

تأثیر حباب قیمتی و تمایلات زیان‌گریزی سهامداران بر ارزش غیربنیادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

مصطفی محمد علی پورکناری^۱، محراب رئیسیان^۲، فهیمه شمس^۳

۱- کارشناس ارشد امور مالیاتی، کارشناس ارشد مدیریت دولتی

۲- پژوهشگر حسابداری، مدیرعامل گروه تخصصی دهکده شکوه، کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه علوم و تحقیقات تهران

۳- پژوهشگر حسابداری، کارشناس ارشد رشته حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک

چکیده

هدف اصلی تحقیق تأثیر حباب قیمتی و تمایلات زیان‌گریزی سهامداران بر ارزش غیر بنیادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. تحقیق حاضر از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، نوعی تحقیق کاربردی محسوب می‌شود. پژوهش حاضر بر مبنای طبقه بندی تحقیقات بر اساس روش و ماهیت، تحقیقی همبستگی محسوب می‌گردد. انجام تحقیق در چارچوب استدلال قیاسی-استقرایی است. در این تحقیق بر آورد و تخمین‌های آماری مدل‌ها و تأثیر چندگانه کلیه متغیرها با استفاده از نرم افزارهای Eviews5 و SPSS صورت می‌گیرد و روش تخمین مدل‌ها، ترکیب داده‌های مقطعی-سری زمانی (پانل دیتا) می‌باشد و برای تأثیر چندگانه کلیه متغیرها بر ارزش غیربنیادی از رگرسیون چندگانه استفاده شد تا تأثیر متغیرهای مستقل بر روی وابسته را به طور هم‌زمان نشان دهد. در این راستا با یک مدل اقتصادسنجی با استفاده از داده‌های مقطعی-سری زمانی (پانل) تأثیر حباب قیمتی، تمایلات زیان‌گریزی و رفتار عناصر بازار سهام بورس را بر ارزش غیر بنیادی مانند قیمت بازار، ارزش بنیادی رادار ۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره ۳ ساله ۱۳۹۳-۱۳۹۱ مورد بررسی قرار گیرد و تأثیر سه متغیر حباب قیمتی، تمایلات زیان‌گریزی و رفتار عناصر بازار سهام بورس بر ارزش غیر بنیادی مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاکی از آن است که میزان تأثیر هر سه متغیر توضیحی با ارزش غیر بنیادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی دار و مثبتی دارد و در میان متغیرهای توضیحی حباب قیمتی تأثیر قابل ملاحظه‌ای را داشته است.

کلمات کلیدی: حباب قیمتی، ارزش غیربنیادی، قیمت بازار، تمایلات زیان‌گریزی، بورس، سهام

مقدمه

تصمیم سرمایه‌گذاری یکی از تصمیمات اساسی از حوزه کسب و کار است که در زمان‌های مختلف بسیار متغیر بوده است. سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به لحاظ نظری به عوامل مختلفی مرتبط است، اما اهمیت نسبی هر یک از این عوامل کمتر شناخته شده است. به عنوان مثال، در سطح کل، مطالعات تجربی شواهد مختلفی و ضد و نقیضی بر نقشی که سود شرکت‌ها، نرخ تنزیل و احساسات در تحریک سرمایه‌گذاری دارد، نشان داده‌اند. در ادبیات مربوط به این حوزه رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری و بازده پس از آن نشان داده شده است که منجر به این مسأله شده که آیا نتایج در معرض ریسک و یا واکنش ترکیبی از کاهش بازدهی سرمایه‌گذاری و قیمت‌گذاری نامناسب سهام قرار خواهد گرفت یا خیر؟ در این تحقیق بر اساس تحقیق انجام شده توسط کوتاری^۱ و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی چگونگی ارتباط سرمایه‌گذاری با تغییرات گذشته و آینده در انواع متغیرهای مالی، از جمله حباب قیمتی و تمایلات زیان‌گریزی پرداخته خواهد شد و بر این استدلال خواهد بود که الگوی کلی نتایج-قبل، هم‌زمان و پس از سرمایه

^۱ Kothari

گذاری در مورد تصمیمات سرمایه گذاری بسیار مفید خواهد بود. همانطور که تئوری های مختلفی پیش بینی کرده اند که سود و بازده سهام باید منجر به سرمایه گذاری شود، اما رفتار سود و بازده سهام متعاقب سرمایه گذاری بستگی به این دارد که آیا تغییر در نرخ تنزیل، سود دهی و یا عوامل رفتاری مهم هستند یا خیر؟ ارتباط بین سرمایه گذاری و نوسانات بازار نیز جالب توجه است چرا که افزایش نوسانات رشد سرمایه گذاری زیر متوسط را برای یک دوره کوتاه مدت پیش بینی می کند اما این اثرات کوچک هستند و در زمان کنترل برای سود و بازده سهام بطور واقعی مثبت می شوند. علاوه بر این سرمایه گذاری ارتباط منفی با رشد سود آتی و بازده بازار دارد. ارتباط با سود آینده آنقدر قوی است که تقریباً به طور کامل رشد سود را معکوس می کند و منجر به سرمایه گذاری می گردد، یعنی رشد سود قبل از سرمایه گذاری تا حد زیادی زودگذر است. ارتباط بین سرمایه گذاری و بازده سهام نیز قابل توجه است، به خصوص اگر رشد سرمایه گذاری توسط سود های قبلی توضیح داده نشده باشد لذا رشد سرمایه گذاری، بر خلاف مدل های سنتی سرمایه گذاری شرکت ها و شواهد کمی از قابلیت پیش بینی بلند مدت در بازدهی بعد واکنش بازار به اخبار سرمایه گذاری، با اخبار بد همزمان است.

مروری بر ادبیات و پیشینه تحقیق

نجی (۲۰۱۵) در تحقیقی با عنوان شوک نقدینگی و حباب سهام به این موضوع پرداخته است. این تحقیق در به بررسی اثرات نقدینگی بازار (سهولت داد و ستد سهام) و سرمایه گذاری نقدینگی (سهولت اعضای بازار برای سرمایه گذاری) بر حباب بازار سهام می پردازد. در این نشان داده شده است که بازار و شوک نقدینگی احتمال ایجاد حباب در بازار سهام را امکان پذیر می سازند و نقدینگی بازار بر حباب در بازار سهام تاثیر مثبت دارد و شوک نقدینگی اخطارهای هشدار دهنده برای ایجاد قریب الوقوع حباب در بازار سهام را نشان می دهد. کوتاری و همکاران (۲۰۱۵) در این تحقیق به بررسی چگونگی ارتباط سرمایه گذاری با تغییرات گذشته و آینده در انواع متغیرهای اقتصادی کلان، از جمله سود، قیمت سهام، بی ثباتی و نرخ بهره در بین شرکت های آمریکایی در دوره ۱۹۵۲ تا ۲۰۱۰ پرداخته شده است. نتایج این تحقیق نشان داده است که سرمایه گذاری بالا رشد سود منفی را پیش بینی می کند و با بازده پایین سهام همراه است هنگامی که داده ها سرمایه گذاری به طور عمومی منتشر می شود. همچنین جهش در سرمایه گذاری همزمان با اخبار بد نیز وجود دارد. تجزیه و تحلیل داده های این تحقیق نشان داده است که پس از بحران مالی سال ۲۰۰۸ کاهش سرمایه گذاری با توجه به افت GDP و سود در پایان سال ۲۰۰۸ غیر معمول بوده است.

کوتوف (۲۰۱۳) معتقد بود که در بین شرکتهای آلمانی فعال در روسیه انجام داد، به این نتیجه رسید که مدیران این شرکتها در تصمیمات سرمایه گذاری شان دچار خطای شهودی می شوند. در سال های اخیر برای بررسی دقیق تر رفتارهای سرمایه گذاران در بازارهای مالی، رویکرد جدیدی متداول شده است که رویکرد مبتنی بر عامل نام دارد. در این رویکرد، پژوهشگران برای شبیه سازی و بررسی خطاهای سرمایه گذاران در تصمیم گیری هایشان از نرم افزارهای پیچیده کامپیوتری (مانند نت لوگو) استفاده می کنند.

فاماها (۲۰۱۰) در پژوهش خود با مطرح کردن این فرضیه که آیا رشد قیمت سهام ناشی از سیاست های پولی و مالی دولت بوده است حباب قیمت را با استفاده از وابستگی دیرش مورد بررسی قرار داد و برای نشان دادن واکنش بازدهی سهم به سیاست پولی از مدل VAR خود رگرسیون برداری استفاده کرد. بررسی ها نشان داد حباب ایجاد شده از نوع حباب عقلایی میباشد و سیاستها با تأخیر یک ماه روی بازدهی سهم ایجاد شده و بازدهی سهم بر اساس سیاست پولی یکماه گذشته قابل پیش بینی است. هدف از تحقیق وکیلی فرد و همکاران (۱۳۹۲) ارزیابی و رتبه بندی رفتارهای سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران به روش فرایند تحلیل شبکه ای (ANP) است. جهت ارزیابی و رتبه بندی رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران از روش فرایند تحلیل شبکه ای و نرم افزار سوپر دسیژن استفاده شده است همچنین جهت محاسبه نمره مقایسات زوجی معیارها و خوشه ها و روابط بین آنها از استاندارد امتیاز دهی ساعتی استفاده شده و بر این مبنا پرسشنامه ای تهیه و برای خبرگان و فعالین بازار سهام ارسال شد و نمره هر مقایسه زوجی با محاسبه میانگین هندسی نمره های پرسشنامه ها بدست آمد. نتایج این پژوهش نشان می دهد که سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران در ۴۰ درصد رفتارها و تصمیمات خرید و فروش سهام، رفتار توده وار دارند و در ۳۳ درصد مواقع فرایند دقیق و تحلیلی را برای تصمیم خرید و فروش سهام انتخاب کرده و منطقی رفتار می کنند همچنین حدود ۲۲ درصد رفتارهای سرمایه گران واکنشی و حدود ۵ درصد تصمیمات خرید و فروش سهام آنها شهودی می باشد بر اساس

نتایج دیگر این پژوهش عوامل مربوط به بازار سهام و آموزش و فرهنگ بیش از سایر عوامل بر رفتارهای سرمایه گذاران موثر است

خانی و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهش خود با استفاده از اطلاعات مالی ۷۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۸۹ و با بهره گیری از مدل CAPM و فاما و فرنچ (۱۹۹۳) و روش تجزیه و تحلیل رگرسیون ترکیبی، نظریه زمانبندی بازار در قالب تامین مالی ترکیبی و نظریه سرمایه گذاری واقعی در قالب تامین مالی خالص، آزمون شده است. نتایج تحقیق بیانگر رابطه مثبت تامین مالی برون سازمانی، در دو حالت ترکیبی و خالص، با بازده سهام در مدل CAPM و رابطه منفی تامین مالی برون سازمانی در دو مذکور با بازده سهام در مدل فاما و فرنچ می باشد. همچنین رابطه میان خالص تامین مالی و ترکیب تامین مالی به صورت همزمان، با بازده سهام معنادار است.

در پژوهش ودیعی و شکوهی زاده (۱۳۹۱) معیارهای مالی مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار ایران مورد بررسی قرار گرفته است. به این منظور پانزده معیار مالی که با توجه به تحقیقات پیشین و نظر تحلیلگران و متخصصان بازار سرمایه می تواند بر تصمیم گیری سرمایه گذاران مؤثر باشد، مطرح شده است. داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه ها با وسیله پرسشنامه از یک نمونه شامل ۲۰۴ سرمایه گذار بورس جمع آوری شده است. این عوامل به طور کلی تحت عنوان گروه معیارهای مالی مورد بررسی قرار گرفت ضمن اینکه به صورت تک به تک نیز این معیارها بررسی، و میزان اهمیت آنها نیز از نظر سرمایه گذاران سنجیده شده است در هر قسمت بنابه نوع داده ها از آزمونهای مناسب آماری مانند تی استیودنت، کروسکال والیس، کی دو، دقیق فیش، ویلکاکسون و فریدمن استفاده شد. نتایج آزمون فرضیه های تحقیق نشان می دهد که معیارهای مالی برای سرمایه گذاران با اهمیت است. در بررسی مورد به مورد تأثیر پانزده عامل مالی بر تصمیمات سرمایه گذاران مشخص شد، معیارهایی چون سرعت و قدرت نقدشوندگی سهام، روند قیمت سهام و وضع بازار سهام از عوامل معروفی چون سود هر سهم و نسبت قیمت به سود با اهمیت تر بود. میری فیض و زارع (۱۳۹۲) در تحقیقی به بررسی حباب قیمت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. ابتدا از طریق آزمونهای تسلسل، چولگی، کشیدگی و وابستگی دیرش مشخص گردید که در بورس تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ حباب قیمت رخ داده است. سپس با انجام آزمون های حباب قیمت، تمامی شرکت هایی که در قلمرو زمانی مذکور از رشد و سقوط شدید قیمتی در بورس برخوردار بوده به دو گروه شرکت های بدون حباب و حباب قیمتی تقسیم شدند. برای پیش بینی حباب از متغیرهای درونزای شرکتها از قبیل: اندازه شرکت، ترکیب سهامداری، نسبت P/E، شفافیت اطلاعات و سرعت نقدشوندگی استفاده گردید. سپس با استفاده از روش رگرسیون لججیت باینری و شبکه عصبی مصنوعی مدلی برای پیش بینی حباب قیمت طراحی گردید. در برازش مدل از داده های شش ماه قبل از بروز حباب (شتاب قیمت) استفاده گردید. آزمون فرضیه های تحقیق نشان داد بین تمامی متغیرهای مستقل انتخاب شده و حباب قیمت رابطه معنی داری وجود دارد و مدل شبکه عصبی به دلیل خطای کمتر در پیش بینی به عنوان مدل دقیق تر شناسایی گردید.

اهداف تحقیق

هدف اصلی:

تأثیر حباب قیمتی و تمایلات زیان گریزی سهامداران بر ارزش غیر بنیادی

اهداف فرعی:

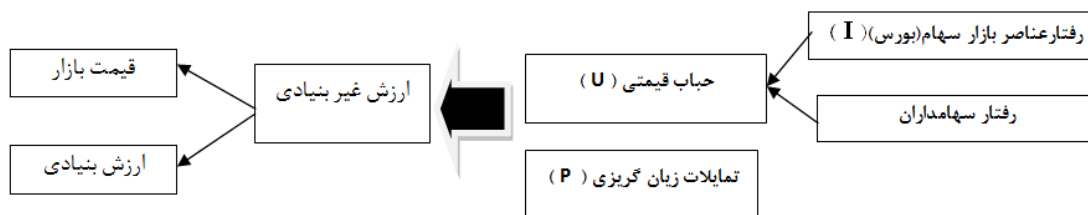
تأثیر حباب قیمتی بر ارزش غیر بنیادی

تأثیر تمایلات زیان گریزی سهامداران بر ارزش غیر بنیادی

فرضیه های تحقیق

فرضیه ۱: حباب قیمتی و تمایلات زیان گریزی سهامداران بر ارزش غیر بنیادی شرکتها تأثیر گذار است.

فرضیه ۲: بین حباب قیمتی، تمایلات زیان گریزی، رفتار عناصر بازار سهام (بورس)، رفتار سهامداران با ارزش غیر بنیادی شرکتها رابطه معناداری وجود دارد.



شکل (۱): مدل مفهومی تحقیق

مدل تحقیق

با توجه به مطالعه کارهای انجام شده در زمینه حساب قیمتی و تمایلات زیان گریزی سهامداران بر ارزش غیر بنیادی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ساختار مدل طی دوره (۱۳۹۳-۱۳۹۱) به صورت زیر در نظر گرفته می شود:

$$CR_{it} = f(I_{it}, U_{it}, P_{it})$$

که در این مدل متغیر وابسته عبارتست از ارزش غیر بنیادی (قیمت بازار، ارزش بنیادی، نرخ رشد شرکت) متغیرهای مستقل:

تمایلات زیان گریزی (I)

حساب قیمتی (U)

رفتار عناصر بازار سهام (بورس) (P)

که در این رابطه ها t نشان دهنده زمان، i بیانگر شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و در مدل اول متغیر وابسته نیز ارزش غیر بنیادی است در مدل دوم متغیر وابسته قیمت بازار، در مدل سوم متغیر وابسته ارزش بنیادی در نظر گرفته شده است. و متغیرهای مستقل ارائه شده در تمامی این مدل ها به صورت زیر بیان می گردد

$$Gh_{it} = f(I_{it}, U_{it}, P_{it})$$

۱-مدل اول: (ارزش غیر بنیادی)

$$Ch_{it} = f(I_{it}, U_{it}, P_{it})$$

۲-مدل دوم: (قیمت بازار)

$$EK_{it} = f(I_{it}, U_{it}, P_{it})$$

۳-مدل سوم: (ارزش بنیادی)

فن تکنیک تحقیق

برای تحلیل داده های آماری از سه طریق می توان اقدام نمود ۱- داده های سری و زمانی ۲- داده های مقطعی ۳- داده های تلفیقی از سری زمانی - مقطعی (پانل). در داده های سری و زمانی مقدار یک یا چند متغیر را در طول دوره زمانی مشاهده می کنیم، در داده های مقطعی مقادیر یک یا چند متغیر برای واحد اقتصادی در یک زمان مشخص جمع آوری می شود. ولی در داده های پانل اطلاعات مربوط به داده های مقطعی را در طول زمان مشاهده می کنیم و این داده ها دارای دو بعد واحدهای مختلف در هر مقطع زمانی خاص و دیگری بعد زمان می باشد.

-آزمون هاسمن

برای انتخاب بین روش اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن^۱ به صورت زیر استفاده می شود:
روش اثرات تصادفی کارا تر است:

$$H_0: E(U_{it} | x_{it}) = 0$$

$$H_1: E(U_{it} | x_{it}) \neq 0$$

^۱-Hausman Test

روش اثرات ثابت کارا تر است:

آماره آزمون هاسمن به صورت زیر می باشد:

$$H = \hat{q} [var(\hat{q})]^{-1} \hat{q} \quad (2)$$

$$\hat{q} = \hat{\beta}_{FE} - \hat{\beta}_{RE}, \quad var(\hat{q}) = var(\hat{\beta}_{RE}) - var(\hat{\beta}_{FE})$$

- آزمون ریشه واحد پانل

آزمون‌های ریشه واحد^۱ به منظور جلوگیری از به وجود آمدن رگرسیون جعلی و برای برآورد یک رگرسیون با ضرایب قابل اعتماد انجام می شوند. است. برای یک مجموعه پانل متوازن $(y_{it}, i=1,2, \dots, N, t=1,2, \dots, T)$ که i و t به ترتیب مشخص کننده واحد مقطعی و زمان هستند، ایم، پسران و شین رگرسیون خطی زیر را به منظور توسعه آزمون ریشه واحد پانل انجام داده اند.

$$y_{it} = \rho_i y_{it} + \sum_{j=1}^p \theta_j \Delta y_{it-j} + \zeta_{it} \gamma + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\bar{t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t \rho_i \quad (4)$$

$$t_{iT} = \int_0^1 w_{iz} dw_{iz} / \sqrt{\int_0^1 w_{iz}^2}$$

آماره آزمون IPS به صورت زیر خواهد بود.

$$t_{IPs} = \frac{\sqrt{N}(\bar{t} - E(t_{iT}; H_0: \rho_i = 1))}{\sqrt{var(t_{iT}; H_0: \rho_i = 1)}} \quad (5)$$

$$error \Delta y_t = x + \gamma_t + \beta y_{t-1} + \sum_{j=1}^p r_j \Delta y_t + error$$

با این فرض و مقدار \bar{t} محاسبه شده برای پانل فرضی، t_{IPs} با استفاده از معادله (۵) قابل محاسبه خواهد بود (دیندا و کوندو، ۲۰۰۶، ۱۷۹).

- آزمون F لیمر

برای آزمون معنی دار بودن اثرات گروهی از آماره ی زیر استفاده می شود. این آماره دارای توزیع F می باشد (بالتاجی^۲، ۱۹۹۵، ۵۸)

$$F^{(1)} = \frac{RSS_1 - RSS_2 / N - 1}{RSS_2 / NT - N - K}$$

رگرسیون چند متغیره

آزمون‌های پیش گفته تأثیر متغیرها را به طور جداگانه بر متغیر وابسته نشان داد و فرضیات را به طور جداگانه بررسی نمود. لیکن برای تأثیر چندگانه کلیه متغیرها بر ارزش غیربنیادی از رگرسیون چندگانه استفاده شد تا تأثیر متغیرهای مستقل بر روی وابسته را به طور هم‌زمان نشان دهد.

روش شناسی تحقیق

این تحقیق با استفاده از روشهای اقتصادسنجی (پانل) خواهد بود به این ترتیب که داده های آماری را به صورت مقطعی برای ۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سالهای ۱۳۹۳ - ۱۳۹۱ مورد ارزیابی قرار می دهیم. روش انجام

^۱-Unite Root Tests

^۲-Dendar & konodo

^۳-Baltaje

تحقیق حاضر بر مبنای هدف تحقیق از نوع نظری و کاربردی می باشد. اما از لحاظ روش و ماهیت در دسته تحقیقات علی قرار دارد زیرا به بررسی روابط بین عوامل تحقیق می پردازد. و در این تحقیق برآورد و تخمین های آماری مدلها و تاثیر چندگانه کلیه متغیرها با استفاده از نرم افزارهای Eviews5 و SPSS صورت می گیرد و روش تخمین مدلها، ترکیب دادهای مقطعی - سری زمانی (پانل دیتا) می باشد و برای تاثیر چندگانه کلیه متغیرها بر ارزش غیربنیادی از رگرسیون چندگانه استفاده شد تا تاثیر متغیرهای مستقل بر روی وابسته را به طور همزمان نشان دهد. در این تحقیق تاثیر حباب قیمتی و تمایلات زیان گریزی سهامداران بر ارزش غیر بنیادی شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای ۳۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بین سالهای ۱۳۹۳-۱۳۹۱ است. در این تحقیق کل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری طی سال های ۱۳۹۳ - ۱۳۹۱ مورد بررسی قرار گرفته است.

یافته های تحقیق

جدول شماره (۱) رگرسیون چندگانه عوامل موثر بر ارزش غیربنیادی

متغیرهای داخل مدل (عوامل موثر) مدل Enter			
Adjusted R Square= .96 R=.98			
متغیروابسته : ارزش غیربنیادی			
Sig.	Beta	B	مدل
.010		.314	(constant)
.000	.347	.222	حباب قیمتی
.000	.403	.268	تمایلات زیان گریزی
.000	.148	.097	رفتار عناصر بازار سهام بورس
.000	.124	.098	رفتار سهامداران

جدول شماره ۱ نشان می دهد که مهم ترین عامل موثر بر ارزش غیر بنیادی، تمایلات زیان گریزی است زیرا درکنار بقیه عوامل مهم ترین تاثیر مثبت را نشان داد. لیکن حباب قیمتی نیز تاثیر مثبت درجه دوم را ارزش غیربنیادی نشان داد. عامل رفتار عناصر بازار سهام بورس تاثیر مثبت در جه سوم رفتار سهامداران تاثیر مثبت درجه چهارم را بر ارزش غیر بنیادی داشته اند.

۱- هر چهار سازه تحقیق (حباب قیمتی، تمایلات زیان گریزی، رفتار عناصر بازار سهام بورس، رفتار سهامداران) مستقیماً بر ارزش غیر بنیادی تاثیر مثبت دارند.

برآورد مدل اول (ارزش غیر بنیادی)

جدول (۲) نتایج حاصل از برآورد مدل (متغیر وابسته: ارزش غیر بنیادی) به روش اثرات ثابت

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال مربوطه	آماره های مهم
C	۲/۶۲**	۲/۰۳	۰/۰۴	F= ۱/۷۸ R ² = ۰/۷۰ D.W = ۱/۹۶
LI	۰/۲۱**	۴/۹۲	۰/۰۰۰	
LP	۰/۱۵*	۲/۰۵	۰/۰۵	
LU	۰/۵۷*	۳/۱۰	۰/۰۰۴	

C: عرض از مبدأ

*: معناداری در سطح ۱٪

***: معناداری در سطح ۵٪

تجزیه و تحلیل نتایج مدل اول (متغیر وابسته: ارزش غیر بنیادی)

چنانچه ملاحظه می شود، متغیر فقر نسبی به همراه عرض از مبدأ مدل در سطح ۵ درصد معنی دار بوده و متغیرهای حباب قیمتی و تمایلات زیان گریزی در سطح ۱ درصد و با اطمینان بالای ۹۹ درصد معنی دار هستند. معنی داری کل مدل با توجه به آماره F به دست آمده و احتمال مربوط به آن (۰/۰۲) در سطح ۵ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. آماره ضریب تعیین بیان می کند که ۷۰ درصد تغییرات مذکور توسط (رفتار عناصر بازار سهام (بورس)، حباب قیمت و تمایلات زیان گریزی) توضیح داده می شود که بیانگر قدرت برازش نسبتاً بالای مدل است. با توجه به اینکه متغیرها کاملاً معنی دار بوده و علامت آنها مورد انتظار نظری می باشد، پس مشکل همخطی در مدل وجود ندارد. آماره مربوط به دوربین واتسون نیز عدم وجود خود همبستگی را مورد تأیید قرار می دهد.

* حباب قیمت با وقوع ارزش غیر بنیادی رابطه معنی دار و مثبتی دارد.

با توجه به ضرایب متغیرها، یک افزایش یک درصدی در متغیرهای تمایلات زیان گریزی، رفتار عناصر بازار سهام بورس و حباب قیمت، به ترتیب منجر به افزایش ۰/۲۱، ۰/۱۵ و ۰/۵۷ درصدی در ارزش غیر بنیادی می شوند. بنابراین، می توان گفت یکی از مهمترین عوامل تأثیرگذار بر ارزش غیر بنیادی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حباب قیمتی است، به طوری که در بین سه متغیر توضیحی الگو بیشترین سهم را در تبیین تغییرات ونوسانات ارزش غیربنیادی داشته است. بنابراین فرضیه دوم طبق نتایج محاسبات تحقیق رد می گردد و تمایلات زیان گریزی با ارزش غیر بنیادی رابطه مثبت دارد. علامت مثبت ضرایب مربوط به متغیرهای رفتار عناصر بازار سهام بورس و تمایلات زیان گریزی نیز مورد انتظار می باشد، چرا که طبق مبانی نظری، ارتباط مثبتی میان رفتار عناصر بازار سهام بورس، تمایلات زیان گریزی و ارزش بنیادی وجود دارد. این یافته ها هماهنگ با نتایج مطالعات تجربی صورت گرفته در این زمینه می باشند.

برآورد و تجزیه و تحلیل نتایج مدل دوم (قیمت بازار)

جدول (۲) نتایج از برآورد مدل (متغیر وابسته: قیمت بازار) به روش اثرات ثابت

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال مربوطه	آماره های مهم
C	۲/۶۸**	۲/۰۲	۰/۰۴	F=۳/۳۹
LI	۰/۰۲**	۲/۰۰	۰/۰۵	R ² =۰/۶۶
LP	۰/۱۰*	۳/۰۶	۰/۰۰۵	D.W = ۱/۹۴
LU	۰/۲۲**	۱/۹۹	۰/۰۵	

C: عرض از مبدأ

*: معناداری در سطح ۱٪

** : معناداری در سطح ۵٪

چنانچه ملاحظه می شود متغیر فقر نسبی در سطح ۱ درصد و با اطمینان بالای ۹۹ درصد معنی دار بوده و متغیرهای حباب قیمتی و تمایلات زیان گریزی در سطح ۵ درصد معنی دار هستند. معنی داری کل مدل با توجه به آماره F بدست آمده و احتمال مربوط به آن (۰/۰۰) در سطح ۱ درصد مورد تأیید قرار می گیرد. آماره ضریب تعیین بیان می کند که ۶۶ درصد تغییرات ارزش غیر بنیادی مربوط به قیمت بازار توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود که بیانگر قدرت برازش خوب مدل است. با توجه به اینکه متغیرها کاملاً معنی دار بوده و علامت آنها مورد انتظار نظری می باشد، پس مشکل همخطی در مدل وجود ندارد. آماره مربوط به دوربین واتسون نیز عدم وجود خود همبستگی را مورد تأیید قرار می دهد.

با توجه به ضرایب متغیرها، یک افزایش یک درصدی در متغیرهای تمایلات زیان گریزی، رفتار عناصر بازار سهام بورس و حباب قیمتی، به ترتیب منجر به افزایش ۰/۰۲، ۰/۱۰ و ۰/۲۲ درصدی در ارزش غیر بنیادی (قیمت بازار) می شوند. در این مدل این گونه بیان می شود که حباب قیمتی بیشترین تأثیر بر قیمت بازار داشته است.

برآورد و تجزیه و تحلیل نتایج مدل سوم (متغیر وابسته: ارزش بنیادی)

جدول (۳)، نتایج حاصل از برآورد مدل (متغیر وابسته: ارزش بنیادی) به روش اثرات ثابت

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال مربوطه	آماره های مهم
C	۲/۳۶	۰/۷۵	۰/۴۵	F= ۶/۳۳ R ² = ۰/۷۵ D.W = ۲/۰۸
LI	۰/۳۸**	۲/۴۸	۰/۰۲	
LP	۰/۴۷***	۱/۸۵	۰/۰۶	
LU	۰/۱۹***	۱/۷۷	۰/۰۸	

C: عرض از مبدأ

** : معناداری در سطح ۵٪

*** : معناداری در سطح ۱۰٪

چنانچه ملاحظه می شود، متغیر تمایلات زیان گریزی در سطح ۵ درصد و متغیرهای حباب قیمتی و رفتار عناصر بازار سهام بورس در سطح ۱۰ درصد معنی دار هستند. معنی داری کل مدل با توجه به آماره F بدست آمده و احتمال مربوط به آن (۰/۰۰) در سطح ۱ درصد مورد تایید قرار می گیرد. آماره ضریب تعیین بیان می کند که ۷۵ درصد تغییرات ارزش غیر بنیادی مربوط به ارزش بنیادی توسط متغیرهای مستقل توضیح داده می شود که بیانگر قدرت برازش نسبتاً بالای مدل است. با توجه به اینکه متغیرها کاملاً معنی دار بوده و علامت آنها مورد انتظار نظری می باشد، پس مشکل همخطی در مدل وجود ندارد. آماره مربوط به دوربین واتسون نیز عدم وجود خود همبستگی را مورد تایید قرار می دهد. در میان سه متغیر مستقل اثرگذار بر ارزش بنیادی، به ترتیب رفتار عناصر بازار سهام بورس، تمایلات زیان گریزی و حباب قیمتی بیشترین تاثیر را داشته هست که در بیان علت تاثیرگذاری کمتر حباب قیمتی نسبت به سایر متغیرها مستقل، علیرغم اینکه حباب قیمتی مهمترین عامل وقوع قیمت بازار طبق نتایج سایر مدلها برآورد گردیده است.

نتیجه گیری

با توجه به فرضیات: «شاخص رفتار عناصر بازار سهام بورس با تمامی متغیرهای وابسته رابطه معنی دار و مثبت دارد» و «حباب قیمتی با ارزش غیربنیادی رابطه معنی دار و مثبتی دارد» و همچنین «حباب قیمتی با قیمت بازار رابطه معنی دار و مثبتی دارد» متغیر توضیحی حباب قیمتی در سطح یک درصد و با اطمینان بالای ۹۹ درصد معنی دار هستند. می توان گفت یکی از مهمترین عوامل تاثیرگذار بر ارزش غیر بنیادی و قیمت بازار در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حباب قیمتی است. که این نتیجه همخوانی دارد با نتایج مطالعات زارع (۱۳۹۰) مدلی برای پیش بینی حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران که به بررسی حباب قیمتی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است و در بورس تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۸ حباب قیمتی رخ داده است بطوری که در بین سه متغیر توضیحی الگو بیشترین سهم را در تبیین تغییرات و نوسانات ارزش غیربنیادی داشته است. در ضمن علامت مثبت ضرایب مربوط به متغیرهای رفتار عناصر بازار سهام بورس و تمایلات زیان گریزی نیز مورد انتظار می باشد، چرا که طبق مبانی نظری، ارتباط مثبتی میان حباب قیمتی، تمایلات گریزی و ارزش غیربنیادی وجود دارد. این یافته ها هماهنگ با نتایج مطالعات توسط کوتاری و همکاران (۲۰۱۵) که به بررسی چگونگی ارتباط سرمایه گذاری با تغییرات گذشته و آینده در انواع متغیرهای مالی، از جمله حباب قیمتی و تمایلات زیان گریزی پرداخته خواهد شد و بر این استدلال خواهد بود که الگوی کلی نتایج- قبل، همزمان و پس از سرمایه گذاری در مورد تصمیمات سرمایه گذاری بسیار مفید خواهد بود صورت گرفته در این زمینه می باشند.

منابع

۱. فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۹، بهار ۸۹، سال سوم، بررسی حباب قیمتی در بورس اوراق بهادار تهران، نویسنده علی صالح آبادی، هادی دلیریان .

۲. اصغر سلطانی (۱۳۸۶)، بررسی حبابهای قیمتی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، طی دوره ۱۳۷۰ تا ۸۴، پایان نامه دکتری مدیریت بازرگانی.
۳. دلنسینگ، کوین (۲۰۰۸)، حباب یک سهم چیست؟ و چگونگی شکل گیری حبابها در بازار سهام، ترجمه محمد امین صادق زاده، سایت بورس کالا.
۴. روش بلاو و آن ماری (۱۳۷۱)، روانشناسی اجتماعی، مترجم: سید محمد دادگران، انتشارات مروارید، چاپ دوم.
۵. لیلیا ترکی و محمد واعظ (۱۳۸۷)، حباب قیمتها و بازار سرمایه ایران، مجله پژوهشی دانشگاه اصفهان، جلد ۳۱، شماره ۳، صفحه ۲۰۷ الی ۱۹۵.
۶. محمد نوفرستی، ریشه واحد و هم جمعی در اقتصاد سنجی موسسه خدمات فرهنگی رسا، چاپ اول، ۱۳۷۸.
۷. وکیلی فرد حمیدرضا، فروغ نژاد حیدر، خوشنود مهدی. ارزیابی رفتارهای سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با روش فرایند تحلیل شبکه ای، مجله مدیریت دارایی و تامین مالی، شماره ۲، صفحه ۱۹-۳۴.
۸. خانی عبدالله، افشاری حمیده، حسینی میرهادی. آزمون تصمیمات تامین مالی، زمانبندی بازار و سرمایه گذاری واقعی در بورس اوراق بهادار تهران، مجله مدیریت دارایی و تامین مالی، شماره ۱، صفحه ۱۰۹-۱۲۲.
۹. ودیعی محمد حسین، شکوهی زاده محمود، ۱۳۹۱، بررسی معیارهای مالی مؤثر بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار، مجله دانش حسابداری، مقاله ۸، دوره ۳، شماره ۸، صفحه ۱۵۱-۱۷۱.
۱۰. لاح شمس میرفیض، عظیم زارع، ۱۳۹۲، بررسی عوامل تأثیرگذار در بروز حباب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال ۶، شماره ۲۱، ص ۹۱.
۱۱. زارع، قاسم، ۱۳۹۰، مدلی برای پیش بینی حباب قیمت در بورس اوراق بهادار تهران، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شمال.

12. Nneji, O., (2015), Liquidity shocks and stock bubbles, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, <http://dx.doi.org/10.1016/j.intfin.2014.12.010>

13. Kotof D. (2013) "Behavioral Biases and Corporate Decision Making on Investing Abroad", MPRA, No 49858, 1-11.

14. Kothari S.P., Jonathan L., Jerold B. W. (2015), The behavior of aggregate corporate investment.

15. Himmelberg, Charles, Christopher, Mayer, Todd, Sinai. (2005). Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions. Journal of Economic Perspectives. American Economic Association, vol. 19(4), pages 67-92.