران، سهامداران نهادی، خوش بینی

^۱دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران، (نویسنده مسئول): E.Farokhi@iaurmia.ac.ir

^۲دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم انسانی، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران. S.Jabbarzadeh@iaurmia.ac.ir

مقدمه

مالی رفتاری به بررسی فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و عکس العمل آنها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی میپردازد و تاکید آن بیشتر به تاثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت های سرمایه گذاران بر تصمیم گیری سرمایه گذاران میباشد. از بنیان گذاران این حوزه از دانش مالی، روانشناس مشهور دانیل کاهنمن است (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۸۶).

دیدگاه مالی رفتاری نشان می دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش احساسی سرمایه گذار، نقش مهمی در تعیین قیمت ها بازی می کند (کیم و ها، ۲۰۱۰). در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله گران اختلال زا و آربیتراژگران منطقی قیمتها را شکل می دهد و اگر یک سهام معامله گرهای اختلال زای بیشتر و یا معامله گرهای منطقی کم تری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیر است. گرایشهای احساسی را می توان تمایلات سرمایه گذاران به "سفته بازی" تعریف نمود. از این منظر گرایش های احساسی منجر به ایجاد تقاضای نسبی برای سرمایه گذاری های سفته بازانه گردیده و این امر اثرات مقطعی در قیمت سهام را در پی خواهد داشت. اما سوالی که اینجا مطرح میشود این است که چه عواملی منجر می شود تا یک سهام در مقابل تمایلات سرمایه گذاران به سفته بازی آسیب پذیر باشد؟ شاید مهمترین علت این موضوع را بتوان به ذهنی بودن ارزشگذاری آن ها مربوط دانست (باکر و ورگلر، ۲۰۰۶). از دیدگاه مالی رفتاری عوامل گوناگون و متنوعی وجود دارد که به موجب آن عوامل، افراد اقدام به اتخاذ تصمیم های غیر بهینه می کنند. لذا سرمایه گذاران باید اهمیت این عوامل را در تصمیم گیری های خود دریافته و تعیین کنند که آیا این گونه از سوگیری ها در تصمیمات گذشته آن ها دخیل بوده است و آیا در تصمیمات آتی آن ها تأثیرگذار است؟ سپس در مرحله بعدی به دنبال فهم این غیرعقلانیات در رفتار دیگر سرمایه گذاران هستند تا بتوانند از اشتباهات انجام شده توسط آن ها در جهت انجام معاملات سودمند و

بهینه بهره ببرند (موسوی و آقا بابائی، ۱۳۹۶، نقل از زارعی و دارابی، ۱۳۹۷).

گرایش های احساسی سرمایه گذاران می تواند بر بازده سهام و نوسانات آن تاثیرگذار باشند؛ گرایش احساسی سرمایه گذار نقش مداوم بیشتری در منحرف کردن از ارزش های بنیادی و ایجاد مانع بر سر راه استفاده از فرصت توسط آربیتراژگران آگاه، در بازارهای خصوصی (به خاطر عدم نقدینگی، عدم تقارن اطلاعاتی و محدودیت در افشا قیمت) نسبت به بازارهای عمومی بازی می کند (لینگ و همکاران، ۲۰۱۰).

مبانی نظری و پیشینه ی پژوهش

گرایش های مالی رفتاری یکی از مطالعاتی است که در این زمینه به سرعت گسترش یافته است و به بررسی فرآیند تصمیم گیری سرمایه گذاران و عکس العمل آنها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی می پردازد و تاکید آن بیشتر به تاثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت های سرمایه گذاران بر تصمیم گیری سرمایه گذاری می باشد. دیدگاه مالی رفتاری نشان می دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش احساسی سرمایه گذار، نقش مهمی در تعیین قیمت ها بازی می کند. در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله گران اختلال زا و آربیتراژگران منطقی قیمت ها را شکل می دهد و اگر یک سهام معامله گرهای اختلال زای بیشتر و یا معامله گرهای منطقی کم تری داشته باشد نوسانات بازده آن چشمگیر است (ابو و اریکسن، ۲۰۱۸). مالی رفتاری، بیانگر دو فرض اساسی است: اولین فرض این است که سرمایه گذاران تحت تاثیر گرایش های احساسی خود تصمیم می گیرند. در اینجا گرایش احساسی به صورت اعتقاد به جریان های نقدی آتی و ریسک های سرمایه گذاری تعریف شده که این اعتقاد توسط حقایق در دسترس ایجاد نشده است. دومین فرض این است که آربیتراژ در برابر سرمایه گذاران احساسی پر ریسک و پر هزینه است. بنابراین سرمایه گذاران منطقی یا آربیتراژرها در برگرداندن قیمت ها به قیمت بنیادی، پرتکاپو نیستند. مالیه رفتاری مدرن اعتقاد دارد که محدودیت هایی برای

آرپیترژ وجود دارد. آلفرد و همکاران (۲۰۱۴) طی تحقیق بین سال های ۲۰۰۲ تا ۲۰۱۲ به این نتیجه دست یافتند که بین گرایشات رفتاری سرمایه گذاران و بازده سهام شرکتها رابطه معناداری وجود دارد و سرمایه گذاران مطمئن نسبت به آینده شرکت از خرید سهام بالاتری استقبال می کنند و این موضوع می تواند بر بازده سهام شرکت ها نیز تاثیر مثبت و معناداری داشته باشد(عزیز خان و احمد، ۲۰۱۹).

با این حال، شناسایی و اندازه گیری احساسات سرمایه گذاران و تأثیر آن بر بازده سهام همچنان یک حوزه مورد علاقه در اقتصادهای نوظهور است. مطالعات اخیر نشان می دهد که احساسات سرمایه گذاران عملکرد اوراق بهادار مالی را توضیح می دهد. در همین خصوص، چینی و همکاران (۲۰۲۰) تأثیر احساسات سرمایه گذاران را بر اوراق قرضه دولتی را بررسی کرده و نشان دادند؛ همچنین خان و همکاران (۲۰۱۹) از داده های روند گوگل برای استخراج احساسات سرمایه گذار و پیش بینی بازده سهام ایالات متحده استفاده کردند. علاوه بر این، سیبلی و همکاران. (۲۰۱۶) تأیید کردند که احساسات سرمایه گذار بر اساس مبانی اقتصادی بر عملکرد مقطعی سهام تأثیر می گذارد. با توجه به مطالب بیان شده می توان دریافت که گرایش های احساسی و احساسات سرمایه گذاران به عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار در بازارهای مالی به شمار می روند که می تواند بر بسیاری از متغیرهای مالی و عملیاتی شرکت ها موثر واقع گردند. بنابراین با در نظر گرفتن مطالب مطرح شده در خصوص اهمیت گرایش های احساسی، پژوهش حاضر در نظر دارد تا به بررسی رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نوسانات بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران بپردازد. بنابراین سؤال اصلی پژوهش را می توان بدین گونه مطرح نمود: آیا گرایش های احساسی سرمایه گذاران می تواند بر نوسانات بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران اثرگذار باشد یا خیر؟ و آیا نظام راهبری شرکتی می تواند بر این رابطه، نقش تعدیل گری داشته باشد؟ در ادامه به نتایج برخی از مهم ترین پژوهش های صورت گرفته در این زمینه اشاره می گردد:

الناصری و همکاران(۲۰۲۱) در مطالعه ی خود به بررسی رابطه ی بین احساسات سرمایه گذار و پراکندگی بازده سهام پرداختند. آنان دریافتند که احساسات سرمایه گذاران بر بازده های سهام موثر می باشند. به طور خاص، آنان نشان دادند که احساسات به طور همزمان با بازده سهام در چندک های بالاتر همراه است. به طور کلی، یافته های آنان به طور کلی با اکثر تئوری های رفتاری سازگار بوده و نشان داد که احساسات عمدتاً بر ارزش گذاری دارایی ها در شرایط شدید بازار تأثیر می گذارد.

محمود (۲۰۲۱) در مقاله ی خود تأثیر احساسات سرمایه گذار بر بازده، جریان های نقدی، نرخ تنزیل و عملکرد را مورد بررسی قرار داد. آنان با تجزیه و تحلیل داده های جمع آوری شده از نمونه ای از شرکت های غیرمالی فهرست شده در پاکستان برای دوره ۲۰۰۹-۲۰۱۸، رفتار سرمایه گذاران و چگونگی تأثیر آن بر بازده بازار، جریان های نقدی، نرخ های تنزیل و عملکرد شرکت را مورد بررسی قرار دادند. آنان بدین نتیجه رسیدند که احساسات سرمایه گذار تأثیر قابل توجهی بر فعالیت های بازار دارد و یافته های آنان با تئوری های مالی رفتاری موجود مطابقت دارد.

لو و همکاران (۲۰۲۱) در مطالعه ی خود به پیش بینی بحران بازار سهام از طریق شاخص های بازار و احساسات سرمایه گذاران پرداختند؛ آنان یک سیستم هشدار اولیه برای پیش بینی بحران بازار سهام از طریق شاخص های بازار و احساسات سرمایه گذار فرکانس مختلط ایجاد نمودند. سیستم هشدار اولیه پیشنهادی آنان از پنج جزء تشکیل شده است که شامل ساخت احساسات سرمایه گذار با فرکانس ترکیبی است که احساسات سرمایه گذار کلان و خرد را در نظر می گیرد، شناسایی بحران بازار سهام، تعیین افق پیش بینی با استفاده از تجزیه حالت تجربی گروهی، تعریف سیگنال هشدار اولیه و ساخت مدل پیش بینی با استفاده از شبکه عصبی مصنوعی. نتایج تجربی نشان می دهد که احساسات سرمایه گذار فرکانس مختلط می تواند توانایی هشدار اولیه را در پیش بینی بحران بازار سهام بهبود بخشد، و مدل *ANN* عملکرد بهتری نسبت به روش های دیگر از جمله ماشین بردار پشتیبان، درخت

تصمیم، جنگل تصادفی دارد. درخت تصمیم تقویت کننده و رگرسیون لجستیک .

بن آسیا (۲۰۱۸) تأثیر احساسات سرمایه گذاران داخلی و خارجی بر بازده سهام برای دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۷ مورد بررسی قرار داد. او به این نتیجه رسید که احساسات سرمایه گذاران داخلی و خارجی بر بازده سهام تأثیر معناداری دارند. همچنین به این نتیجه رسید که جانب داری از سهام داخل کشور یکی از اجزای مهم احساسات سرمایه گذار است. هنگل براک و همکاران (۲۰۰۹) دو شاخص گرایش احساسی *AAII* و *Sentix* را، به ترتیب از آمریکا و آلمان استفاده کردند. نتیجه این بود که شاخص گرایش احساسی به طور منفی در آمریکا و به طور مثبت در آلمان با بازده های آتی مرتبط است. همچنین اثر مثبت روز اعلامیه را در آلمان پیدا نمودند. برای بازار آمریکا نیز، در زیر دوره ۱۹۹۴-۱۹۷۸ اثر منفی روز انتشار گرایش احساسی تأیید شد اما در دوره های دیگر اثر روز انتشار معنی دار نمی باشد. بدین معنی که شاخص بازده نسبت به انتشار شاخص گرایش احساسی واکنش نشان می دهد. باکر و وارگلر (۲۰۰۶) چگونگی تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده مقطعی سهام را مورد مطالعه قرار دادند. براساس یافته های آن ها هنگامی که شاخص اول دوره گرایش های احساسی در سطح پایین می باشد، بازده سهام شرکت های کوچک، تازه تأسیس، پرنوسان، غیرسودده، فاقد سود تقسیمی، دچار بحران های مالی، بالا می باشد و برعکس. این موضوع بیانگر این است که چنین سهم هایی در دوران نزولی گرایش های احساسی سرمایه گذاران، به طور نسبی کمتر از واقع قیمت گذاری می شوند. باحقیقت و اسماعیل زاده مقری (۱۴۰۰) تأثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج پژوهش آنان نشان داد که رفتار احساسی سرمایه گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد. حسینی و مرشدی (۱۳۹۸) در تحقیقی با عنوان "تأثیر احساسات سرمایه گذاران بر پویایی معاملات بورس اوراق بهادار تهران" نشان دادند احساسات سرمایه گذاران تأثیر مستقیمی بر بازده سهام دارد.

همچنین براساس دیگر یافته های تحقیق مشخص شد که تولید ناخالص داخلی تأثیر مستقیم و تورم تأثیر معکوس بر ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده سهام دارند؛ اما رابطه معنی داری در خصوص تأثیر هزینه های دولت بر ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده سهام به دست نیامد.

شکرخواه و همکاران (۱۳۹۶) در تحقیقی به بررسی اینکه آیا سطح شفافیت شرکتی (اندازه گیری شده به وسیله مجموعه ای از معیارها شامل مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، اظهار نظر حسابرسی، کیفیت موسسات حسابرسی، مالکیت دولتی و معاملات با اشخاص وابسته) بر میزان خوش بینی و بدبینی سرمایه گذاران نسبت به قیمت سهام که معمولاً به علت مشکل در ارزش گذاری شرکت ها رخ می دهد تأثیر دارد یا نه؟ پرداختند. یافته های این پژوهش حاکی از تأیید فرضیات اول، دوم، چهارم و پنجم تحقیق مبنی بر بیشتر بودن اثر گرایش های احساسی سرمایه گذاران یا به عبارتی تصمیم گیری های مبتنی بر قضاوت های ذهنی در شرکتهایی با مدیریت اقلام تعهدی بیشتر، گزارش حسابرسی غیرمقبول، شرکتهای تحت کنترل دولتی و معاملات با اشخاص وابسته بیشتر به ترتیب نسبت به شرکتهایی با مدیریت اقلام تعهدی کمتر، گزارش حسابرسی مقبول، شرکتهای تحت کنترل بخش خصوصی و معاملات با اشخاص وابسته کمتر می باشد. همچنین در خصوص فرضیه سوم تحقیق که مورد تأیید قرار نگرفت یافته های پژوهش نشان داد که تفاوت میان اثر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر قیمت سهام در شرکتهای حسابرسی شده به وسیله سازمان حسابرسی نسبت به شرکتهای حسابرسی نشده توسط سایر موسسات، معنی دار نمی باشد.

فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نوسانات بازده سهام رابطه ی معنی داری وجود دارد .

فرضیه دوم: نظام راهبری شرکتی رابطه ی بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نوسانات بازده سهام را تعدیل می کند.

روش شناسی پژوهش

متغیرهای مورد مطالعه در این پژوهش عبارتند از :

۱. متغیر وابسته

نوسانات بازده سهام: در این پژوهش، نوسانات بازده سهام متغیر وابسته محسوب می گردد. این متغیر از طریق محاسبه تغییرات بازده سهام شرکت ها طی یک دوره نسبت به دوره دیگر به دست می آید.

۲. متغیرهای مستقل

گرایش احساسی سرمایه گذاران: در این مطالعه برای اندازه گیری گرایش احساسی سرمایه گذاران از شاخص گرایش احساسی بازار سرمایه (*EMSI*) استفاده شده است. گرایش احساسی سرمایه گذاران با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه است.

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

که در آن؛ *Rit*، رتبه بازده ماهانه سهام شرکت *i* در ماه *t*؛ *Riv*، 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 شرکت های پرتفوی؛ و میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت های پرتفوی است (لاپن، ۲۰۱۸).

۳. متغیر تعدیل گر

نظام راهبری شرکتی: در این پژوهش، نظام راهبری شرکتی به عنوان متغیر تعدیل گر در نظر گرفته می شود. این نظام را با استفاده از شاخص های متفاوتی می توان اندازه گیری نمود؛ در این پژوهش از سهامداران نهادی به عنوان نماگر شاخص نظام راهبری استفاده می شود. سهامداران نهادی شامل بانک ها، شرکت های بیمه، صندوق های بازنشستگی، شرکت های سرمایه گذاری و سایر مؤسسه هایی اند که حجم بالایی از اوراق بهادار را خرید و فروش می کنند. در ادبیات نظام راهبری شرکتی، سرمایه گذاران نهادی یکی از سازوکارهای خارجی مؤثر در نظارت بر شرکت شناخته می شوند. در این پژوهش برای

این پژوهش بر حسب هدف، کاربردی و بر مبنای روش، توصیفی و از نوع همبستگی است. پژوهش حاضر از نوع پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) است که بر اساس اطلاعات مندرج در صورتهای مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و گزارش هیأت مدیره به مجمع عمومی انجام گرفت. داده های مورد نیاز در بخش ادبیات پژوهش از کتب، مجلات تخصصی فارسی و لاتین، مقالات، رسانه ها و در مواردی از پژوهش های انجام شده مرتبط استخراج شد (روش کتابخانه ای)، و برای جمع آوری داده های پژوهش از بانک اطلاعاتی نرم افزارهای ره آورد نوین و پایگاه بورس اوراق بهادار استفاده شد. برای تجزیه و تحلیل نهایی، به منظور واکاوی داده ها از نرم افزارهای اکسل و ایوبوز 7 استفاده شده است. همچنین برای آزمون فرضیه های پژوهش از روش رگرسیون چندگانه استفاده گردید.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های بین ۱۳۹۴-۱۳۹۹ می باشد. این پژوهش از روش نمونه گیری حذفی سیستماتیک استفاده گردید؛ بنحویکه سر فاف شرکت های عضو جامعه آماری که دارای شرایط ذیل بوده اند، در نمونه آماری لحاظ شده اند. ۱. شرکت قبل از سال ۱۳۹۴ در بورس پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۹ در بورس فعال باشد. ۲. شرکت نباید از گروه شرکت های سرمایه گذاری، هلدینگ ها واسطه گری مالی باشد. ۳. سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفند باشد و طی بازه زمانی پژوهش تغییر سال مالی نداشته باشد. ۴. شرکت نباید وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه داشته باشد. اطلاعات مالی شرکت ها در دسترس باشد. بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۳۹ شرکت به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده آن است. که همه آن ها به عنوان نمونه انتخاب شده اند

متغیرهای پژوهش

$$Volatility RE = \beta_0 + \beta_1 Sentiment + \beta_4 Size + \beta_5 MB + \beta_6 ROA + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

رابطه (۱) برای آزمون فرضیه دوم و تحلیل تاثیر نظام راهبری شرکتی بر رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نوسانات بازده سهام از مدل رگرسیونی چند متغیره (۲) ابه شرح زیر استفاده می شود:

$$Volatility RE = \beta_0 + \beta_1 Sentiment + \beta_2 CG + \beta_3 Sentiment * CG + \beta_4 Size + \beta_5 MB + \beta_6 ROA + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

در مدل رگرسیون فوق:

$$Volatility RE = \text{نوسانات بازده سهام}$$

$$\beta = \text{عرض از مبدأ}$$

$$Sentiment = \text{احساسات سرمایه گذار}$$

$$CG = \text{متغیر سهام داران نهادی}$$

$$Size = \text{اندازه شرکت}$$

$$MB = \text{نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری}$$

$$ROA = \text{بازده دارایی ها}$$

تحلیل یافته ها

۱. آمار توصیفی

در جدول ۲ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش ارائه شده است:

محاسبه میزان سهامداران نهادی، مطابق پژوهش بادآور نهندی و همکاران (۱۳۹۶) از فرمول زیر استفاده شده است:

کل سهام منتشره شرکت / مجموع سهام در مالکیت رابطه (۳) سهامداران نهادی = میزان مالکیت نهادی

۴. متغیرهای کنترلی

- در این پژوهش متغیرهای کنترلی عبارتند از: اندازه ی شرکت: لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت تعریف شده است (فرناندو و همکاران، ۲۰۰۸).
- نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MB): از تقسیم متوسط ارزش دفتری سهام بر ارزش بازار آن ها بدست می آید.
- بازده داراییها (ROA): در این پژوهش، متغیر بازده دارایی از طریق تقسیم سود عملیاتی بر کل دارایی ها در پایان دوره بدست می آید.

مدل های پژوهش

با توجه به فرضیه های تدوین شده مدل رگرسیونی پژوهش را می توان بدین گونه تعریف نمود:

برای آزمون فرضیه اول و تحلیل رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نوسانات بازده سهام از مدل رگرسیونی چند متغیره (۱) ابه شرح زیر استفاده می شود:

جدول ۲: نتایج مربوط به آماره توصیفی پژوهش

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
تغییرات بازده سهام	59.7977	42.6200	15.078	82.5200	138.5700
گرایش احساسی سرمایه گذار	6312/0	5703/0	3.641	4265/0	8314/0
سهام داران نهادی	7502/0	6814/0	6.199	489/0	8915/0
اندازه شرکت	19099179	540034	1.08	423218	1.13
نسبت ارزش بازار به دفتری سهام	58051/0	6100/0	2365/0	0400/0	31.9800
نرخ بازده دارایی ها	15.2310	13.9100	17.7184	54.5800	70.900

منبع: یافته های پژوهشگر

همان طور که در جدول شماره ۲ نشان داده شده است میانگین متغیر نوسان بازده سهام ۵۹,۷۹۷۷ بوده است

همان طور که بر اساس جدول (۳) ملاحظه می شود بر اساس آماره چارک-برای، اتمامی متغیرهای این پژوهش از توزیع نرمالی برخوردار هستند. همچنین بر اساس جدول (۳)، برای بررسی مانایی متغیرهای پژوهش از آزمون لوین، لین و چو استفاده شد فرض های این پژوهش به صورت زیر می باشد :

همچنین میانه برای این متغیر ۴۲,۶۲۰۰ بوده است، هم چنین مشاهده می شود که میانگین متغیرهای گرایش احساسی سرمایه گذار و سهام داران نهادی به ترتیب برابر با ۰/۶۳۱۲ و ۰/۷۵۰۲ می باشند. همچنین، در بین از متغیرهای پژوهش، متغیر اندازه شرکت (۱,۰۸) و نرخ بازده دارایی ها (۱۷,۷۱۸۴) به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی (انحراف معیار) می باشند. سایر متغیرها نیز به همین صورت قابل تفسیر می باشند.

جدول ۳: نتایج آزمون چارک-برای تعیین نرمال بودن داده ها

ردیف	متغیر	مقدار آزمون چارک برا	سطح معناداری
1	نوسان بازده سهام	3.122	667/0
2	گرایش های احساسی سرمایه گذاران	2.908	418/0
3	سهام داران نهادی	1.996	338/0
6	اندازه شرکت	3.943	661/0
7	نسبت ارزش بازار به دفتری سهام	3.012	516/0
8	نرخ بازده دارایی ها	2.886	499/0

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۴: آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

متغیر	آزمون لوین، لین و چو
	Statistic Prob**
نوسان بازده سهام	006/18- 002/0
گرایش های احساسی سرمایه گذاران	654/7- 002/0
سهام داران نهادی	515/24- 003/0
اندازه شرکت	188/8- 0050/0
نسبت ارزش بازار به دفتری سهام	7.698- 0003/0
نرخ بازده دارایی ها	12.005- 002/0

منبع: یافته های پژوهشگر

(فیشر) پرداخته، سپس به بررسی خود همبستگی مدل از طریق آماره دوربین واتسون و آزمون F و هاسمن برای تعیین استفاده از داده های تلفیقی و تابلویی (اثرات ثابت و تصادفی) پرداخته و در نهایت به آزمون مدل رگرسیون و

همان طوری که نتایج جدول بالا نشان می دهد، همه متغیرهای این پژوهش حداقل در یکی از مقطع ها مانا می باشند. با توجه به فرضیات تحقیق به بررسی رابطه ی میان متغیرها پرداخته می شود. در این راستا در اجرای اولیه مدل، نخست به بررسی ناهمسانی واریانس از طریق آماره F

بررسی معنی داری کل مدل و تک تک ضرائب مدل پرداخته ایم.

با توجه به نتایج بدست آمده از جدول زیر همه تورم

واریانس متغیرها از ۵ کمتر بوده اند، نتیجه می گیریم که

مشکل هم خطی در بین متغیرهای این تحقیق وجود ندارد.

۲. بررسی مدل رگرسیونی

• آزمون هم خطی

جدول ۵: نتایج آزمون هم خطی (VIF)

ردیف	نام متغیر	VIF
1	نوسان بازده سهام	3.220
2	گرایش های احساسی سرمایه گذاران	3.012
3	سهام داران نهادی	2.873
6	اندازه شرکت	1.908
7	نسبت ارزش بازار به دفتری سهام	2.567
8	نرخ بازده دارایی ها	3.772

منبع: یافته های پژوهشگر

• بررسی ناهمسانی واریانس

ناهمسانی واریانس جملات اخلاص پذیرفته می شود. این

موضوع از نقض فرض ناشی می گردد. چنین مشکلی در

رگرسیون سبب خواهد شد که نتایج OLS دیگر کاراترین

نباشد. برای رفع مشکل مزبور از روش کمترین مجذورات

تعمیم یافته استفاده می گردد.

از آزمون بروش-پاگان به منظور آزمون واریانس ناهمسانی

در مدل های رگرسیون استفاده می شود. در این آزمون

فرضیه ها به صورت زیر تعریف می شوند:

با توجه به اینکه آماره این آزمون ها در سطح ۵ درصد

معنادار است، بنابراین فرض همسانی واریانس رد شده و

جدول ۶: نتایج آزمون ناهمسانی

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
آزمون بروش-پاگان	729/2706	5630	000/0

منبع: یافته های پژوهشگر

• بررسی خود همبستگی

با توجه به آماره به دست آمده، می توان نشان داد که در

این مدل رگرسیون، همبستگی وجود ندارد.

• آزمون F لیمر

آزمون F لیمر به جهت آزمون برابری ضرایب عرض از مبدا

مقاطع مختلف مورد برآورد قرار گرفته که نتایج این دو

آزمون در جدول شماره ۸ نشان داده شده است:

بنابراین با توجه به نتیجه آزمون از روش اثرات ثابت برای

برآورد ضرایب مدل رگرسیونی تحقیق استفاده خواهد شد.

به منظور آزمون عدم وجود خود همبستگی در مدل، از

آماره دوربین - واتسون استفاده می شود؛ نتایج این آزمون

در جدول شماره ۷ ارائه شده اند:

چنانچه آماره دوربین واتسون در بازه نزدیک به ۲ قرار بگیرد

، عدم وجود همبستگی بین باقیمانده پذیرفته می شود. این

آماره براساس یافته های جدول بالا برابر ۲,۳۲۹ می باشد.

جدول ۷: نتایج آزمون دوربین واتسون

آزمون	مقدار آزمون
آماره دوربین واتسون	329/2

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول ۸: نتایج آزمون F لیمر

شرح	مقدار آماره	درجه آزادی	احتمال
F لیمر	010/12	126), (642	000/0
Cross-section Chi-square	105/145	126	000/0

منبع: یافته های پژوهشگر

• آزمون فرضیات

خلاصه نتایج حاصل با استفاده از آزمون فرضیات در جدول زیر آمده است:

با توجه به نتایج حاصل از آزمون مدل رگرسیون اولیه شرح جدول بالا، مشاهده می شود که مقدار عددی P -Value مربوط به آماره F که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون است، برابر $0/000$ بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده R^2 برابر $0/4285$ بوده و بیانگر این مطلب است که تقریباً 42% از تغییرات متغیر وابسته با متغیرهای مستقل مدل قابل تبیین است که نشان دهنده قدرت توضیح دهندگی این رگرسیون است.

در خصوص فرضیه اول این پژوهش نتایج نشان داد ضریب متغیر "گرایش هاس احساسی سرمایه گذاران" برابر با $36,389$ و سطح معناداری ($Prob$) آن $0/002$ می باشد. با توجه به آماره t و p -Value این متغیر، نتایج نشانگر معنی داری این ضریب می باشد. علاوه بر این، سطح معنی داری متغیر تعدیل گر سهام داران نهادی برابر با $0/001$ بوده و بنابراین معنی دار است؛ این یافته ها نشان می دهد که سهام داران نهادی (شاخص راهبری شرکتی) می تواند رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نوسانات بازده سهام را تعدیل نماید. در نتیجه فرضیه های این پژوهش مورد تایید قرار می گیرد.

جدول ۹: نتایج تجزیه و تحلیل مدل رگرسیون پژوهش

متغیر مستقل	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	مقدار p	نوع رابطه
عرض از مبدأ	47.72278	18.01533	4.030482	0.003	معنادار
گرایش های احساسی سرمایه گذاران	36.389	21.17598	5.594830	0.002	معنادار
سهام داران نهادی	24.6717	23.320571	12.093940	0.001	معنادار
اندازه شرکت	44.48461	2.375039	9.78233	0.0000	معنادار
نسبت ارزش بازار به دفتری سهام	13.2987	3.2067	15.564	000/0	معنادار
نرخ بازده دارایی ها	0.018732	0.029549	0.633954	0.5264	غیرمعنادار
ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین-واتسون	آماره F	احتمال آماره F	-	-
0.4285	2.666399	19.82671	0.0000	-	-

بحث و نتیجه گیری

ارتباط بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نوسانات بازده سهام، طی دو دهه اخیر توجه زیادی را به خود جلب کرده است. اگرچه برخی از مطالعات تلاش کرده اند ساختاری نظری یا تجربی از این ارتباط ارائه دهند، هنوز اجماع کلی در این مورد حاصل نشده است. مطالعه رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نوسانات بازده سهام در بازارهای مالی در درجه اول، سبب بهبود درک افراد از رابطه متغیرهای مذکور و در درجه دوم، باعث شناخت بهتر عملکرد بازار و اثرات ویژگی های رفتاری سرمایه گذاران بر شاخص های مختلف می شود. سنجش دقیق این روابط به سرمایه گذاران کمک می کند حرکات بازار سهام را در آینده پیش بینی کنند و میزان ریسک و نقدینگی را در رابطه با توسعه و اتخاذ استراتژی های معاملاتی شان مشخص کنند.

در خصوص فرضیه اول این پژوهش نتایج نشان داد ضریب متغیر " گرایش های احساسی سرمایه گذاران " برابر با ۳۶,۳۸۹ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۲ می باشد. با توجه به آماره t و سطح معنی داری این متغیر، نتایج نشانگر معنی داری این ضریب می باشد. علاوه بر این، سطح معنی داری متغیر تعدیل گر سهام داران نهادی برابر با ۰/۰۰۱ بوده و بنابراین معنی دار است؛ این یافته ها نشان داد که سهام داران نهادی می توانند رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نوسانات بازده سهام را تعدیل نمایند. در نتیجه فرضیه اول این پژوهش مورد تایید قرار گرفت. در خصوص فرضیه دوم این پژوهش نتایج نشان داد ضریب متغیر " گرایش های احساسی سرمایه گذاران " برابر با ۳۹,۰۰۵۶ و سطح معناداری آن ۰/۰۰۰ می باشد. با توجه به آماره t و سطح معنی داری این متغیر، نتایج نشانگر معنی داری این ضریب می باشد. علاوه بر این، سطح معنی داری متغیر تعدیل گر سهام داران نهادی برابر با ۰/۰۰۰ بوده و بنابراین معنی دار است؛ این یافته ها نشان داد که سهام داران نهادی می توانند رابطه بین گرایش های احساسی سرمایه گذاران و نوسانات بازده سهام را

تعدیل نمایند. در نتیجه فرضیه دوم این پژوهش مورد تایید قرار گرفت.

یادداشت ها

Park & Sohn
Parveen et al
Frazzini & Lamont
Cagli et al
Qadan et al
Qadan & Aharon
Fisher & Statman
kim & Ha
Baker & Wurgler
Petit et al
Baker و Wurgler
Al-Nasseri
Lu
Ben Aissia

منابع

- * باحقیقت، الهام؛ اسماعیل زاده مقری، علی. (۱۴۰۰). تأثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۳(۵۱)، ۲۱-۴۰.
- * توحیدی، محمد. (۱۳۹۹). استخراج شاخص ترکیبی گرایش احساسی در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۸(۲)، ۴۹-۶۸.
- * حسینی، سید علی؛ مرشدی، فاطمه. (۱۳۹۸). تأثیر احساسات سرمایه گذاران بر پویایی معاملات بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱(۴۴)، ۱-۲۲.
- * حیدرپور، ف. و تازی وردی، ی. و محرابی، م. (۱۳۹۲). تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، ۶(۱۷)، ۱-۱۳.
- * حیدرپور، فرزانه؛ تازی وردی، یداله و مریم محرابی. (۱۳۹۲). تأثیر گرایش های احساسی سرمایه

- Pakistan. Sustainability, MDPI, Open Access Journal, 11 (1), 1-20*
- * 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*
- * Baker, M., & Wurgler, J. (2006). *Investor sentiment and the cross section of stock returns. Journal of Finance, 61 (4), 1645-1680. Doi: 10.3386/w10449.*
- * Ben Aissia, Dorsaf, (2018), "Home and Foreign Investor Sentiment and The Stock Returns", *The Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 59, Issue C, PP. 71-77.*
- * Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2004). *Investor sentiment and the near term stock market. Journal of Empirical Finance, 11 (1), 1-27. <https://doi.org/10.1016/j.jempfin.2002.12.001>.*
- * C.M. Kuhn, B. Knutson *The influence of effect on beliefs, preferences, and financial decisions Journal of Financial and Quantitative Analysis, 46 (3) (2011), pp. 605-626,*
- * D. Huang, F. Jiang, J. Tu, G. Zhou *Investor sentiment aligned: A powerful predictor of stock returns Review of Financial Studies, 28 (3) (2015), pp. 791-837*
- * E.C. Cagli, Z. Can Ergün, M.B. Durukan *the causal linkages between investor sentiment and excess returns on Borsa Istanbul Borsa Istanbul Review (2020), 10.1016/j.bir.2020.02.001*
- * H. Park, W. Sohn. *Behavioral finance: A survey of the literature and recent development Seoul Journal of Business, 19 (1) (2013), pp. 3-42, 10.35152/snusjb.2013.19.1.001*
- * Heejin, Y., Doojin, R., & Doowon, R. (2017). *Investor sentiment, asset returns and firm characteristics: Evidence from the Korean Stock Market. Investment Analysts Journal, 46 (2), 132-147.*
- * Hengelbrock, Jordis, Theissen, Erik & Westheide, Christian, (2009), "Market گذاران بر بازده سهام ، فصلنامه دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، دوره ۶، شماره ۱، صص ۱۳-۱
- * زارعی، ع.، و دارابی، ر. (۱۳۹۷). تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، ۱۰(۳۷)، ۱۳۱-۱۵۷.
- * شکرخواه، جواد؛ بولو، قاسم و حضرتی، عاصم. (۱۳۹۶). اثر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر قیمت سهام با توجه به سطح شفافیت شرکتی. پژوهش های تجربی حسابداری، ۷(۴)، ۱-۳۱.
- * موسوی، سید مرتضی؛ فریدون آقا بابائی و محمدابراهیم، (۱۳۹۶)، "تأثیر اطمینان بیش از حد بر رفتار سرمایه گذاران: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۳۴، صص ۸۱-۶۱.
- * نیکو، هانیه، ابراهیمی، سید کاظم، جلالی، فاطمه. (۱۳۹۹). مقاله پژوهشی: گرایش احساسی سرمایه گذار، نوسان پذیری غیرسیستماتیک و قیمت گذاری نادرست سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، 8(1), 65-85.
- * Frazzini, O.A. *Lamont Dumb money (2008): Mutual fund flows and the cross-section of stock returns Journal of Financial Economics, 88 (2), 299-322, 10.1016/j.jfineco.2007.07.001*
- * Al-Nasseri, A., Menla Ali, F., Tucker, A. (2021). *Investor sentiment and the dispersion of stock returns: Evidence based on the social network of investors, International Review of Financial Analysis, Vol. 78, November 2021, 101910*
- * Aziz Khan, M., & Ahmad, E. (2019). *Measurement of investor sentiment and its bi-directional contemporaneous and lead-lag relationship with returns: Evidence from*

- * M. Qadan, D.Y. Aharon. *Can investor sentiment predict the size premium? International Review of Financial Analysis*, 63 (2019), 10.1016/j.irfa.2019.02.005
- * M. Schmeling *Investor sentiment and stock returns: Some international evidence Journal of Empirical Finance*, 16 (3) (2009), pp. 394-408,
- * Muhammad,A.(2021). *The impact of investor sentiment on returns, cash flows, discount rates, and performance, Borsa Istanbul Review*, Available online 17 June 2021.
- * O. Çepni, I.E. Guney, R. Gupta, M.E. Wohar *The role of an aligned investor sentiment index in predicting bond risk premia of the U.S Journal of Financial Markets* (2020).
- * R.A. Mickelson, D.P. Liston *Capitalist schools: Explanation and ethics in radical studies of schooling Contemporary Sociology*, 19 (3) (1990), p. 465,
- * Rupande, et al. (2019). *Investor sentiment and stock return volatility: Evidence from the Johannesburg stock exchange. Financial Economics*, 7(1), 1-16.doi.org/10.1080/23322039.2019.1600233
- * S. Parveen, Z.W. Satti, Q.A. Subhan, S. Jamil *Exploring market overreaction, investors' sentiments and investment decisions in emerging stock market Borsa Istanbul Review*, 20 (3) (2020), pp. 224-235, 10.1016/j.bir.2020.02.002
- * S.E. Sibley, Y. Wang, Y. Xing, X. Zhang *The information content of the sentiment index Journal of Banking & Finance*, 62 (October) (2016), pp. 164-179,
- * Zhu, B. Niu. F. (2019), "Investor Sentiment, Accounting Information and Stock Price: Evidence from China".
- Response to Investor Sentiment", Available at www.ssrn.com*
- * Huang, D, Jiang, F, Tu, J, & Zhou, G, (2015). *Investor sentiment and the near-term stock market, Review of Financial Study*, 28(3), 791-837
- * J.J.G. Petit, V.E. Lafuente, R.A. Vieites *How information technologies shape investor sentiment: A web-based investor sentiment index Borsa Istanbul Review*, 19 (2) (2019), pp. 95-105,
- * Jones, Anne Leah & Bandopadhyaya, Arindam, (2005)" *Measuring Investor Sentiment in Equity Markets*"Financial Services Forum Publications, Working Paper 1007, paper 6.
- * K.L. Fisher, M. Statman *Returns*, 56 (2) (2013), pp. 16-23.
- * Ling, D. C., Naranjo, A., & Scheick, B. (2010). *Investor sentiment and asset pricing in public and Pprivate markets, 46th annual Areuea Conference paper. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1717110>.*
- * Ling, D. Naranjo, A. Scheik B, (2010), "Investor Sentiment and Asset Pricing in Public and Private Markets", Available at www.ssrn.com.
- * Lu,S., Liu,C., Chen.(2021). *Predicting stock market crisis via market indicators and mixed frequency investor sentiments, Expert Systems with Applications, Vol.186, 30 December 2021, 115844.*
- * M. Baker, J. Wurgler *Investor sentiment and the cross-section of stock returns The Journal of Finance*, LXI (4) (2006), pp. 1645-1680,
- * M. Qadan, D. Kliger, N. Chen. *Idiosyncratic volatility, the VIX and stock returns The North American Journal of Economics and Finance*, 47 (June) (2019), pp. 431-441, 10.1016/j.najef.2018.06.003

Journal of Financial Knowledge of Securities Analysis

Vol. 15 / No. 56, Winter 2022

Assessing the moderating role of corporate governance system on the relationship between investors' emotional tendencies and changes in stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange

Elham Farokhi¹

Saeid Jabbarzadeh Kangarlouei²

Abstract

Some studies have shown that investors' emotions can influence their financial and investment decisions, as well as stock returns; On the other hand, stock risk can also affect this relationship; Therefore, the present study has examined the moderating role of corporate governance system on the relationship between investors' emotional tendencies and changes in stock returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange.

In this study, the independent variable is investors' feelings and the dependent variable is stock return fluctuations. To test the research hypotheses, the research model estimation method in the form of panel data and analysis based on the model of fixed effects and random effects by Eviews software based on composite data has been used. The sample includes 139 companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period 1394-1399, which have been selected by a systematic elimination method. Findings showed that there is a significant relationship between investors' emotional tendencies and fluctuations in stock returns. Also showed that the variable of institutional shareholders can moderate the relationship between investors' emotional tendencies and fluctuations in returns.

Keywords: *stock returns, behavioral biases, investor sentiment, institutional shareholders, optimism, pessimism.*

¹Ph.D. Student, Department of Accounting, Faculty of Humanities, Urmia Branch, Islamic Azad University, Urmia, Iran. (Corresponding Author): E.Farokhi@iaurmia.ac.ir

² Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Humanities, Urmia Branch, Islamic Azad University, Urmia, Iran. S.Jabbarzadeh@iaurmia.ac.ir