

بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و محرک‌های بازار سهام

ام البنین دادار^{۱*}، ملیحه روشن دوست^۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۷/۲۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۳/۲۲

چکیده

هدف این تحقیق بررسی ارتباط بین محرک‌های بازار سهام و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بوده است. قلمرو مکانی این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ بوده است. تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات همبستگی محسوب می‌گردد. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای استفاده شد. در بخش داده‌های پژوهش از طریق جمع‌آوری داده‌های شرکت‌های نمونه با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار انجام پذیرفت. بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۰۷ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردید. به منظور تحلیل داده‌ها ابتدا پیش‌آزمون‌های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جاکبرا و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تایید و رد فرضیه‌های تحقیق (نرم‌افزار ایویوز) استفاده گردیده است. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان داد، بین بازده سهام، فعالیت‌های عرضه اولیه، حجم معاملات سهام، سرمایه‌گذاران نهادی و عوامل اقتصادی و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

کلمات کلیدی: فعالیت‌های عرضه اولیه، حجم معاملات سهام، سرمایه‌گذاران نهادی، عوامل اقتصادی، گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران.

۱. استادیار گروه مالی و حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

۲. گروه مدیریت مالی، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

* پست الکترونیکی نویسنده مسئول: ndadar@yahoo.com

مقدمه

مالی رفتاری به معرفی گرایش احساسی سرمایه گذاران در فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌پردازد. دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار هیچ دلیل بنیادی نداشته و گرایش احساسی سرمایه‌گذار نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کند (کیم و ها، ۲۰۱۰). تحقیقات زیادی به بررسی نقش گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام پرداختند در حالی که تئوری‌های سنتی به گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران به عنوان عامل تاثیرگذار بر بازده سهام توجه نمی‌کنند. شفرین و استیت من^۲ نشان دادند که گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران یکی از عوامل تاثیرگذار بر قیمت سهام است و نیز گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر سودآوری، قیمت سهام و سیاست تقسیم سود تاثیرگذار است بگونه‌ای که تغییر در گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران منجر به تغییر در سود می‌شود (چانگ^۳، ۲۰۱۵).

تحقیقات موجود نشان داده‌اند که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بطور سیستماتیک بر بازار سهام تاثیرگذار است. چن^۴ چارچوبی را مبنی بر تفسیر اثرات گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران ارائه داد. وی دریافت که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران می‌تواند بر مربوط بودن اطلاعات حسابداری تاثیرگذار باشد. قابل درک است که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران می‌تواند بر نرخ رشد پیش‌بینی شده سود تاثیرگذار باشد. زیرا سرمایه‌گذاران معمولاً نگرشی خوش‌بینانه نسبت به آینده دارند و تحلیلگران سهام تمایل به رای بالاتر نسبت به سهام با ارزش بیشتر دارند (کارنل و همکاران^۵، ۲۰۱۴). بعلاوه؛ گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران می‌تواند بر نرخ بازده مورد انتظار تاثیرگذار باشد. با توجه به تئوری قیمت‌گذاری، نرخ بازده مورد انتظار برابر با کمیت ایجاد ریسک و ارزش ریسک می‌باشد. در حالی که سرمایه‌گذاران خوش‌بین ممکن است موقعیت ایجاد ریسک را کمتر از حد برآورد کنند ولی لازم بدانند پاداش ریسک‌پذیری خود را طی دوره گرایش

احساسی در سطح بالا دریافت کنند. زیرا گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران ممکن است هم بر رشد سود مورد انتظار و هم بر نرخ بازده مورد انتظار تاثیرگذار باشد.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

مبانی نظری

گرایش احساسی سرمایه‌گذاران را می‌توان به نگرش و تمایل سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاری در سهام تعریف کرد. نگرش سرمایه‌گذار نسبت به سرمایه‌گذاری تحت تاثیر شایعات، شهود، رفتار توده‌ای در میان سرمایه‌گذاران و پوشش رسانه‌ای سهام قرار دارد. گرایش احساسی سرمایه‌گذاران غالباً از باورهای ذهنی نگه داشته شده یا اطلاعات غیر مرتبط با ارزش سهام سرچشمه می‌گیرد و می‌تواند باعث ایجاد واکنش‌های افراطی یا واکنش‌های کم به اخبار خوب یا بد، انتظارات متعصبانه مانند تمایل به سفته‌بازی و خوش‌بینی یا بدبینی سرمایه‌گذاران به ارزش واقعی سهام شود. (براون و کلیف، ۲۰۰۵). احساسات فردی و ساختاریافته سرمایه‌گذاران می‌تواند تاثیر با اهمیتی بر بازار و قیمت سهام داشته باشد (لیستون، ۲۰۱۶). گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به سفته‌بازی می‌تواند منجر به ایجاد تقاضای نسبی برای سرمایه‌گذاری‌های سفته‌بازانه شده و این امر اثرات مقطعی در قیمت سهام را در پی خواهد داشت (بیکر و وارگر، ۲۰۰۶). نتایج پژوهش‌های مالی رفتاری مدرن نشان می‌دهد که احساسات فردی و ساختاریافته سرمایه‌گذاران تاثیر با اهمیتی بر بازار و قیمت سهام دارد. روزانه تعداد زیادی اخبار خوب و بد اقتصادی و سیاسی در بازار سرمایه به اطلاع سرمایه‌گذاران می‌رسد که منجر به برانگیختگی احساس سرمایه‌گذاران و به تبع آن منجر به تغییر قیمت سهام و بازدهی می‌شود (لیستون، ۲۰۱۶). تحقیقات نشان می‌دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار هیچ دلیل بنیادین نداشته و احساسات سرمایه‌گذاران نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کند. تاثیر رفتار احساسی بر روی قضاوت

1. Kim & Ha
2. Shefrin & Stitman
3. Chang

4. Chen
5. Karnel et al

پیشینه تحقیق

ایزدی و همکاران (۱۴۰۱) در تحقیقی با عنوان ارتباط بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و کارایی سرمایه‌گذاری بر اساس روش تامین مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران نشان دادند که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با سرمایه‌گذاری بیش از حد ارتباط مثبت دارد و با سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت‌ها ارتباط منفی دارد. همچنین تامین مالی از طریق اعتبار با سرمایه‌گذاری بیش از حد ارتباط مثبت دارد و با سرمایه‌گذاری کمتر از حد شرکت‌ها ارتباط منفی دارد. نهایتاً گرایش احساسی سرمایه‌گذاری از طریق تامین اعتبار تأثیری بر کم یا بیش سرمایه‌گذاری ندارد.

تقوی و همکاران (۱۴۰۱) در تحقیقی با عنوان، پیش بینی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از نسبت‌های مالی با تکیه بر روش تجزیه و تحلیل مولفه‌های اساسی بیان کردند، یکی از موضوعات اثبات شده در علم روانشناسی، تأثیرگذاری احساسات افراد بر فرآیند تصمیم‌گیری و قضاوت آنان در خصوص رویدادهای آتی است. به گونه‌ای که هرگاه افراد دارای احساسات مثبت باشند دست به انتخاب‌های خوش‌بینانه و هنگامی که دارای احساسات منفی باشند اقدام به انتخاب‌های بدبینانه می‌نمایند. لذا گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بیانگر حاشیه میزان خوش‌بینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهم می‌باشد. هدف از انجام این پژوهش بکارگیری نسبت‌های مالی جهت پیش بینی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران است. برای پاسخ به سوالات پژوهش از داده‌های مربوط به ۹۷ نسبت مالی متعلق به ۱۷۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۷ استفاده شده است. به منظور استخراج نسبت‌های مالی تأثیرگذار از روش الگوریتم تحلیل مؤلفه همسایگی بهره گرفته شده که در نهایت منجر به انتخاب ۷ نسبت گشته است. برای سنجش گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از ۴ شاخص قدرت نسبی، خط روان‌شناسانه، حجم معاملات و نرخ تعدیل گردش سهام بهره گرفته شده که نتایج حاکی از آن بوده است که نسبت‌های درصد تغییرات

سرمایه‌گذاران از رشد عایدات آتی به طور شهودی استنباط می‌شود. وقتی که احساسات خیلی بالا باشد سرمایه‌گذاران معمولاً خوشبین‌تر می‌شوند و تحلیلگران سهام به طور فعال‌تر تمایل به صدور علایم خرید دارد که از این رو حدس زده می‌شود که احساسات بالاتر باعث افزایش رشد عادات مورد نظر انتظار سرمایه‌گذاران شود. همچنین احساسات می‌تواند بر نرخ بازده مورد انتظار از طریق تأثیرات آن بر ریسک مورد انتظار تأثیر بگذارد. (ژو و نیو، ۲۰۱۶).

شواهد حکایت از آن دارد که سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های کمی استفاده نمی‌کنند. قضاوت‌ها مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی در بورس است. متغیرهای احساسی که بر اساس محدودیت‌های شناختی شکل می‌گیرند، شرایط روانی فعالان بازار بورس را مورد بررسی قرار می‌دهند. مالی رفتاری یکی از مطالعاتی است که در این زمینه به سرعت گسترش یافته است و به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عکس‌العمل آنها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تأکید آن بیشتر به تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری می‌باشد. از بنیان‌گذاران این حوزه از دانش دانشمند مشهور دانیل کاهنمن است. (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۸۶)

مالی رفتاری، بیانگر دو فرض اساسی است: اولین فرض این است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرند. در اینجا گرایش احساسی به صورت اعتقاد به جریان‌های نقدی آتی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری تعریف شده که این اعتقاد توسط حقایق در دسترس ایجاد نشده است. دومین فرض این است که آریتراز در برابر سرمایه‌گذاران احساسی پر ریسک و پر هزینه است. بنابراین سرمایه‌گذاران منطقی یا آریترازگرها در برگرداندن قیمت‌ها به قیمت بنیادی، پرتکاپو نیستند. مالیه رفتاری مدرن اعتقاد دارد که محدودیت‌هایی برای آریترازگران وجود دارد. (حیدرپور، فرزانه، ۱۳۹۲)

بسیاری از مطالعات تجربی گزارش شده است. در این مطالعه ابتدا با اندازه‌گیری ISI (احساسات سرمایه‌گذاران) برای سرمایه‌گذاران خرده فروش، بررسی اینکه کدام یک از محرک‌های بازار سهام بر چنین احساسی تأثیر می‌گذارد، انجام شده است. یافته‌ها نشان داد، به طور کلی، فعالیت‌های IPO، مسائل و قطعیت اطلاعات، حجم معاملات و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران نهادی، تأثیر مثبت بر سرمایه‌گذاران خرده فروش دارند.

فو و همکاران، ۲۰۲۱ در تحقیقی با عنوان، بررسی احساسات خاص سرمایه‌گذار و سقوط قیمت سهام بیان کردند، به بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذار خاص شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام است. برای دستیابی به این هدف، ابتدا شاخص تمایل به سرمایه‌گذاری ویژه شرکت را توسعه دادند. بر اساس شاخص احساسات، نتایج نشان دادند که بین احساسات سرمایه‌گذار خاص بنگاه و ریسک سقوط قیمت سهام رابطه مثبت معنی داری وجود دارد. این یافته پس از یک سری از بررسی‌های قوی از جمله اقدامات مختلف خطر تصادف، پیروز شدن برخی متغیرها و گنجانیدن برخی از متغیرهای حذف شده برخوردار است. تحلیل‌های بیشتر نشان می‌دهد که رابطه مثبت برای بنگاه‌های دارای نقدینگی بدتر برجسته‌تر است.

وانگ و سوزوکی^۲ (۲۰۲۰) به بررسی تأثیر توسعه مالی بر رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام پرداختند. نتایج تحقیق نشان داد بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام رابطه معنادار وجود دارد. توسعه مالی بر رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام تأثیر گذار است.

فرضیه‌های تحقیق

بین بازده سهام و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد. بین فعالیت‌های عرضه اولیه و گرایش‌های احساسی

فروش، سود خالص به دارایی و نسبت تغییرات موجودی به تغییرات فروش تأثیر مثبت و معناداری بر احساسات سرمایه‌گذاران دارد.

محمدزاده و همکاران (۱۴۰۰) در تحقیقی به بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت پرداختند. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که بعد از اعمال محدودیت‌های مربوط به انتخاب نمونه، ۱۴۶ شرکت عضو به عنوان نمونه آماری و به صورت حذف سیستماتیک انتخاب شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با رویکرد داده‌های تابلویی و رگرسیون چند متغیره نشان داد، بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت رابطه وجود دارد.

نیکو و همکاران (۱۳۹۹) در تحقیقی به بررسی تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذار و نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک بر قیمت‌گذاری نادرست سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. برای تجزیه و تحلیل آن‌ها و آزمون فرضیه‌ها، الگوی رگرسیون خطی چندگانه مورد استفاده قرار گرفته است. شواهد و نتایج تجربی پژوهش حاکی از آن است که هر دو متغیر گرایش احساسی سرمایه‌گذار و نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک دارای اثر مثبت و معنادار بر روی قیمت‌گذاری نادرست سهام هستند. به این معنی که با افزایش گرایش احساسی سرمایه‌گذار و نوسان‌پذیری غیر سیستماتیک، قیمت‌گذاری نادرست سهام نیز افزایش می‌یابد و بالعکس. همچنین نقش تعدیل‌گر گرایش احساسی سرمایه‌گذار بر ارتباط بین نوسانات غیرسیستماتیک و قیمت‌گذاری نادرست سهام نیز دارای اثر مثبت و معنادار است.

رنجان داسکوپتا^۱ (۲۰۲۲) در تحقیقی با عنوان تأثیر محرک‌های بازار سهام بر احساسات سرمایه‌گذاران خرده فروش، بیان کرد، عوامل تعیین‌کننده میزان احساسات سرمایه‌گذاران بر اساس پروکسی‌های ثانویه بازار سهام در

سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

بین حجم معاملات سهام و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

بین سرمایه‌گذاران نهادی و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

بین عوامل اقتصادی و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

روش تحقیق

پژوهش حاضر از نظر هدف علمی-کاربردی است. در این نوع تحقیق علمی تلاش کاوشگرانه‌ای به‌طور نظام‌یافته با هدف کشف مجهولی به منظور گسترش قلمرو معرفتی بشر صورت می‌گیرد که در پژوهش حاضر این مهم در راستای شناخت ارتباط بین محرک‌های بازار سهام و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران صورت می‌گیرد که به‌منظور تعیین روابط علی و معلولی میان متغیرهای مستقل و وابسته انجام می‌شود. این تحقیق از نظر ماهیت، نوع و امکانات اجرایی نیز در دسته پژوهش‌های توصیفی - علی قرار می‌گیرد. اجرای تحقیق توصیفی می‌تواند صرفاً برای شناخت بیشتر شرایط موجود یا یاری کردن به فرآیند تصمیم‌گیری باشد.

در این پژوهش برای ساختن فرضیه و گردآوری اطلاعات در مورد ادبیات موضوع و پیشینه پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده می‌شود که شامل بررسی پایان‌نامه‌ها و تحقیقات موجود و مرتبط با موضوع مطالعه، مقالات و کتب لاتین و فارسی مرتبط و همچنین استفاده از اینترنت می‌باشد. در این پژوهش اطلاعات مورد نیاز به روش‌های زیر جمع‌آوری می‌شوند:

روش کتابخانه‌ای: از این روش برای جمع‌آوری اطلاعات در زمینه ادبیات و پیشینه پژوهش با مطالعه کتب و مقالات و جستجو در سایت‌های اینترنتی، اطلاعات مورد نیاز جمع‌آوری و استفاده می‌شود.

روش اسنادی: جهت انجام پژوهش و جمع‌آوری اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از این روش استفاده می‌شود. جمع‌آوری اطلاعات از نرم افزار "ره‌آورد نوین" سایت کودال، اطلاعات شرکت‌های حسابرسی و سایت اینترنتی "مدیریت پژوهش"، توسعه و مطالعات سازمان بورس اوراق بهادار "گردآوری می‌شود. جامعه آماری این تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

برای انجام این تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های بین ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۱ به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شدند و نمونه آماری از میان این شرکت‌ها استخراج گردید. نمونه شامل شرکت‌هایی است که همه شرایط زیر را داشته باشند:

جدول ۱. روند غربالگری جامعه آماری

ردیف	شرح محدودیت	تعداد
۱	تعداد کل شرکت‌ها قبل از اعمال محدودیت	۵۲۰
۲	تا قبل از سال ۱۳۹۳ در بورس پذیرفته شده نبودند.	(۹۲)
۳	پایان سال مالی آنها آخر اسفند ماه هر سال نبود.	(۶۰)
۴	شرکت‌هایی که طی دوره مورد بررسی سال مالی خود را تغییر داده بودند.	(۸۱)
۵	جز بانک، بیمه و شرکت‌های سرمایه‌گذاری و غیره نباشند.	(۴۲)
۶	اطلاعات متغیرهای مورد بررسی در کلیه سال‌های مورد آزمون موجود نبود.	(۸۲)
۷	شرکت‌هایی که در طول دوره مورد نظر، سهام آن‌ها به‌طور فعال در بورس معامله نشده است	(۵۶)
	جمع کل شرکت‌های باقیمانده	۱۰۷

منبع: ره‌آورد نوین

مدل رگرسیون تحقیق

$$ISI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 I\&SR_{i,t} + \beta_2 IPO\&IC_{i,t} + \beta_3 TV\&M_{i,t} + \beta_4 IIIA_{i,t} + \beta_5 MS_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Gwth_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 CFO_{i,t}$$

بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۰۷ شرکت از ۵۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان نمونه تحقیق انتخاب گردید.

جدول شماره ۲: متغیرهای پژوهش

توضیح	نماد	متغیر	جایگاه متغیر
باور سرمایه گذاران از جریان‌های نقدی مورد انتظار	ISI	گرایش های احساسی سرمایه گذاران	وابسته
بازده شرکت که برابر میانگین بازده هفتگی شرکت در طول سال است	R	بازده سهام	توضیحی
تعداد معاملات خرید و فروش که در یک بازه زمانی مشخص	IPO&IC	فعالیت‌های عرضه اولیه	توضیحی
درصد سهام تحت تملک سهامداران نهادی که بالاترین درصد، از سهام عادی شرکت را در اختیار دارند.	TV&M	حجم معاملات سهام	توضیحی
شاخص قیمت تمام سهم ملی یا سهام گسترده. میانگین ارقام ماهانه.	IIIA	سرمایه گذاران نهادی	توضیحی
نسبت مجموع ارزش بازار سهام و ارزش دفتری بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت	MS	عوامل اقتصادی	توضیحی
نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام	Q	نسبت کیوتوبین	وابسته
تفاوت بین جریان نقد ورودی و خروجی شرکت	ROE	بازده حقوق صاحبان سهام	توضیحی
لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌ها	CFO _{i,t}	جریان نقد عملیاتی شرکت	کنترلی
نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت	Size	اندازه شرکت	کنترلی
-	Lev	اهرم مالی	کنترلی
-	Year	اثرات سال	کنترلی
-	Industry	اثرات صنعت	کنترلی
نرخ افزایش یا تغییر در ارزش در طی یک دوره زمانی خاص	Gwth _{i,t}	نسبت رشد شرکت	کنترلی
نسبت سود عملیاتی شرکت به دارایی کل شرکت	ROA _{i,t}	بازده دارایی شرکت	کنترلی

هستند و یا مشکلات مرتبط با سهام‌های آربیتراژ داشته باشند. میان و دیگران (۲۰۱۲) نشان دادند تمایلات سرمایه‌گذاران بر میزان واکنش به اخبار سود موثر است. گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از طریق معیار زیر محاسبه می‌شود.

ISI: بیانگر باقیمانده‌های مدل زیر محاسبه می‌شود:

$$Q\text{-Tobin}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 ROE_{i,t} + \beta_2 LEV_{i,t} + \beta_3 SalesGrowth_{i,t} + \beta_4 YEAR_{i,t} + \beta_5 INDUSTRY_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران خاص شرکت: ISI

گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران یعنی باور سرمایه‌گذاران از جریان‌های نقدی مورد انتظار و یا نرخ بهره است، که با اصول تجزیه و تحلیل بنیادی متضاد است و به دو دسته تمایلات خوش‌بینانه و بدبینانه تقسیم می‌شود. علاوه‌براین، محققین دریافته‌اند که تمایلات سرمایه‌گذار می‌تواند اثر بسیار بالایی بر سهام‌هایی داشته باشد که دارای ارزش‌گذاری ذهنی

تجزیه و تحلیل داده‌ها

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

در این بخش تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی مثل میانگین، میانه، نما (مد) و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار، چولگی و کشیدگی انجام گرفته است.

نام متغیر	گرایش احساسی	فعالیت‌های عرضه اولیه	عوامل اقتصادی	بازده سهام	حجم معاملات سهام	سرمایه گذاران نهادی	رشد	بازده دارایی	جریان نقد	اندازه شرکت
میانگین	۰.۶۶۳۴۷۸	۰.۰۴۳۲۳	۴.۷۸۷۷۶۸	۰.۶۱۴۴۵۴	۰.۵۹۷۲۸۹	۰.۲۰۶۸۴۱	۳.۶۵۹۸۳۴	-۰.۱۰۳۲۵۳	-۰.۱۱۳۵۷۳	۲۷.۵۷۱۱۰۷
میانه	۰.۶۰۰۰۰۰	۰.۰۳۹۰۰	۴.۷۴۴۹۳۲	۰.۶۰۹۴۳۸	۰.۶۰۳۳۸۵	-۰.۱۶۱۱۳۷	۲.۸۰۴۴۵۹	-۰.۰۸۲۹۹۹	-۰.۰۹۱۰۷۲۳	۲۷.۵۳۶۳۵
حداکثر	۱.۰۰۰۰۰۰	۱.۰۰۰۰۰۰	۵.۸۱۳۳۲۲	۱.۹۴۵۹۱۰	۱.۵۶۷۲۹۱	۴.۶۵۱۳۹۷	۹۵.۳۳۳۳۳	-۰.۶۳۱۳۴۳	۰.۶۴۲۴۳۲	۳۲.۴۲۱۶۶
حداقل	۰.۰۰۰۰۰۰	۰.۰۰۰۰۰۰	۳.۴۶۵۷۳۶	۰.۶۰۹۴۳۸	-۰.۹۰۱۶۴	-۰.۷۳۹۶۱۳	-۱۱۳.۲۸۲۱	-۰.۴۰۰۲۱۶	-۰.۴۶۰۰۸۸	۲۲.۸۲۲۵۱
انحراف معیار	۰.۱۱۰۷۰۲۵	۰.۱۹۴۰۱۰	۰.۵۶۷۴۴۶	۰.۰۴۰۷۹۹	۰.۱۹۶۶۰۴	۰.۴۰۵۱۵۲	۸.۴۵۹۴۹۶	-۰.۱۳۲۷۶۷	۰.۱۲۳۶۶۸	۱.۴۱۱۶۲۳
چولگی	-۰.۲۶۴۳۳۰	-۰.۳۷۱۰۷۶	-۰.۱۹۱۰۷۴۳	۸.۰۰۶۱۵۲	-۰.۳۳۴۲۱۹	۳.۵۸۳۱۰۷۴	-۱.۳۴۲۴۰۱	-۰.۶۳۷۴۴۳	-۰.۵۲۹۹۱۸	-۰.۲۹۸۵۲۲
کشیدگی	۲.۷۵۷۳۷۶	۲.۱۹۳۹۹۱	۱.۷۱۵۵۶۵	۶۵.۰۹۸۴۷	۴.۰۳۶۴۳۲	۳۱.۴۰۵۲۸	۸۶.۶۶۸۳۴	۴.۵۵۰۸۶۴	۵.۲۲۰۷۵۷	۳.۷۶۱۹۴۲

منبع: یافته‌های تحقیق

در جدول فوق برخی از مفاهیم آمار توصیفی متغیرها شامل میانگین، میانه، حداقل، حداکثر مشاهده‌ها به عنوان شاخص‌های مرکزی و انحراف معیار به عنوان شاخص پراکندگی و ضریب کشیدگی، ضریب چولگی به عنوان شاخص‌های توزیعی ارائه شده است. اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که بیانگر نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است.

نرمال بودن متغیرهای تحقیق

جهت بررسی یکی از فروض رگرسیون، بهتر است نرمال بودن توزیع متغیرها به ویژه متغیر وابسته آزمون و بررسی شود. برای این منظور، از آزمون جارک-برا استفاده شده و نتایج آن

در جدول ۴ ارائه شده است. این آزمون با توجه به شاخص‌های تقارن چولگی و کشیدگی، مطابقت با توزیع نرمال را مورد سنجش قرار می‌دهد. طبق نتایج ارائه شده، از آنجا که معناداری آماره جارک-برا برای (متغیر وابسته) بیشتر از سطح خطای ۵ درصد است، در نتیجه این متغیر توزیع نرمال دارد؛ اما معناداری آماره جارک-برا سایر متغیرها (متغیرهای مستقل و کنترلی) کمتر از سطح خطای ۵ درصد است، در نتیجه این متغیرها دارای توزیع نرمال نیستند که البته این موضوع به دلیل تعداد زیاد مشاهده‌های مورد بررسی طبق قضیه حد مرکزی، مشکلی ایجاد نمی‌کند.

جدول ۴. بررسی نرمال بودن متغیرهای تحقیق

متغیرها	جارک-برا	معناداری
گرایش احساسی خاص سرمایه گذار	۰.۸۵۶۴۸	۰.۶۵۱۶۵
بازده سهام	۵۶۸.۰۵۷	۰.۰۰۰۰۰
فعالیت‌های عرضه اولیه	۱۱.۶۸۵۱	۰.۰۰۰۲۹۰
حجم معاملات سهام	۱۳۷.۹۴۴	۰.۰۰۰۰۰
سرمایه گذاران نهادی	۳۱.۴۲۹۱	۰.۰۰۰۰۰

معناداری	چار-کو-برا	متغیرها
.....	۴۳.۳۹۰۳	عوامل اقتصادی
.....	۲۳۵.۰۴۷	اندازه شرکت
.....	۱۳۵.۱۹۰	رشد
.....	۲۰۳.۰۹۵	بازده دارایی
.....۲	۲۱.۹۸۱۱	جریان نقد

مانایی متغیرهای تحقیق

استفاده از داده‌های نامانا می‌تواند سبب ایجاد رگرسیون‌های کاذب شود. از این‌رو، برای جلوگیری از رگرسیون کاذب باید شرط مانایی متغیرها برقرار باشد.

جدول ۵. مانایی متغیرهای تحقیق

معناداری	آماره t	متغیرها
.....	-۱۱.۰۴۸	گرایش احساسی خاص سرمایه گذار
.....	-۵.۵۱۸۴	بازده سهام
.....	-۶.۷۶۶۷	فعالیت‌های عرضه اولیه
.....	-۳۱.۳۴۱	حجم معاملات سهام
.....	-۱۲.۵۵۸	سرمایه گذاران نهادی
.....	-۳۱.۳۲۴	عوامل اقتصادی
.....	-۳۱.۳۲۵	اندازه شرکت
.....	-۶.۰۴۵۰	رشد
.....	-۴.۲۸۰۱	بازده دارایی
.....	-۱۰.۱۸۱	جریان نقد

منبع: یافته‌های تحقیق

مدل رگرسیون چند متغیره جهت آزمون فرضیه‌ها به قرار زیر است:

$$ISI_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 R_{i,t} + \beta_2 IPO\&IC_{i,t} + \beta_3 TV\&M_{i,t} + \beta_4 IIA_{i,t} + \beta_5 MS_{i,t} + \beta_6 Size_{i,t} + \beta_7 Gwth_{i,t} + \beta_8 ROA_{i,t} + \beta_9 CFO_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

ابتدا جهت اجرای مناسب برآورد مدل، نتایج آزمون‌های تشخیصی مدل شامل چاو، هاسمن و بروش-پاگان-گادفری در جدول ۶ ارائه شده‌اند.

با توجه به جدول فوق چون سطح معناداری همه متغیرها از ۰.۰۵ کمتر است؛ فرضیه صفر مبنی بر نامانایی برای همه متغیرها رد می‌شود و تمامی متغیرهای مورد مطالعه در سطح مانا هستند.

آزمون مدل‌های رگرسیون تحقیق بررسی مدل فرضیه اول تحقیق

جدول ۶- نتایج آزمون‌های تشخیص الگوی مدل اول تحقیق

آزمون	آماره	مقدار	معناداری	نتیجه
چاو	اف لیمر (F)	۲.۲۶۹۵۱۵	۰.۰۳۵۱	روش داده‌های ترکیبی
هاسمن	کای دو (χ ²)	۲۲.۱۵۵۸	۰.۰۱۴۳	روش اثرات ثابت
بروش-پاگان-گادفری	اف (F)	۲۷.۱۳۸۹	۰.۰۰۰۰	روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج برآورد مدل اول تحقیق طبق الگوی داده‌های ترکیبی با اثرات ثابت و روش حداقل مربعات تعمیم یافته در جدول ۶ ارائه شده است. طبق آماره فیشر (F) و معناداری آن که کمتر از خطای ۵ درصد است، روابط خطی معناداری بین متغیرها وجود دارد. طبق آماره دوربین-واتسون (D.W) که میزان آن در محدوده مناسب بین ۱/۵ تا ۲/۵ است، باقیمانده‌ها مستقل از

هم هستند و مشکل خودهمبستگی ندارند. طبق عامل تورم واریانس متغیرها که کمتر از عدد ۵ هستند، مشکل هم‌خطی بین متغیرهای توضیحی وجود ندارد. طبق ضریب تعیین تعدیل شده (Adj.R2) متغیرهای توضیحی مدل توانایی تعیین حدود ۵۸ درصد تغییرات متغیر وابسته را دارند.

متغیرهای توضیحی	ضرایب (β)	خطای استاندارد (Std.Error)	آماره تی (t)	معناداری (prob)
C	۰.۱۳۴۳۶۷	۰.۰۶۰۵۸۹	۲.۲۱۷۷۰۳	۰.۰۲۶۷
بازده سهام	۰.۰۸۹۶۳۲	۰.۰۲۵۴۱۰	۳.۵۲۷۴۰۰	۰.۰۰۰۴
فعالیت‌های عرضه اولیه	۰.۰۵۸۹۵۳	۰.۰۱۵۴۴۵	۳.۸۱۶۸۵۳	۰.۰۰۰۱
حجم معاملات سهام	۰.۰۱۵۷۲۲	۰.۰۰۴۲۱۶	۳.۷۲۹۲۹۵	۰.۰۰۰۲
سرمایه‌گذاران نهادی	۰.۱۳۵۴۰۰	۰.۰۵۸۸۱۹	-۲.۳۰۱۹۸۴	۰.۰۲۱۶
عوامل اقتصادی	۰.۱۷۱۹۷۷	۰.۰۱۲۸۶۲	۱۳.۳۷۱۲۴	۰.۰۰۰۰
اندازه شرکت	۰.۰۳۲۴۱۶	۰.۰۱۳۲۷۳	۲.۴۴۲۳۰۱	۰.۰۱۴۸
رشد	۰.۰۷۴۹۲۹	۰.۲۵۵۹۲۱	-۴.۲۰۱۸۳۹	۰.۰۰۰۰
بازده دارایی	۰.۹۱۸۶۶۵	۰.۰۱۸۳۵۸	۵۰.۰۴۰۹۱	۰.۰۰۰۰
جریان نقد	۰.۲۸۸۷۵۲	۰.۰۸۵۳۷۹	۳.۳۸۱۹۹۸	۰.۰۰۰۰۸
ضریب تعیین تعدیل شده (Adj. R2)		۰.۵۸۳۲۵۹	آماره فیشر (F)	۳۶.۴۴۶۶۷
آماره دوربین-واتسون (D.W)		۱.۹۰۵۳۹۵	معناداری آماره فیشر (F)	۰.۰۰۰۰۰۰

منبع: یافته‌های تحقیق

آزمون فرضیه اول

بین بازده سهام و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد. ضریب برآوردی متغیر بازده سهام بر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام برابر با ۰.۰۸۹

می‌باشد که نشان می‌دهد بین متغیر بازده سهام و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد، یعنی با افزایش بازده سهام، گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام افزایش می‌یابد. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر

آزمون فرضیه سوم

بین حجم معاملات سهام و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر حجم معاملات سهام بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام برابر با $0/015$ می‌باشد. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای 5% درصد کوچک‌تر است، می‌توان با اطمینان 95% درصد بیان کرد بین حجم معاملات سهام و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

هنگامی که احساسات سرمایه‌گذاران یا اعتماد به نفس بیش از حد شود، این امر منجر به پیش‌بینی غلط یا برداشت اشتباه از اطلاعات بازار و معامله بیش از حد فرد می‌گردد. فرد تمایل به ارزیابی بیش‌ازحد باورها، آگاهی و دانش خود دارد. این تمایلات باعث می‌شود که در بازار فعال‌تر شود و سهام بیشتری را خرید و فروش نماید زیرا معتقد است که بازار باز جای پیشرفت دارد که از پیامدهای مستقیم آن، افزایش هزینه‌های معاملاتی است.

آزمون فرضیه چهارم

بین سرمایه‌گذاران نهادی و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر سرمایه‌گذاران نهادی بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام برابر با $0/135$ می‌باشد. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای 5% درصد کوچکتر است، می‌توان با اطمینان 95% درصد بیان کرد بین سرمایه‌گذاران نهادی و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

در شرکت‌های با میزان سرمایه‌گذاران نهادی بیشتر، چون این سهامداران نسبت به سایر سهامداران از بحث نظارتی بالاتری برخوردار هستند، این موضوع می‌تواند جنبه‌هایی

مستقل تحقیق از سطح خطای 5% درصد کوچک‌تر است، می‌توان با اطمینان 95% درصد بیان کرد بین بازده سهام و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

سرمایه‌گذاران تحت تاثیر تمایلات خود تصمیم می‌گیرند و آریبتر از گران منطقی، به علت ریسک بالا در برگرداندن قیمت‌ها به سطح بنیادی، پرتکافو نبوده و قیمت‌گذاری نادرست اصلاح نخواهد شد. از این جهت گرایش احساسی، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها و تبیین بازده ایفا می‌کند. سرمایه‌گذاران خوش‌بین می‌پذیرند که افزایش در بازده می‌تواند افزایش‌های بعدی در بازده را به دنبال داشته باشد و در مقابل سرمایه‌گذار بدبین می‌پذیرد که کاهش در بازده می‌تواند کاهش‌های بعدی در بازده را ایجاد نماید.

آزمون فرضیه دوم

بین فعالیت‌های عرضه اولیه و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

ضریب برآوردی متغیر بین فعالیت‌های عرضه اولیه و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام برابر با $0/058$ می‌باشد که نشان می‌دهد بین این دو متغیر رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد، یعنی با افزایش فعالیت‌های عرضه اولیه، گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام افزایش می‌یابد و بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای 5% درصد کوچک‌تر است، می‌توان با اطمینان 95% درصد بیان کرد بین فعالیت‌های عرضه اولیه و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

در عرضه اولیه به دلیل قیمت‌گذاری کمتر از حد سهام و انتظار کسب بازدهی بالا در کوتاه مدت، سرمایه‌گذاران احساسی و خوش‌بین تمایل به سرمایه‌گذاری بیشتر در این عرضه اولیه‌ها دارند.

رفتارهای مختلف سرمایه‌گذاران به نوعی می‌تواند عملکرد بازار و کارایی آن را تحت تاثیر قرار داده و در نتیجه تاثیر بسزایی بر بازده سهام داشته باشد. گرایشات سرمایه‌گذاران یک عامل مهم در بازده بازار سهام است اما اثر آن با توجه به بازار و سطح تغییر تمایلات سرمایه‌گذاران متفاوت است. گرایش احساسی سرمایه‌گذار را می‌توان به عنوان ارزش‌گذاری نادرست داری یا بخشی از انتظارات سرمایه‌گذاران درخصوص بازده که از طریق تحلیل‌های بنیادی توجیه نمی‌شود، تعریف نمود. از دیدگاه روانشناسان، رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران به صورت مجزا صورت نمی‌گیرد بلکه آن تحت تاثیر احساسات و حالت روانی در زمان انجام معامله قرار می‌گیرد. در حالت مثبت، سرمایه‌گذاران خوشبین می‌شوند و حجم معاملاتی را افزایش می‌دهند. در حالت منفی، حجم معاملات سرمایه‌گذاران کمتر از سطح نرمال می‌شود و نیز هنگامی که گرایشات سرمایه‌گذاران یا اعتماد به نفس آن‌ها، بیش از حد آستانه شود، این امر منجر به پیش‌بینی غلط یا برداشت اشتباه از اطلاعات بازار، معامله بیش از حد، نگهداری سبب سهام با تنوع کم و عدم جایگزینی سهام، شده و تأثیر منفی بر بازدهی سهام خواهد داشت. سرمایه‌گذاران بیش اعتماد در نتیجه این باور که آنها اطلاعات ویژه‌ای در اختیار دارند که دیگران ندارند، دقت اطلاعات خود و به تبع آن سودها و جریان‌های نقدی آتی سرمایه‌گذاری خود را بیش از حد تخمین زده و چشم‌انداز مثبت‌تری از ریسک و بازده آینده سرمایه‌گذاری خود دارند. در چنین شرایطی، فرد تمایل به ارزیابی بیش از حد باورها، آگاهی و دانش خود دارد. این تمایلات باعث می‌شود که در بازار فعال‌تر شود و سهام بیشتری را خرید و فروش نماید زیرا معتقد است که بازار باز جای پیشرفت دارد و از پیامدهای مستقیم آن، افزایش هزینه‌های معاملاتی است که بر منافع وی و بر بازده سهام اثر منفی و معکوس خواهد داشت.

از جمله عواملی که می‌تواند بر نوسان‌پذیری قیمت سهام در شرکت‌ها تاثیرگذار باشد میزان تغییرات در میزان خرید و فروش سهام شرکت‌ها می‌باشد که خود می‌تواند ناشی از گرایشات رفتاری سرمایه‌گذاران باشد و زمانی که افراد و

همچون سودآوری، و بازده سهام را افزایش دهد و بر نوسان‌پذیری قیمت سهام در شرکت‌ها تاثیرگذار باشد که میزان تغییرات در میزان خرید و فروش سهام شرکت‌ها خود می‌تواند از گرایشات رفتاری سرمایه‌گذاران نشأت بگیرد.

آزمون فرضیه پنجم

بین عوامل اقتصادی و گرایشات احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد. ضریب برآوردی متغیر عوامل اقتصادی بر گرایشات احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام برابر با ۰/۱۷ می‌باشد که نشان می‌دهد بین این دو متغیر رابطه مثبت و مستقیم وجود دارد، یعنی با افزایش عوامل اقتصادی، گرایشات احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام افزایش می‌یابد. بدلیل اینکه سطح معناداری آماره t متغیر مستقل تحقیق از سطح خطای ۵ درصد کوچک‌تر است، می‌توان با اطمینان ۹۵ درصد بیان کرد بین عوامل اقتصادی و گرایشات احساسی سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بازار سهام رابطه معناداری وجود دارد.

رخدادهای مهم اقتصادی می‌تواند بر اوضاع عمومی بازار سهام، اثراتی مثبت یا منفی بگذارد. در صورت ناپایدار بودن شرایط اقتصادی کشور افراد اعتماد کافی برای سرمایه‌گذاری در بازار بورس را ندارد و بالعکس ثبات شرایط اقتصادی کشور سبب جذب سرمایه‌گذار می‌گردد. در شرایط رکود، رشد اقتصادی متوقف شده و از قدرت خرید مردم هم به همان اندازه کاسته می‌شود. در این صورت فروش شرکت‌ها پایین می‌آید و در نتیجه از سود سهام هم کاسته می‌شود. زمانی که سود واقعی شرکت‌ها از مقدار موردانتظار کمتر باشد، قیمت سهام هم کاهش می‌یابد و در نتیجه تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام کاهش می‌یابد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

عامل اصلی بروز ناهنجاری‌های مشاهده شده در بازار سرمایه، مسائل رفتاری و روانی سرمایه‌گذاران است. به عبارتی،

منابع

- بنی مهد، بهمن؛ یعقوب نژاد، احمد و وحیدی کیا، الهام. ۱۳۹۴. توان رقابتی محصول و هزینه حقوق صاحبان سهام. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی. دوره ۷. شماره ۲۶. صص ۱۰۷-۱۱۸.
- دادرس مقدم، امیر و غلامحسین پیروش، ۱۳۹۸. اثرات توسعه بازارهای مالی بر روند سرمایه گذاری و رشد بخش صنعت، اولین کنفرانس بین المللی توسعه نظام تامین مالی در ایران، تهران، مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف.
- رضایی، فرزین؛ قادری، حسین و محمدی، تقی. ۱۳۹۸. بررسی اثر برخی نسبتهای مالی و عمر شرکت بر هزینه سرمایه شرکت ها در صنایع مختلف. نشریه پژوهشگر. دوره ۷. صص ۱۴-۲۹.
- صمدی، سعید؛ نصرالهی، خدیجه و کرملیان سیچاهی، مرتضی. ۱۳۹۶. بررسی رابطه توسعه بازارهای مالی و رشد اقتصادی در ایران. پژوهش های اقتصادی. شماره ۳.
- عساری عباس، ناصری علیرضا، آقایی خواندابی مجید، ۱۳۹۷. توسعه مالی و رشد اقتصادی: مقایسه کشور های نفتی عضو اوپک و غیر نفتی در حال توسعه، با استفاده از روش گشتاور های تعمیم یافته، تحقیقات اقتصادی، صص ۱۴۱-۱۶۱.
- کمیجانی، اکبر، ۱۳۹۵. بررسی اثر سرکوب مالی بر رشد اقتصادی در ایران. پژوهش های اقتصادی، صص ۱۷-۴۸.
- کمیجانی، نادعلی، ۱۳۹۶. بررسی رابطه علی تعمیق مالی و رشد اقتصادی در ایران، پژوهشنامه بازرگانی، شماره ۴۴ صص ۲۳.
- Agenor, Pierre-Richard, (2018). Macroeconomic Adjustment and the Poor: Analytical Issue and Cross-Country Evidence, The World Banks.
- Amonoo, E., P. Kojo Acquah and E. Ekow Asmah, (2003). The Impact of Interest Rates on Demand for Credit and Loan Repayment by the Poor and SMEs in Ghana, IFLIP3 Research Paper 03-10.
- Ashbaugh_Skaif, H, Collins, D, & Lafond, R. (2006). Corporate governance and cost of گروه های ذینفع نسبت به آینده شرکت از عدم اطمینان کافی برخوردار باشند، می تواند افزایش یابد. همچنین بدلیل وجود رابطه معناداری بین حجم معاملات سهام و گرایش های سرمایه گذاران، سرمایه گذار در بازار می بایست در شرکت های اقدام به سرمایه گذاری نمایند که به عواملی از قبیل توزیع به موقع سود، شفافیت اطلاعات منتشر شده و کاهش اهرم مالی توجه داشته باشند؛ زیرا این عوامل موجب اعتماد بیشتر سرمایه گذاران به عملکرد مالی شرکت و بالتبع افزایش عملکرد سرمایه گذاری در بازار سهام شده و بنا به وجود رابطه معناداری بین سرمایه گذاران نهادی و گرایش های سرمایه گذاران به سرمایه گذاری در بازار سهام، پیشنهاد می شود بسترهای لازم برای فعالیت بیشتر مالکان نهادی را در بورس فراهم نمایند. به سرمایه گذاران نیز توصیه می شود به شرکت هایی که مالکیت نهادی بالایی دارند؛ طبق تحقیقات قبلی بیشتر می توان اعتماد کرد و اقدام به سرمایه گذاری نمود؛ زیرا این شرکت ها با در اختیار داشتن منابع مالی و مدیران آگاه به بازار سرمایه؛ بهتر می توانند بر روی فعالیت مدیران شرکت نظارت داشته باشند و نیز سرمایه گذاران باید با در نظر گرفتن امتیاز شرکت ها در افشای اطلاعات، بر روی شرکت هایی سرمایه گذاری کنند که امتیاز دریافتی آن شرکت از طرف سازمان بورس بالاتر بوده زیرا این شرکت ها شفافیت بالاتری در اطلاعات منتشر شده داشته اند و اطلاعات قابل اتکا و به موقع منتشر شده است.
- در پژوهش های آتی، پژوهشگران می توانند به پژوهش هایی در زمینه بررسی هیجانات رفتاری سرمایه گذاران و تغییرات نرخ ارز بر ریسک سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران با تأکید بر رکود چرخه های تجاری و بررسی عوامل مؤثر بر گرایش های رفتاری سهامداران بورس تهران با استفاده از الگوریتم ژنتیک و شبکه های عصبی مصنوعی بپردازند. در این موضوع ها می توان عواملی از قبیل تورم، ریسک، خوش بینی، عوامل سیاسی و... را نیز مورد بحث و بررسی قرار داد و با استفاده از شبکه عصبی مصنوعی برآورد دقیق تری انجام داد.

- Dollar, David and Aart Kraay, (2018). Growth is Good for the Poor?. *Journal of Economic Growth*, pp. 239-276.
- Haslag, J.H and J.Koo, (2018). "Financial Repression, Financial Development and Economic growth", Federal Reserve Bank of Dallas.
- Holden, Paul and Vassili Prokopenko, (2017). Financial Development and Poverty Alleviation Issues and Policy Implications for Developing and Transition Countries. IMF Working Paper, WP/01/160, Washington, DC: International Monetary Fund.
- Jalilian, Hossein and Colin Kirkpatrick, (2018). Financial Development and Poverty Reduction in Developing Countries. *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 7, pp. 97-108.
- Klasen, Stephan, (2017). In Search of the Holy Grail: How to Achieve Pro-Poor Growth? Mimeo, University of Munich.
- Liston, D. (2016). "Sin stock returns and investor sentiment". *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 63-70.
- McKinnon, Ronald I. and Huw Pill, (2017). Credible Economic Liberalizations and Overborrowing. *Papers and Proceedings, American Economic Review*, Vol. 87, pp.189-9.
- Zhu, B., & Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38 (3): 125-134.
- equity capital. Working paper. University of Wisconsin at Madison.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 61 (4): 1645-1680.
- B. Ang, James, 2008. "FINANCE AND INEQUALITY: THE CASE OF INDIA" The Australian National University.
- Behrman, Jere R. 2019. "Schooling Inequality, Crises, and Financial Liberalization in Latin America" center Global Development, Working Paper Number 165.
- Brown, G., & Cliff, M. (2005). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11 (1): 1-27.
- Chigumira, Gibson and Nicolas Masiyandima, (2003). Did Financial Sector Reform Result in Increased Savings and Lending for the SMEs and the Poor? IFLIP Research Paper 03-7.
- Clarke, George, 2003. "Finance and Income Inequality". The World Bank Development Research Group Investment Climate.
- Clarke, G. 2006. "Finance and Income Inequality: What Do the Data Tell Us?" *Southern Economic Journal* 72, 578-596.
- Cull, R, Xu, L, & Zhu, T. (2019). Formal finance and trade credit during China's transition. *Journal of finance*, vol 18, pp 173-192.
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. 2018. Finance and Opportunity: Financial System and Intergenerational Persistence of Relative Income. Brown University mimeo.

Investigate the relationship between stock market motives and investors sentiment

Ommolbanin Dadar¹, Maliheh Roshandost²

1st Assistant Professor, Department of Financial Management & Accounting, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

2nd Master of financial management, South Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran.

Abstract

The purpose of this study was to investigate the relationship between stock market motives and investor sentiment. The scope of this research is listed companies in Tehran stock exchange and the time domain between 2016 to 2022. The present study is one of the applied research and it is also in correlation research category. In this research, library method was used to collect data and information. In the data section of the study, through gathering data of sample companies with reference to financial statements, explanatory notes and the monthly stock exchange was performed. Based on the systematic elimination method, 107 companies were selected as the statistical sample. In order to analyze the data, first, the variance of variance, F-limer, Hausman test and Jarque–Bera test and then multivariate regression test were used to confirm and reject the research hypotheses. The results of hypothesis test showed that there is a significant relationship between stock return and stock return, initial release rate, stock trading volume, institutional investors and economic factors and investor sentiment to investment in stock market.

Keywords: Initial supply chain, Stock trading volume, Institutional investors, Economic factors, Investors sentiment