

The Role of Investor Sentiment in Explaining Stock Mispricing

Mohsen Lotfi* 

Assistant Professor of Accounting, Department of Accounting, Shahroud University of Technology, Faculty of Industrial Engineering and Management Shahroud, Shahroud, Iran, mohsenlotfi@shahroodut.ac.ir

Afsaneh Delshad 

Assistant Professor of Financial Management, Department of Management, Economics and Accounting, Faculty of Humanities and Social Sciences, Golestan University, Gorgan, Iran, a.delshad@gu.ac.ir

Seyed Hosein Seyedi 

Assistant Professor of Operations Research Management, Department of Management, Shahroud University of Technology, Faculty of Industrial Engineering and Management Shahroud, Shahroud, Iran, sh.seyedi@shahroodut.ac.ir

Abstract

Purpose: The purpose of this research is to investigate the influence of the investor sentiment in the stock mispricing in the companies admitted to the Tehran Stock Exchange.

Methods: To achieve the objective of the research, the number of 129 companies admitted to the Tehran Stock Exchange for the period of 2007 to 2023 was selected and the method for testing the hypotheses was a multiple regression model in a composite data set and a neural network data mining model (as a supplementary method). In addition, stock misvaluation was measured using the criteria of Rhodes Kropf, Robinson & Viswanathan (2005), Nichols, Wahlen & Wieland (2017) and stock price bubble.

Results: The results of the research show that the investor sentiment had a significant effect on the stock mispricing this year. Also, the investor sentiment in a certain year only had an effect on the stock mispricing in the same year and did not have an effect on the stock mispricing in the following years. The findings obtained from the neural network data mining method have also confirmed the results obtained from the regression model of the research. In addition, the variables of company age, market value ratio, company size and stock return risk, respectively, had the greatest impact on the mispricing of stocks.

Conclusion: The overall findings indicate that various measures of stock mispricing are significantly affected by investor sentiment. The results of the neural network data mining method also confirm that investor sentiment only affects stock mispricing in the same year and has no effect on future years.

Contribution: For the development of the stock market, this research emphasizes the need to consider the specific approach of investors in explaining the incorrect valuation of stocks. In this regard, financial stakeholders can prevent stock mispricing by predicting future cash flows, analyzing the company's financial situation, calculating the share value, and comparing it with its current market price and Through research in the fields of psychology and behavioral finance, they can gain a better understanding of investors specific approaches (the influence of emotions, personality, culture, and investors' judgments).

Keywords: Investor Sentiment, Stock Mispricing, Stock Price, Behavioral Finance.

Research Article

Cite this article: Lotfi, Delshad & Seyedi (2025) The Role of Investor Sentiment in Explaining Stock Mispricing, *Journal of Financial Accounting Knowledge*, Vol.12, NO.2, Summer, 57-83.

DOI: 10.30479/jfak.2025.21239.3255

Received on 27 November, 2024 **Accepted on** 12 March, 2025

© The Author(s). 

Publisher: Imam Khomeini International University.

Corresponding Author: Mohsen Lotfi (mohsenlotfi@shahroodut.ac.ir)

نقش رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در تبیین ارزش‌گذاری نادرست سهام

محسن لطفی* ID

استادیار حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت، دانشگاه صنعتی شاهرود، شاهرود، ایران،
mohsenlotfi@shahroodut.ac.ir

افسانه دلشاد ID

استادیار مدیریت مالی، گروه مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشکده علوم انسانی و اجتماعی، دانشگاه گلستان، گرگان، ایران،
a.delshad@gu.ac.ir

سید حسین سیدی ID

استادیار مدیریت تحقیق در عملیات، گروه مدیریت، دانشکده مهندسی صنایع و مدیریت، دانشگاه صنعتی شاهرود، شاهرود، ایران؛
sh.seyedi@shahroodut.ac.ir

چکیده

هدف: پژوهش حاضر با هدف بررسی تأثیرگذاری رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در ارزش‌گذاری نادرست سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام شده است.

روش: برای دستیابی به هدف پژوهش، تعداد ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۲ انتخاب شد و روش آزمون فرضیه‌ها، مدل رگرسیون چندگانه در مجموعه داده‌های ترکیبی و مدل داده‌کاوی شبکه‌های عصبی می‌باشد. علاوه بر این ارزش‌گذاری نادرست سهام با استفاده از معیارهای رودز-کروف، رابینسون و ویسواناتان و همکاران (۲۰۰۵)، نیکولاس، والن و ویلند (۲۰۱۷) و حباب قیمت سهام مورد سنجش قرار گرفته است.

یافته‌ها: نتایج پژوهش نشان می‌دهند که رویکرد خاص سرمایه‌گذاران تأثیری معنادار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام در سال جاری دارد. همچنین رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در یک سال مشخص، تنها بر ارزش‌گذاری نادرست سهام در همان سال تأثیرگذار است و تأثیری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام در سال‌های آتی ندارد. یافته‌های به دست آمده از روش داده‌کاوی شبکه‌های عصبی نیز مؤید نتایج حاصل شده از مدل رگرسیونی پژوهش می‌باشد. علاوه بر این متغیرهای سن شرکت، نسبت ارزش بازار، اندازه شرکت و ریسک بازده سهام، به ترتیب دارای بیشترین تأثیرگذاری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام بوده‌اند. **نتیجه‌گیری:** مجموع یافته‌ها حاکی از آن است که معیارهای مختلف ارزش‌گذاری نادرست سهام به شکل معناداری تحت تأثیر رویکرد خاص سرمایه‌گذاران قرار گرفته‌اند. نتایج حاصل از روش داده‌کاوی شبکه‌های عصبی نیز مجدداً تأیید می‌کند که رویکرد خاص سرمایه‌گذاران تنها بر ارزش‌گذاری نادرست سهام در همان سال تأثیرگذار بوده و بر سال‌های آتی تأثیری ندارد.

دانش‌افزایی: این پژوهش برای توسعه بازار سهام بر ضرورت در نظر گرفتن رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در تبیین ارزش‌گذاری نادرست سهام تأکید می‌کند. در این راستا دینفعان مالی می‌توانند با پیش‌بینی جریان نقد آتی، تحلیل وضعیت مالی شرکت، محاسبه ارزش سهم و مقایسه با قیمت فعلی آن در بازار از ارزش‌گذاری نادرست سهام جلوگیری کنند و با پژوهش در حوزه روانشناسی و مالی رفتاری، به درک بهتری از رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران (تأثیرگذاری احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران) دست یابند.

واژگان کلیدی: رویکرد خاص سرمایه‌گذاران، ارزش‌گذاری نادرست سهام، قیمت سهام، مالی رفتاری.

مقاله پژوهشی

*استناد: لطفی، دلشاد و سیدی (۱۴۰۴)؛ نقش رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در تبیین ارزش‌گذاری نادرست سهام، فصلنامه علمی دانش حسابداری مالی، مقاله پژوهشی، دوره ۱۲، شماره ۲، پیاپی ۴۵، تابستان ۱۴۰۴، ۵۷-۸۳.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۳/۰۹/۷ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۴۰۳/۱۲/۲۲

ناشر: دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) © حق مؤلف نویسندگان



۱- مقدمه

بخش گسترده‌ای از مبانی نظری حوزه مالی در هر کشور مربوط به بازار سرمایه آن است. یکی از کارکردهای بورس اوراق بهادار، تسهیل تأمین مالی شرکت‌ها است که این وظیفه با تجمیع سرمایه‌های جزئی و پراکنده و انباشت آن انجام می‌شود و افزایش میزان اشتغال، افزایش تولید و بهره‌وری، کنترل تورم، حجم پول و میزان نقدشوندگی و رشد تولید ناخالص ملی را منجر می‌گردد. سرمایه‌گذاران با هدف کسب سود و بازدهی بالاتر از میزان تورم جامعه، سرمایه و پس‌اندازهای خود را وارد بازار بورس اوراق بهادار می‌کنند که این امر نیاز به شناخت جامع نسبت به بازار سرمایه و عامل‌های تأثیرگذار بر رفتار قیمت و بازده در بازار (همچون مومنتوم، عامل ارزش و اندازه، صرف ریسک بازار و ...) دارد، بنابراین می‌توان بیان کرد که دغدغه اصلی هر سرمایه‌گذار پیش‌بینی آینده سهامی است که قصد خرید آن را دارد (دلشاد، ۱۴۰۴: ۳۱۵).

در بازارهای سرمایه، قیمت سهام در لحظه نشان دهنده قیمت و ارزش واقعی آن نمی‌باشد؛ بلکه ممکن است به خاطر عوامل رفتاری، احساسات فردی یا گروهی و عوامل روانشناسانه معامله‌گران به سمت پایین یا بالاتر از قیمت واقعی خود حرکت کند که می‌تواند منجر به سقوط قیمت سهام شود که از آن به عنوان تجدید نظر ناگهانی و منفی در انتظارات سرمایه‌گذاران در مورد سهام شرکت یاد می‌شود. در این راستا نگوین و نگوین^۱ (۲۰۲۵) نشان می‌دهند که رویکردهای سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت بر ریسک ریزش قیمت سهام در بازارهای سهام آسیا و اقیانوسیه دارند و این تأثیر در اقتصادهای پیشرفته در مقایسه با بازارهای نوظهور و اقتصادهای در حال توسعه چشمگیرتر است. همچنین رابطه بین رویکردهای سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط بازار سهام به دلیل عدم اطمینان سیاست‌های اقتصادی افزایش می‌یابد اما با عدم اطمینان ناشی از بیماری‌های همه‌گیر کاهش می‌یابد. همچنین با توجه به تغییرات چرخه‌های تجاری، دوره‌های رکود و رونق و شرایط اقتصادی؛ بازده سهام و قیمت‌ها در بازار سرمایه در هر دوره از زمان رفتارهای متفاوتی از خود نشان می‌دهند و تحت تأثیر عوامل گسترده و مختلفی قرار داشته‌اند (چن، پلگر و ژائو^۲، ۲۰۲۴: ۷۱۹). علاوه بر این آلبرایتین، فیفیلد، پاراماتی^۳ (۲۰۲۵) با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بریتانیا برای دوره زمانی ژانویه ۱۹۹۷ تا دسامبر ۲۰۱۹، به بررسی چگونگی تغییرات در رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران در سطح بازار و محدودیت‌های آربیتراژ بر عملکرد نه ناهنجاری بازار سهام بریتانیا پرداخته‌اند. یافته‌ها نشان می‌دهند که پنج ناهنجاری بازار سهام به تغییرات در رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران مرتبط بوده و رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران منجر به کسب بازدهی بالاتر شده‌اند. همچنین با در نظر گرفتن محدودیت‌های آربیتراژ، تأثیر رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران بر ناهنجاری‌های بازار سهام بیشتر بوده است. رحمانیان کوشکی و صفار (۱۴۰۲) نیز با بررسی ۱۲۷ شرکت بازار سرمایه در بازه زمانی ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۰ دریافتند که واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران تأثیر

مستقیم بر ارزش‌گذاری نادرست سهام دارد. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی با واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران و تعامل کیفیت اطلاعات مالی بر ارزش‌گذاری نادرست سهام تأثیرگذار نمی‌باشد. سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های کمی، شرایط احساسی، تصورات ذهنی و روانی استفاده می‌کنند که از آن با عنوان رویکرد خاص سرمایه‌گذاران (تأثیرگذاری احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران) یاد می‌شود. به عبارت دیگر رویکرد خاص سرمایه‌گذاران به احساسات و نگرش‌های سرمایه‌گذاران نسبت به بازار و سهام اشاره دارد. این احساسات می‌توانند تأثیر قابل توجهی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام داشته باشند. زمانی که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر احساسات مثبت یا منفی قرار می‌گیرند، ممکن است تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بر اساس هیجانات و نه تحلیل‌های بنیادی اتخاذ کنند. این موضوع می‌تواند منجر به نوسانات شدید قیمت‌ها و قیمت‌گذاری نادرست سهام شود. به عنوان مثال، در دوره‌هایی که بازار به شدت صعودی است، سرمایه‌گذاران ممکن است بیش از حد خوش‌بین شوند و قیمت‌ها را بالاتر از ارزش واقعی آن‌ها ببرند. این وضعیت می‌تواند به حباب‌های قیمتی منجر شود که در نهایت با ترکیدن حباب، قیمت‌ها به شدت کاهش می‌یابند. برعکس، در شرایطی که احساسات منفی غالب است، سرمایه‌گذاران ممکن است به سرعت سهام خود را بفروشند و این امر می‌تواند باعث کاهش شدید قیمت‌ها شود، حتی اگر وضعیت بنیادی شرکت‌ها قوی باشد. از نظر مالی، این نوسانات و قیمت‌گذاری نادرست می‌تواند به عدم کارایی بازار منجر شود. بنابراین سرمایه‌گذاران باید به جای تکیه بر احساسات، به تحلیل‌های بنیادی و داده‌های مالی توجه کنند تا از تصمیم‌گیری‌های نادرست جلوگیری نمایند. در نتیجه، درک و مدیریت رویکرد خاص سرمایه‌گذاران می‌تواند به بهبود کارایی بازار و قیمت‌گذاری صحیح سهام کمک کند (پادماواتی^۴، ۲۰۲۴: ۱۹۳). بدین منظور تحلیلگران و سرمایه‌گذاران با استفاده از مدل‌های سرمایه‌گذاری به پیش‌بینی قیمت‌ها و بازده سهام اقدام می‌نمایند و معتقدند که قیمت سهام، نشان دهنده ارزش جریان‌های نقد آتی و ارزش بنیادی سهام است. علاوه بر این مطابق با فرضیه کارایی بازار؛ سرمایه‌گذاران دارای رفتار عقلایی می‌باشند، به دنبال حداکثرسازی مطلوبیت مورد انتظار خود هستند و قیمت‌های اوراق بهادار نشان دهنده تمام اطلاعات موجود در بازار سرمایه است. لذا تغییرات قیمت سهام به تغییرات نظام‌مند در ارزش‌های بنیادی شرکت‌ها مربوط است و رفتار غیرعقلایی سرمایه‌گذاران بر بازدهی سهام تأثیری ندارد (کریشنامورتی^۵، ۲۰۲۴: ۴۲۱).

در این راستا نوآوری پژوهش حاضر در این است که برای نخستین بار به بررسی نقش رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در ارزش‌گذاری نادرست سهام در سال‌های مختلف (سال جاری و دو سال آتی) پرداخته است و به اولویت‌بندی تأثیرگذارترین متغیرهای پژوهش با استفاده از مدل داده‌کاوی شبکه‌های عصبی (به عنوان روش تکمیلی) اقدام نموده است. در ادامه در بخش اول

مبانی نظری، ادبیات و فرضیه‌ها، در بخش دوم روش‌شناسی پژوهش، در بخش سوم یافته‌های پژوهش و در بخش چهارم نتیجه‌گیری و پیشنهادها مطرح شده است.

۲- مبانی نظری، ادبیات و فرضیه‌ها

پیشرفت‌های وسیع در استفاده از علوم رفتاری، مدل‌های کمی و فن‌آوری اطلاعات نقش قابل توجهی در تحول ایجاد شده در تفکر حسابداری ایفا نموده است. این تحولات زمینه‌های متنوعی را برای پژوهش‌های مالی فراهم کرده که یکی از مهم‌ترین زمینه‌ها، ارائه مدل‌های تعیین و پیش‌بینی ارزش دارایی‌ها به خصوص قیمت سهام شرکت‌ها است. سرمایه‌گذاران نیاز دارند تا پیش‌بینی درستی از نوسان‌پذیری قیمت به عنوان یک ورودی ضروری برای انجام وظایفی همچون تخصیص پرتفوی، ارزیابی ارزش در معرض خطر، مدیریت ریسک و قیمت‌گذاری قراردادهای آتی و اختیار معامله داشته باشند.

رویکرد خاص سرمایه‌گذاران

وظیفه اساسی مدیریت در هر واحد تجاری، استفاده حداکثری از منابع جهت کسب بازده مورد انتظار است که انگیزه ایجاد می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران به حساب می‌آید. همچنین بر اساس مطالعات انجام شده در حوزه علوم رفتاری، رویکرد خاص سرمایه‌گذاران نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها دارد. زیرا که رویکرد خاص سرمایه‌گذاران، نقش نشان دهنده دیدگاه‌های رایج سرمایه‌گذاران درباره یک دارایی خاص یا قیمت‌های مورد انتظار در یک بازار است که واکنش سرمایه‌گذاران را نسبت به گزارش‌های اقتصادی، شرایط بازارهای پولی و مالی، وقایع بین‌المللی و ملی، عوامل فصلی و قیمت می‌سازد. رویکرد خاص سرمایه‌گذاران؛ نشان دهنده تحرکات بازار سرمایه است و رویکردهای خرسی و گاوی را شامل می‌شود. در رویکردهای خرسی و گاوی، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران به ترتیب انتظار حرکت صعودی و نزولی قیمت‌ها در بازار سرمایه را دارند (کیم، ریو و یانگ^۶، ۲۰۱۹: ۹۶). در این راستا موریلا، بانسال و میشر^۷ (۲۰۲۵) در پژوهشی عوامل مؤثر بر رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران را در دو دسته عقلایی و غیرعقلایی مطالعه می‌کنند و مدلی برای رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران ارائه می‌دهند. عوامل عقلایی بررسی شده عبارتند از اقتصاد و سیاست پولی، نرخ ارز، نرخ بهره، تورم، مقررات اجباری دولت، اعلام درآمد، تصمیمات تقسیم سود، کیفیت حسابرسی، جنبه‌های محیط زیستی، اجتماعی و حاکمیت شرکتی هستند. عوامل غیرعقلایی نیز شامل عوامل رفتاری و روانی، رسانه‌های اجتماعی و گفتگوهای آنلاین، اخبار و سرگرمی‌ها، رویدادهای ژئوپلیتیکی و جنگی، ناهنجاری‌های تقویمی، محیطی، بلایای طبیعی، رویدادها و جشنواره‌های مذهبی، رویدادهای شرکتی، مقررات دولتی و نظارتی می‌باشند. علاوه بر این بریتو و ماچادو^۸ (۲۰۲۵) تأثیر تئوری کنترینگ و رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران بر سیاست تقسیم سود، ۱۴۴ شرکت غیر مالی

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برزیل را برای دوره زمانی ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۹ بررسی نموده‌اند. با استفاده از رگرسیون لجستیک و روش گشتاورهای تعمیم یافته نتایج حاکی از آن است که رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران به طور مثبت بر تمایل به پرداخت سود سهام تأثیر می‌گذارد و حجم معاملات در توزیع سود تأثیرگذار نیست. نتایج به دست آمده بر خلاف شواهد بین‌المللی است. این مطالعه به درک اینکه چگونه رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران برای به دست آوردن سهام در شرکت‌هایی با سیاست‌های تقسیم سود متفاوت تأثیر می‌گذارد، کمک می‌کند. گونکالوز پینتو، روج و سوتس پالادینو^۹ (۲۰۲۳) نیز بیان می‌کنند که رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران اغلب با نوسان‌پذیری بازده سهام همراه است. رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران (خوش‌بینی و پنج‌مارکینگ) باعث افزایش تقاضا برای سهام و کاهش صرف ریسک بازار می‌شوند. علاوه بر این رابطه منفی بین رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران و نوسانات بازده اضافی سهام وجود دارد. همچنین با ایجاد حاکمیت شرکتی قوی و شفافیت بازارهای مالی می‌توان به کاهش قیمت‌گذاری نادرست سهام و نوسانات نامتعارف بازده سهام دست یافت.

ارزشگذاری نادرست سهام

پژوهش‌ها و تحولات وسیع در حوزه‌های فناوری اطلاعات، علوم رفتاری و مدل‌های کمی و کیفی، باعث ایجاد پیشرفت در زمینه‌های حسابداری، اقتصاد و مالی شده است. ارائه مدل‌های تعیین و پیش‌بینی ارزش دارایی‌ها به ویژه ارزش سهام شرکت‌ها و بحث قیمت‌گذاری نادرست سهام؛ یکی از مهم‌ترین زمینه‌ها به شمار می‌رود. بخش قابل توجهی از قیمت‌گذاری نادرست سهام ناشی از ابهام، رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران، فقدان شفافیت، کیفیت ضعیف، دسترسی محدود به اطلاعات در سطح شرکت، ناآگاهی و عدم رفتار منطقی سرمایه‌گذاران می‌باشد و هنگامی اتفاق می‌افتد که قیمت سهام از ارزش بنیادی (ارزش ذاتی) آن متفاوت باشد و بازار برای آن سهام از کارایی کافی برخوردار نباشد. در این راستا ریو، ریو و یانگ^{۱۰} (۲۰۲۳) دریافتند که؛ ۱- رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران یک عامل مهم در توضیح قیمت‌گذاری نادرست سهام است. ۲- رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران بر ارزش‌گذاری نادرست معاملات آتی سهام تأثیر می‌گذارند و منجر به توضیح پویایی شاخص کل قیمت بازار سهام می‌شوند. ۳- پس از کنترل فعالیت‌های تجاری و عوامل اقتصاد کلان، رویکرد خوش‌بینی بیش از حد (رویکرد بدبینانه) سرمایه‌گذاران باعث افزایش (کاهش) ارزش بازار سهام خواهد شد. همچنین یافته‌های پژوهش ژائو و چن^{۱۱} (۲۰۲۴) نیز حاکی از آن است که رویکرد خاص سرمایه‌گذار و محدودیت‌های آربیتراژ دو شرط ضروری برای قیمت‌گذاری نادرست سهام در یک محیط تجربی هستند و قیمت‌گذاری نادرست سهام به این بستگی دارد که آیا دو عامل رویکرد خاص سرمایه‌گذار و محدودیت‌های آربیتراژ، یکدیگر را تقویت یا تضعیف می‌کنند. علاوه بر این مراد، حمزه و منیتا^{۱۲} (۲۰۲۴) با استفاده نمونه‌ای از ۵۳۵ شرکت فرانسوی در طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۸ نشان

می‌دهند که ارزش‌گذاری نادرست بازار سهام بر سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به طور مثبت تأثیرگذار است. همچنین بر اساس تئوری زمان‌بندی بازار، نویسندگان دریافتند که مدیران انگیزه دارند تا سهامشان را بیش از ارزش واقعی ارزش‌گذاری نمایند که این امر با هدف بهره‌مندی از هزینه سرمایه پایین انجام می‌شود و در شرکت‌هایی که با محدودیت مالی رو به رو هستند، بیشتر است. علاوه بر این شرکت‌های کم ارزش‌گذاری شده نسبت به شرکت‌های بیش ارزش‌گذاری شده، عملکرد بهتری دارند و بازده غیرعادی بالاتری کسب نموده‌اند. رضوی خسروشاهی، برادران حسن‌زاده و زینالی (۱۴۰۱) نیز نشان می‌دهند که جریان نقد عملیاتی منفی، واگرایی، اقلام تعهدی، صورت‌های مالی تلفیقی، انحراف معیار تغییرات خالص دارایی‌های عملیاتی و انحراف معیار جریان نقد عملیاتی بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تأثیر مثبت و معناداری می‌گذارند. همچنین مؤلفه‌های پیچیدگی راهبری، شامل ارتباطات سیاسی، دوره تصدی مدیرعامل و تمرکز مالکیت با قیمت‌گذاری نادرست سهام ارتباط مثبت و معناداری دارد.

ناتوانی تئوری‌های سنتی در پیش‌بینی روند بازار باعث ایجاد فرضیه‌ها و نظریه‌های جدید در حوزه ارزش‌گذاری سهام شده است که می‌توان به نظریه ارزش ذاتی^{۱۳}، تئوری بازار سرمایه^{۱۴}، نظریه‌های ساختار سرمایه^{۱۵}، تئوری سبد سرمایه‌گذاری^{۱۶} و نظریه آشوب^{۱۷} اشاره نمود. این نظریه‌ها، با در نظر گرفتن نقش رویکردهای سرمایه‌گذاران و تأکید بر اهمیت آن، به پیش‌بینی بازار و رفتار سرمایه‌گذاران در تعیین ارزش سهام کمک می‌نمایند و نتایج را در دسترس همگان قرار می‌دهند. به عنوان مثال تئوری آشوب؛ یک فرآیند غیرخطی، پویا و پیچیده است که به نظر تصادفی می‌رسد، اما در واقع معین می‌باشد و نسبت به شرایط اولیه حساسیت بالایی دارد. پیش‌بینی قیمت‌ها در نظریه آشوب با کشف فرآیند حاکم بر روند قیمت‌های سهام و با استفاده از مدل‌های مبتنی بر منطق فازی^{۱۸}، الگوریتم ژنتیک^{۱۹} و شبکه‌های عصبی^{۲۰} ممکن می‌گردد (استریچر^{۲۱}، ۲۰۲۲: ۶۵).

انتظار می‌رود که قیمت سهام شرکت تابعی از ارزش فعلی، ارزش واقعی و پیش‌بینی وضعیت آتی آن باشد. لذا هنگامی که ارزش یک سهم با روندی غیرمعقول افزایش می‌یابد، پدیده حباب قیمتی سهام اتفاق می‌افتد. به عبارت دیگر افزایش پیوسته و شدید در قیمت یک دارایی یا مجموعه‌ای از دارایی‌ها حباب قیمت سهام نام دارد که این افزایش قیمت غالباً با انتظارات معکوس و کاهش شدید قیمت‌ها همراه خواهد بود و عامل ایجاد بحران‌های مالی به شمار می‌رود. لذا رشد بی‌قاعده و نامنظم قیمت در بسیاری از موارد با سقوط ناگهانی قیمت همراه خواهد شد که منجر به زیان شدید برای سهامدارانی می‌شود که دیرتر از این ریزش اطلاع یابند (آگراول، تافلر و وانگ^{۲۲}، ۲۰۲۴: ۲۲). در این راستا عثمان و همکاران^{۲۳} (۲۰۲۴) بیان می‌کنند که رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران باعث ایجاد حباب در بازارهای بیت کوین، اتریوم، کریپتو و شاخص پالس دیفای شده است که این حباب در فاز صعودی بازار بزرگتر خواهد بود. کرونا نیز

دارای تأثیر مثبت و معنادار بر حباب قیمتی در بازارهای سهام، طلا و ارزهای دیجیتال می‌باشد. همچنین رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران منجر به ایجاد حباب قیمتی بزرگتر در بازارهای ارز دیجیتال شده است که دلیل آن ترس و طمع سرمایه‌گذاران می‌باشد. همچنین کوستل مایر^{۲۴} (۲۰۲۴) مطرح می‌کند که مدل نیکولاس، والن و ویلند (۲۰۱۷) به طور متوسط ۸۱٪ از تغییرات ارزش‌گذاری قیمت سهام را در میان نمونه‌ای از ۱۵,۶۱۷ شرکت غیرآمریکایی توضیح می‌دهد. علاوه بر این پس از کنترل اندازه، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری، سرمایه‌گذاری و سود عملیاتی؛ نتایج حاکی از آن است که شرکت‌هایی که کمتر ارزش‌گذاری شده‌اند به میزان ۶۲٪ عملکرد بهتری از شرکت‌هایی که بیشتر ارزش‌گذاری شده‌اند، دارند. علاوه بر این مجید عکله، دیدار و منصورفر (۱۴۰۳) بیان می‌کنند که؛ ۱- قیمت‌گذاری اشتباه بر تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد اثر مثبت و معنادار دارد. ۲- اثر میانجی شاخص‌های صورت جریان وجوه نقد در رابطه بین قیمت‌گذاری اشتباه و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد تأیید می‌گردند. ۳- شرکت‌ها در شرایط قیمت‌گذاری اشتباه سهم تمایل به نگهداشت وجه نقد دارند تا در مواقع نیاز از وجوه ذخیره شده جهت سرمایه‌گذاری یا مصارف دیگر استفاده کنند. ۴- استراتژی نگهداشت وجوه نقد توسط شرکت‌ها، آینده و سرنوشت آن‌ها را تعیین خواهد کرد. ۵- در ایران بررسی تأثیر قیمت‌گذاری اشتباه سهم بر فعالیت‌های تأمین مالی و سرمایه‌گذاری اهمیت زیادی دارد. با توجه به مباحث بیان شده در فوق، فرضیه‌های اول و دوم پژوهش به صورت ذیل تدوین می‌شوند.

فرضیه اول: رویکرد خاص سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام در سال جاری دارد.

فرضیه دوم: رویکرد خاص سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام در سال‌های آتی دارد.

۳- روش‌شناسی

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از لحاظ طبقه‌بندی بر حسب ماهیت و روش از نوع توصیفی - همبستگی است. روش مورد استفاده برای تحلیل داده‌ها از نوع مدل رگرسیون چندگانه در مجموعه داده‌های ترکیبی و مدل داده‌کاوی شبکه‌های عصبی می‌باشد و داده‌های مورد استفاده به روش کتابخانه‌ای و از طریق سایت اطلاع‌رسانی کدال، لوح‌های فشرده سازمان بورس و اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین جمع‌آوری شده است. همچنین به منظور دسته‌بندی، تلخیص و ایجاد پایگاه داده‌ها از نرم‌افزار Excel، برای برآورد مدل‌های رگرسیونی از نرم‌افزار Eviews نسخه ۱۲ و برای روش داده‌کاوی شبکه‌های عصبی از نرم‌افزار SPSS Modeler نسخه ۱۸ استفاده شده است.

جامعه آماری پژوهش، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۲ است که به منظور دسترسی به اطلاعات مورد نیاز برای آزمون‌ها و انتخاب واحدهای آماری همسان برای نمونه پژوهش به جهت دارا بودن قابلیت مقایسه، فیلترهای زیر اعمال شدند. (۱) اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش یعنی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۲ موجود باشد. (۲) سال مالی منتهی به پایان اسفندماه باشد. (۳) شرکت‌هایی که حداکثر تا تاریخ ۱۳۸۶/۰۱/۰۱ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و نام شرکت در دوره مورد بررسی حذف نگردیده باشد. (۴) تغییر دوره مالی، در دوره مورد مطالعه نداده باشند. (۵) به دلیل چرخه فعالیت، ویژگی خاص درآمد و ماهیت خاص فعالیت؛ مؤسسات مالی، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و بانک‌ها را شامل نمی‌گردد. (۶) وقفه معاملاتی بالاتر از ۶ ماه، وجود نداشته باشد. پس از اعمال محدودیت‌های فوق؛ تعداد ۱۲۹ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۲ شرایط را دارا می‌باشند، لذا نمونه‌گیری انجام نشده و تمامی شرکت‌ها جهت مطالعه انتخاب گردیده‌اند. با توجه به استفاده از داده‌های روزانه، هفتگی و سالیانه، در مجموع بیش از ۴۰۰,۰۰۰ داده روزانه، حدود ۱۰۰,۰۰۰ داده هفتگی و ۲,۱۹۳ داده سالیانه شرکت‌ها مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین داده‌های روزانه و هفتگی در نهایت تبدیل به متغیر سالیانه شده است.

مدل‌ها و متغیرها

در پژوهش حاضر تأثیرگذاری رویکرد خاص سرمایه‌گذاران بر ارزش‌گذاری نادرست سهام سال جاری و سال‌های آتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران واکاوی شده است. بدین منظور ابتدا با استفاده از آمار توصیفی، وضعیت کلی متغیرهای پژوهش مطالعه شده است و سپس با استفاده از مدل‌های رگرسیونی ۱ و ۲، فرضیه‌های پژوهش بررسی شده است. در ادامه نسبت به اولویت‌بندی تأثیرگذارترین متغیرهای پژوهش با استفاده از مدل داده‌کاوی شبکه‌های عصبی (به عنوان روش تکمیلی) اقدام شده است.

$$MISP_{i,t+n} = \alpha + \beta_1 SENT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 AGE_{i,t} + \beta_7 IVOL_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{مدل (۱)}$$

$MISP_{i,t+n}$: هر یک از معیارهای سنجش قیمت‌گذاری نادرست سهام برای سال‌های t ، $t+1$ و $t+2$ است. $SENT_{i,t}$: رویکرد خاص سرمایه‌گذاران می‌باشد. $SIZE_{i,t}$: اندازه شرکت بر اساس لگاریتم جمع دارایی‌های شرکت است. $ROA_{i,t}$: نرخ بازده دارایی‌ها می‌باشد که با استفاده از نسبت سود خالص به جمع دارایی‌ها سنجیده می‌شود. $LEV_{i,t}$: اهرم مالی است که با استفاده از نسبت جمع بدهی‌ها به جمع دارایی‌ها محاسبه می‌گردد. $MB_{i,t}$: فرصت‌های رشد می‌باشد که بر اساس نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت محاسبه می‌شود. $AGE_{i,t}$: لگاریتم سن شرکت از سال تأسیس تا سال مالی مورد نظر است. $IVOL_{i,t}$: ریسک بازده سهام است که با استفاده از انحراف معیار مقادیر باقیمانده مدل سه عاملی فاما و فرنچ^{۲۵} (۱۹۹۳) اندازه‌گیری می‌شود.

مدل (۲) $R_{i,t} - R_{ft} = \alpha_t + \beta_1 MRKT_t + \beta_2 SMB_t + \beta_3 HML_t + \varepsilon_{i,t}$
 $R_{i,t} - R_{ft}$: با استفاده از ما به تفاوت بازده پرتفوی P در ماه t نسبت به بازده بدون ریسک در آن ماه محاسبه می‌شود.
 $MRKT_{i,t}$: صرف ریسک بازار سرمایه است و با استفاده از تفاوت بازده بازار در دوره مورد بررسی و بازده بدون ریسک (نرخ بازده اوراق مشارکت بانک مرکزی) برای مدت مشابه آن محاسبه می‌شود.

$SMB_{i,t}$: عامل اندازه است و نشان دهنده اختلاف بین بازده پرتفوی‌های متشکل از سهام شرکت‌های بزرگ و پرتفوی‌های متشکل از سهام شرکت‌های کوچک است که جهت تعیین و کنترل عامل اندازه شرکت بر بازده اضافی آن در مدل فاما و فرنچ استفاده می‌شود. S/H : متوسط بازده شرکت‌های کوچک با ارزش بازار بالا است. S/M : متوسط بازده شرکت‌های کوچک با ارزش بازار متوسط می‌باشد. S/L : متوسط بازده شرکت‌های کوچک با ارزش بازار پایین است. B/H : متوسط بازده شرکت‌های بزرگ با ارزش بازار بالا می‌باشد. B/M : متوسط بازده شرکت‌های بزرگ با ارزش بازار متوسط است. B/L : متوسط بازده شرکت‌های بزرگ با ارزش بازار پایین می‌باشد. عامل اندازه با استفاده از رابطه ۱ سنجیده می‌شود (فاما و فرنچ، ۲۰۱۵: ۱۲).

$$SMB = \frac{(S/L + S/M + S/H)}{3} - \frac{(B/L + B/M + B/H)}{3} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$HML_{i,t}$: عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار است و با استفاده از اختلاف بین بازده پرتفوی‌های متشکل از سهام شرکت‌های سرمایه‌پذیر بالا و سرمایه‌پذیر پایین محاسبه می‌شود و تفاوت میانگین بازده شرکت‌های با نسبت ارزش بازار بالا و پایین را نشان می‌دهد. S/H : متوسط بازده شرکت‌های کوچک با ارزش بازار بالا می‌باشد. B/H : متوسط بازده شرکت‌های بزرگ با ارزش بازار بالا است. S/L : متوسط بازده شرکت‌های کوچک با ارزش بازار پایین می‌باشد. B/L : متوسط بازده شرکت‌های بزرگ با ارزش بازار پایین است. عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با استفاده از رابطه ۲ اندازه‌گیری می‌شود (فاما و فرنچ، ۲۰۱۵: ۱۳).

$$HML = \frac{(S/H + B/H)}{2} - \frac{(S/L + B/L)}{2} \quad \text{رابطه (۲)}$$

در مدل فاما و فرنچ در پایان هر سال تمام شرکت‌ها بر اساس اندازه رتبه‌بندی می‌شوند. در ادامه شرکت‌های میانی در دو گروه اول (ارزش بازاری آن‌ها کمتر از حد میانه) و دوم (ارزش بازاری آن‌ها بزرگتر از حد میانه) طبقه‌بندی می‌شوند. سپس شرکت‌ها هر سال بر مبنای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار رتبه‌بندی می‌شوند و به سه دسته تقسیم می‌گردند. در این تقسیم‌بندی ۳۰٪ از سهام‌ها به سبدهای با نسبت پایین (Low)، ۴۰٪ میانی (Median) و ۳۰٪ به سبدهای با نسبت بالا (High) ارزش دفتری به ارزش بازار تقسیم می‌شوند. در نتیجه ۶ سبد مختلف از ترکیب این دو تقسیم‌بندی به دست می‌آید که به شرح زیر است. BL, BM, BH: این سبدها

نقش رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در تبیین ارزش‌گذاری نادرست سهام/۶۷

سهم‌هایی با اندازه بزرگ را شامل می‌شوند که به ترتیب دارای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بزرگ، متوسط و کوچک می‌باشند. SL, SM, SH: این سبدها سهم‌هایی با اندازه کوچک را شامل می‌شوند که به ترتیب دارای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بزرگ، متوسط و کوچک هستند (فاما و فرنچ، ۲۰۱۵: ۱۳).

متغیر وابسته: ارزش‌گذاری نادرست سهام

با توجه به اینکه یک رابطه مناسب و جامع جهت سنجش ارزش‌گذاری نادرست در دسترس نبوده و هر یک از رابطه‌های موجود ابعاد خاصی از ارزش‌گذاری نادرست را مورد بررسی قرار می‌دهند، بنابراین در پژوهش حاضر ارزش‌گذاری نادرست با استفاده از سه روش اندازه‌گیری محاسبه شده است.

ارزش‌گذاری نادرست بر اساس روش رودز-کروف، رابینسون و ویسواناتان

شناسایی ارزش‌گذاری نادرست سهام با استفاده از روش رودز-کروف، رابینسون و ویسواناتان^{۲۶} (۲۰۰۵) به شرح رابطه ۳ می‌باشد.

$$\ln \text{Market}_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \ln B_{i,t} + \alpha_2 \ln(|NI|)_{i,t} + \alpha_3 \ln(|NI|)_{i,t} \times D(NI_{i,t} < 0) + \alpha_4 \text{LEV}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۳)}$$

$\ln \text{Market}_{i,t}$: لگاریتم طبیعی ارزش بازار شرکت (ارزش بازار سهام به علاوه ارزش دفتری بدهی‌ها) است. $\ln B_{i,t}$: لگاریتم طبیعی ارزش دفتری شرکت i در سال t می‌باشد. $NI_{i,t}$: سود خالص شرکت i در سال t است. $D(NI_{i,t} < 0)$: یک متغیر مجازی است؛ اگر شرکت i در سال t زیان‌ده باشد، مقدار آن برابر با یک و در غیر این صورت (سودده باشد)، مقدار آن صفر در نظر گرفته می‌شود. $\text{LEV}_{i,t}$: اهرم مالی شرکت i در سال t است که از طریق نسبت کلی بدهی به جمع دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

ارزش‌گذاری نادرست بر اساس روش نیکولاس، والن و ویلند

دیگر روش مورد استفاده جهت سنجش وضعیت ارزش‌گذاری سهام، مدل اطلاعات بنیادی نیکولاس، والن و ویلند^{۲۷} (۲۰۱۷) به شرح رابطه ۴ می‌باشد.

$$\text{PRICE}_{i,t} = \sum_{j=1}^n \alpha_{j,t} + \gamma_1 \text{BV}_{i,t} + \gamma_2 \text{IB}_{i,t} + \gamma_3 \text{NEG}_{i,t} + \gamma_4 \text{NEG} \times \text{IB}_{i,t} + \gamma_5 \text{DV}_{i,t} + \gamma_6 \text{OIGR}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۴)}$$

$\text{PRICE}_{i,t}$: قیمت پایانی سهام در پایان سال مالی می‌باشد. $\alpha_{j,t}$: متغیر مجازی به ازای هر یک از n صنعت بررسی شده است. $\text{BV}_{i,t}$: با استفاده از نسبت حقوق صاحبان سهام بر تعداد سهام حاصل می‌گردد. $\text{IB}_{i,t}$: با استفاده از نسبت سود (زیان) قبل از اقلام غیرمترقبه بر تعداد سهام به دست می‌آید. $\text{NEG}_{i,t}$: اگر سود قبل از اقلام غیرمترقبه منفی باشد به این متغیر مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر می‌گیرد. $\text{DV}_{i,t}$: نسبت حقوق صاحبان سهام دوره گذشته منهای حقوق صاحبان سهام این دوره به علاوه سود خالص به تعداد سهام است. $\text{OIGR}_{i,t}$: نسبت تفاوت

سود عملیاتی این دوره و سال گذشته به تعداد سهام منتشره می‌باشد. بنابراین پس از تخمین رابطه ۴، مقادیر باقیمانده با استفاده از رابطه‌های ۵ و ۶ حاصل می‌گردد.

$$VALUE_{i,t} = \bar{\alpha}_{i,t} + \bar{\gamma}_1 BV_{i,t} + \bar{\gamma}_2 IB_{i,t} + \bar{\gamma}_3 NEG_{i,t} + \bar{\gamma}_4 NEG \times IB_{i,t} + \bar{\gamma}_5 DV_{i,t} + \bar{\gamma}_6 OIGR_{i,t} \quad \text{رابطه (۵)}$$

$$VRES_{i,t} = \frac{PRICE_{i,t} - VALUE_{i,t}}{PRICE_{i,t}} \quad \text{رابطه (۶)}$$

$VRES_{i,t}$: مقادیر باقیمانده بیانگر ارزش‌گذاری نادرست سهام است. مقادیر باقیمانده منفی نشان دهنده ارزش‌گذاری کمتر از حد عوامل بنیادی (کم ارزش‌گذاری شده) و مقادیر باقیمانده مثبت بیانگر ارزش‌گذاری بیشتر از حد عوامل بنیادی (بیش ارزش‌گذاری شده) توسط بازار سرمایه می‌باشد. هر چه قدر مطلق مقادیر باقیمانده کوچکتر باشد بیانگر ارزش‌گذاری مناسب‌تر قیمت سهام می‌باشد، لذا جهت تفسیر ساده‌تر، قدر مطلق مقادیر باقیمانده در عدد منفی یک (-۱) ضرب می‌گردد (نیکولاس، والن و ویلند، ۲۰۱۷: ۱۴۱۴).

ارزش‌گذاری نادرست بر اساس روش حباب قیمت سهام

روش حباب قیمت سهام، روش سوم جهت محاسبه قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌باشد. آزمون همبستگی سریالی بازدهی‌ها (بازدهی‌های متوالی در طول زمان)، یکی از روش‌های آزمون وجود حباب است. آزمون تسلسل از ابزارهای شناسایی وابستگی سریالی محسوب می‌شود. در این پژوهش برای انجام آزمون تسلسل مراحل ذیل انجام می‌شود. ۱- میانگین سری زمانی بازدهی‌های هفتگی شرکت‌ها محاسبه می‌شود. ۲- بازدهی‌های هر هفته با میانگین به دست آمده مقایسه می‌گردد. ۳- اگر بازده هفتگی کمتر از میانگین باشد، علامت منفی و چنانچه بازده هفتگی بزرگتر از میانگین باشد، علامت مثبت می‌گیرد. ۴- تعداد کل سلسله‌های تشکیل شده و تعداد کل مثبت‌ها و منفی‌ها در سری زمانی شمارش می‌گردند. ۵- معنادار بودن تفاوت تعداد سلسله‌های شمارش شده با تعداد سلسله‌های مورد انتظار برای متغیر تصادفی از طریق آزمون t بررسی می‌شود. اگر آماره آزمون در محدوده بحرانی $+2/576$ تا $-2/576$ قرار داشته باشد، در این صورت تعداد سلسله‌ها با تعداد سلسله‌های مورد انتظار تفاوت معناداری نداشته و لذا طول سلسله‌ها با طول سلسله تصادفی تفاوتی ندارد و حباب قیمت سهام وجود ندارد. همچنین اگر آماره آزمون در محدوده بحرانی قرار نداشته باشد به این معنا می‌باشد که تعداد سلسله‌های شمارش شده به صورت معناداری کمتر از تعداد سلسله‌های مورد انتظار است و لذا طول سلسله‌های سری زمانی، آنقدر طولانی می‌باشد که با داده‌های تصادفی همخوانی ندارد و حباب قیمت سهام وجود دارد. تعداد سلسله‌های مورد انتظار در یک رشته تصادفی و انحراف معیار سلسله‌ها به ترتیب از طریق رابطه‌های ۷ و ۸ محاسبه می‌شود. (وکیلی فرد و همکاران، ۱۳۸۹: ۷۹).

$$E(R) = \frac{2(n_1)(n_2)}{n_1 + n_2} + 1 \quad \text{رابطه (۷)}$$

$$\delta = \sqrt{\frac{2n_1n_2[2(n_1n_2)-n_1-n_2]}{(n_1+n_2)^2(n_1+n_2-1)}} \quad \text{رابطه (۸)}$$

$E(R)$: تعداد مورد انتظار سلسله‌ها است. δ : انحراف معیار سلسله‌ها می‌باشد. n_1 : تعداد بازدهی‌های مثبت است. n_2 : تعداد بازدهی‌های منفی می‌باشد.

متغیر مستقل: رویکرد خاص سرمایه‌گذاران

به منظور سنجش رویکرد خاص سرمایه‌گذاران از شاخص قدرت نسبی^{۲۸}، نسبت گردش سهام^{۲۹}، لگاریتم حجم معاملات سهام^{۳۰} و شاخص خط روانی^{۳۱} با استفاده از روش تحلیل مؤلفه-های اساسی^{۳۲} استفاده می‌شود. بدین منظور جهت تخمین دقیق رویکرد خاص سرمایه‌گذاران و حذف اثرات بازار از آن از رابطه‌های رگرسیونی ۹ تا ۱۴ به تفکیک هر شرکت - سال استفاده می‌شود (کیم، ریو و یانگ، ۲۰۱۹: ۹۲).

$$S_{i,t} = F_{i,RSI}RSI_{i,t} + F_{i,ATR}ATR_{i,t} + F_{i,LTV}LTV_{i,t} + F_{i,PLI}PLI_{i,t} \quad \text{رابطه (۹)}$$

$$S_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1MRKT_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

$$SENT_{i,t} = \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۱۱)}$$

$$RSI_{i,t} = \left[\frac{\frac{\sum_{k=0}^{13} \max(P_{i,t-k} - P_{i,t-k-1}, 0)}{\sum_{k=0}^{13} \max(P_{i,t-k-1} - P_{i,t-k}, 0)}}{1 + \left(\frac{\sum_{k=0}^{13} \max(P_{i,t-k} - P_{i,t-k-1}, 0)}{\sum_{k=0}^{13} \max(P_{i,t-k-1} - P_{i,t-k}, 0)} \right)} \right] \times 100 \quad \text{رابطه (۱۲)}$$

$$ATR_{i,t} = \frac{VOL_{i,t}}{\text{Num of Outstanding Share}_{i,t}} \times \frac{R_{i,t}}{|R_{i,t}|} \quad \text{رابطه (۱۳)}$$

$$PLI_{i,t} = \left[\sum_{k=0}^{11} \left\{ \frac{\max(P_{i,t-k} - P_{i,t-k-1}, 0)}{P_{i,t-k} - P_{i,t-k-1}} \right\} / 12 \right] \times 100 \quad \text{رابطه (۱۴)}$$

$SENT_{i,t} = \varepsilon_{i,t}$: مقادیر باقیمانده است و بیانگر معیار نهایی رویکرد خاص سرمایه‌گذاران به بازار در سال مورد نظر است. $RSI_{i,t}$: شاخص قدرت نسبی بازار است و افزایش یا کاهش قیمت را نشان می‌دهد و بر اساس میزان تغییرات قیمت، اندازه‌گیری می‌گردد. هر چقدر میزان عددی این شاخص بیشتر (کمتر) باشد، قوی بودن روند خرید (فروش) را نشان می‌دهد. قدرت نسبی با استفاده از تقسیم متوسط سود (میانگین درصد بازده نگهداشت سهام در روزهای با قیمت پایانی سهام مثبت) به متوسط زیان (میانگین درصد بازده نگهداشت سهام در روزهای با قیمت پایانی سهام منفی) در طی دوره محاسبه اندیکاتور (به طور معمول ۱۴ روز قبل از روز مورد نظر) محاسبه می‌شود. $ATR_{i,t}$: نسبت گردش سهام اصلاح شده طی دوره مورد نظر است. $LTV_{i,t}$: لگاریتم طبیعی حجم معاملات سهام شرکت در روز مورد نظر می‌باشد. $PLI_{i,t}$: شاخص خط روانی است و بر اساس آن آستانه قیمت سهم که در آن قدرت از خریداران به فروشندگان و یا بالعکس منتقل می‌گردد، تعیین می‌شود. لذا اگر تعداد روزهای با قیمت پایانی مثبت (۱۴ روز

گذشته) بر تعداد کل روزهای مورد نظر تقسیم گردد، شاخص روانی محاسبه می‌شود. $VOL_{i,t}$: حجم معاملات سهام i در روز t است. $P_{i,t}$: قیمت سهام i در روز t می‌باشد. $R_{i,t}$: بازده سهام i در روز t است (کیم، ریو و یانگ، ۲۰۱۹: ۹۳).

۴- یافته‌ها

آمار توصیفی و جداول فراوانی

تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی در قسمت آمار توصیفی انجام شده است. داده‌های پرت در برخی از متغیرها، وجود داشته که با استفاده از روش پیراستن^{۳۳} نسبت به حذف آن‌ها اقدام شده است. در خصوص نرمال بودن توزیع ارزش‌گذاری نادرست سهام، نتایج نشان می‌دهند که معیارهای مختلف قیمت‌گذاری نادرست از توزیعی نزدیک به نرمال برخوردار می‌باشند. همچنین یافته‌های به دست آمده از بررسی مانایی و همگرایی متغیرهای پژوهش بیانگر عدم وجود رگرسیون کاذب و روابط غیرعادی بین متغیرهای پژوهش است (جهت حفظ اختصار از ارائه نتایج خودداری شده است).

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش	عنوان	نماد	تعداد نمونه	میانگین	میان	انحراف معیار	ضریب چولگی	ضریب کشیدگی	کمینه	بیشینه
قیمت‌گذاری نادرست - معیار	MISP_RDS	۲۱۹۳	-۰/۳۷۷	-۰/۳۱۱	۰/۲۸۳	-۰/۹۵۸	۰/۲۳۲	-۱/۰۸۹	-۰/۰۳۵	
قیمت‌گذاری نادرست - معیار	MISP_NIC	۲۱۹۳	-۰/۹۶۸	-۰/۶۵۹	۰/۹۰۲	-۱/۲۶۸	۰/۶۱۹	-۳/۲۴۱	-۰/۰۷۱	
رویکرد خاص سرمایه‌گذاران	SENT	۲۱۹۳	۰/۹۱۱	۰/۹۰۱	۰/۱۹۶	-۰/۰۷۵	-۰/۲۱۴	-۰/۴۱۸	۱/۲۹۸	
اندازه شرکت	SIZE	۲۱۹۳	۶/۳۱۸	۶/۲۰۵	۰/۷۷۳	۰/۷۶۴	۰/۸۱۸	۴/۲۹۱	۹/۵۱۱	
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	۲۱۹۳	-۰/۱۴۱	۰/۱۱۲	۰/۱۴۷	-۰/۵۸۴	۰/۸۴۷	-۰/۰۴۱	-۰/۶۸۲	
اهرم مالی	LEV	۲۱۹۳	۰/۵۶۳	۰/۵۷۱	۰/۲۰۰	-۰/۰۷۶	-۰/۶۰۶	۰/۱۵۶	۱/۰۱۳	
نسبت ارزش بازار	MB	۲۱۹۳	۲/۱۰۶	۱/۵۹۹	۱/۳۳۵	۱/۶۲۱	۱/۸۳۴	۰/۹۰۰	۵/۹۴۹	
سن شرکت	AGE	۲۱۹۳	۱/۵۵۷	۱/۵۹۱	۰/۱۷۹	-۰/۸۷۷	۰/۵۹۹	۰/۶۹۹	۱/۸۵۷	
ریسک بازده سهام	IVOL	۲۱۹۳	-۰/۰۳۴	۰/۰۲۵	۰/۰۲۵	۱/۵۴۴	۱/۵۶۱	-۰/۰۱۰	-۰/۱۰۴	

جدول ۲. جدول فراوانی متغیر حباب قیمت سهام

سال	تعداد نمونه	فراوانی فاقد حباب	دارای حباب	درصد فراوانی فاقد حباب	دارای حباب
۱۳۸۶	۱۲۹	۵۷	۷۲	۰/۴۴۲	۰/۵۵۸
۱۳۸۷	۱۲۹	۶۰	۶۹	۰/۴۶۵	۰/۵۳۵
۱۳۸۸	۱۲۹	۷۵	۵۴	۰/۵۸۱	۰/۴۱۹
۱۳۸۹	۱۲۹	۸۲	۴۷	۰/۶۳۶	۰/۳۶۴
۱۳۹۰	۱۲۹	۵۷	۷۲	۰/۴۴۲	۰/۵۵۸
۱۳۹۱	۱۲۹	۶۵	۶۴	۰/۵۰۴	۰/۴۹۶
۱۳۹۲	۱۲۹	۵۰	۷۹	۰/۳۸۸	۰/۶۱۲
۱۳۹۳	۱۲۹	۴۷	۸۲	۰/۳۶۴	۰/۶۳۶
۱۳۹۴	۱۲۹	۵۸	۷۱	۰/۴۵۰	۰/۵۵۰
۱۳۹۵	۱۲۹	۶۲	۶۷	۰/۴۸۱	۰/۵۱۹
۱۳۹۶	۱۲۹	۶۳	۶۶	۰/۴۸۸	۰/۵۱۲
۱۳۹۷	۱۲۹	۵۳	۷۶	۰/۴۱۱	۰/۵۸۹
۱۳۹۸	۱۲۹	۵۴	۷۵	۰/۴۱۹	۰/۵۸۱
۱۳۹۹	۱۲۹	۱۴	۱۱۵	۰/۱۰۹	۰/۸۹۱
۱۴۰۰	۱۲۹	۱۵	۱۱۴	۰/۱۱۶	۰/۸۸۴
۱۴۰۱	۱۲۹	۳۵	۹۴	۰/۲۷۱	۰/۷۲۹
۱۴۰۲	۲۱۹۳	۸۸۶	۱۳۰۷	۰/۴۰۴	۰/۵۹۶

مطابق جدول ۱، میانگین قیمت‌گذاری نادرست بر اساس معیارهای رودز-کروف، رایینسون و ویسواناتان و نیکولاس، والن و ویلند به ترتیب برابر با ۰/۳۷۷- و ۰/۹۶۸- است. با توجه به آنکه هر چه قدر مطلق مقادیر باقیمانده کوچکتر باشد بیانگر ارزش‌گذاری مناسب‌تر قیمت سهام می‌باشد، لذا شرکت‌های نمونه از لحاظ وضعیت قیمت‌گذاری نادرست در وضعیت نسبتاً خوبی هستند و کمتر درگیر قیمت‌گذاری نادرست می‌باشند. علاوه بر این میانگین رویکرد خاص سرمایه‌گذاران برابر با ۰/۹۱۱ می‌باشد، هر چه این مقدار بزرگتر باشد بیانگر رویکرد خاص‌تر سرمایه‌گذاران و سهامداران شرکت‌ها است. سایر یافته‌ها حاکی از آن است که نرخ بازده دارایی‌ها در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۱۴۱ است. بنابراین شرکت‌های بررسی شده حدود ۱۴ درصد جمع دارایی‌های به کارگیری شده، سود خالص کسب کرده‌اند. میانگین نسبت اهرم مالی نیز برابر با ۰/۵۶۳ می‌باشد و به معنای تأمین بیش از نیمی از منابع مالی شرکت‌های بررسی شده از طریق استقراض و بدهی است. نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری در شرکت‌های نمونه برابر با ۲/۱۰۶ می‌باشد و ارزش بازار این شرکت‌ها اندکی بیش از دو برابر ارزش دفتری آن‌ها است. سایر یافته‌ها نشان می‌دهند که میانگین ریسک بازده سهام در شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۰۳۴ است که هر چه این مقدار بزرگتر باشد، ریسک بازدهی بالاتر خواهد بود.

مطابق جدول ۲، درصد فراوانی حباب قیمت سهام در طول دوره پژوهش ۰/۵۹۶ می‌باشد و این بدان معناست که حدود ۶۰ درصد شرکت‌های نمونه در دوره پژوهش درگیر حباب قیمت سهام بوده‌اند. از یافته‌های قابل توجه می‌توان به وجود بالاترین درصد فراوانی وجود حباب قیمت سهام در سال‌های ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ اشاره نمود که انطباق این نتیجه با آنچه در این سال‌ها

در بازار سرمایه گذشت، اعتبار مدل سنجش حباب قیمت سهام به کار رفته در این پژوهش را نمایان می‌سازد. همچنین می‌توان به وجود کمترین مقدار حباب قیمت سهام در سال‌های ۱۳۸۸ و ۱۳۸۹ اشاره نمود.

بررسی تأثیر رویکرد خاص سرمایه‌گذاران بر ارزش‌گذاری نادرست سهام در سال جاری (آزمون فرضیه نخست)

در جدول‌های ۳ و ۴، نتایج به دست آمده از مدل رگرسیونی پژوهش مبتنی بر داده‌های تابلویی (پانل دیتا) که بر اساس سه معیار مختلف سنجش قیمت‌گذاری نادرست مورد بررسی قرار گرفته، ارائه شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون‌های پیش‌فرض و انتخاب الگوی مدل

نوع آزمون	معیار رودز-کروف، رایینسون و ویسواناتان		معیار نیکولاس، وال و ویلند		حباب قیمت سهام		نتیجه
	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	
آزمون همسانی واریانس‌ها	۰/۰۰۰	۲۳/۵۱۳	۰/۰۰۰	۴۱/۸۷۱	۰/۰۰۰	۸/۵۵۶	ناهمسانی واریانس‌ها
آزمون F لیمر	۰/۰۰۰	۴/۳۰۹	۰/۰۰۰	۴/۸۵۵	۰/۰۱۹	۱/۲۸۷	وجود اثرات ثابت در مدل
آزمون هاسمن	۰/۰۰۰	۱۸/۶۷۴ ۳	۰/۰۰۰	۲۶۸/۱۴۷	۰/۰۰۰	۳۱/۱۱۶	غیرتصادفی بودن اثرات ثابت

مطابق جدول ۳، سطح معناداری آزمون در همه معیارهای بررسی شده کوچکتر از ۵٪ می‌باشد که به معنای ناهمسان بودن واریانس‌های باقیمانده مدل است. در این پژوهش برای رفع مشکل ناهمسانی واریانس‌ها از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده و در برآورد توسط نرم‌افزار آماری به مدل ضرایب وزنی متناسب با واریانس داده شده است. نتایج آزمون F (آزمون لیمر) نشان می‌دهد که مدل پژوهش در تمامی معیارهای قیمت‌گذاری نادرست دارای الگوی اثرات ثابت می‌باشد و داده‌های ترکیبی در مدل پژوهش وجود دارد. نتیجه به دست آمده علاوه بر تعیین نوع مدل بیانگر آن است که نوع فعالیت شرکت (به عنوان یک مقطع) بر ارزش‌گذاری نادرست شرکت‌ها تأثیرگذار بوده است. جهت بررسی تصادفی بودن نوع اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده شده که یافته‌ها حاکی از آن است که الگوی اثرات ثابت غیرتصادفی به عنوان الگوی ارجح پذیرفته شده و بر همین اساس مدل پژوهش مورد بررسی قرار گرفته است.

نقش رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در تبیین ارزش‌گذاری نادرست سهام/۷۳

جدول ۴. نتایج تأثیرگذاری رویکرد خاص سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست در سال جاری

نتایج ضرایب متغیرهای پژوهش بر اساس معیارهای مختلف سنجش قیمت‌گذاری نادرست							
متغیرهای پژوهش	نماد	رایبسون و ویسواناتان	رودز-کروف،	معیار نیکولاس، والن و ویلند	حباب قیمت سهام	عامل	تورم واریانس (VIF)
		ضریب آماره t	سطح معناداری	ضریب آماره t	سطح معناداری	ضریب آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	-۱/۷۴۱	۰/۰۰۰	-۸/۱۵۵	۰/۰۰۰	-۱/۱۰۳	۰/۰۰۰
رویکرد سرمایه‌گذاران	SENT	-۱۴/۵۵۵	۰/۰۰۰	-۲۰/۱۹۴	۰/۰۰۰	-۳/۸۰۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۰۵۳	۰/۰۱۷	-۰/۰۲۷	۰/۶۹۳	-۰/۲۷۹	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	-۲/۳۹۳	۰/۰۰۰	-۰/۳۹۵	۰/۰۳۴	-۵/۰۴۱	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۵۵۷	۰/۰۰۰	-۰/۰۹۶	۰/۰۳۴	۰/۲۰۸	۰/۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۳/۸۴۹	۰/۰۰۰	-۲/۱۲۸	۰/۰۰۰	۵/۶۸۲	۰/۰۰۰
سن شرکت	AGE	۰/۵۰۷	۰/۰۰۰	-۰/۱۹۶	۰/۱۷۰	-۰/۱۵۵	۰/۰۰۰
ریسک بازده سهام	IVOL	۱۰/۸۲۹	۰/۰۰۰	-۱/۳۷۳	۰/۱۷۰	-۱/۳۵۷	۰/۰۰۰
آزمون F / سطح معناداری		۰/۱۸۲	۰/۰۰۰	۰/۴۴۶	۰/۰۰۰	۱/۱۰۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین مدل		۵/۳۸۴	۰/۰۰۰	۴/۱۲۷	۰/۰۰۰	۱/۳۰۲	۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون (DW)		-۰/۱۸۲	۰/۰۰۰	۰/۱۲۹	۰/۰۰۰	۰/۰۳۰	۰/۰۰۰
		-۳۸/۹۸۶	۰/۰۰۰	۸/۶۰۱	۰/۰۰۰	۲/۵۵۷	۰/۰۰۰
		۰/۷۷۶	۰/۰۰۰	۴/۶۹۸	۰/۰۰۰	۰/۰۴۹	۰/۰۰۰
		۷/۲۵۰	۰/۰۰۰	۱۳/۰۹۴	۰/۰۰۰	۰/۱۹۲	۰/۰۰۰
		۰/۳۴۷	۰/۰۰۰	۰/۸۴۶	۰/۰۰۰	-۰/۹۶۱	۰/۰۰۰
		۱/۷۸۹	۰/۰۷۴	۱/۳۹۴	۰/۰۰۰	-۲/۰۲۵	۰/۰۰۰
		۱۹/۳۵۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱۱/۴۳۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
		۰/۵۵۹	۰/۰۰۰	۰/۴۲۹	۰/۰۰۰	۰/۱۴۰	۰/۰۰۰
		۱/۷۱۹	۰/۰۰۰	۱/۶۵۳	۰/۰۰۰	۲/۰۵۳	۰/۰۰۰

نتایج آزمون فرضیه نخست پژوهش

مطابق جدول ۴، مقدار آماره F مدل در هر سه بخش معناداری مدل پژوهش را نشان می‌دهد و بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد. در خصوص آماره دوربین واتسون نیز نتایج بیانگر عدم خود همبستگی باقیمانده‌هاست و لذا یکی دیگر از فروض رگرسیون تأیید می‌گردد. علاوه بر این آزمون تورم واریانس بیانگر عدم وجود هم‌خطی است.

رویکرد خاص سرمایه‌گذاران تأثیری منفی و معنادار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام بر اساس معیار رودز-کروف، رابینسون و ویسواناتان دارد (با توجه به اینکه مقدار آماره t و سطح معناداری به دست آمده به ترتیب برابر با ۲/۳۹۳ و ۰/۰۱۷ است). در خصوص معیار نیکولاس، والن و ویلند یافته‌ها بیانگر تأثیرگذاری منفی اما بی‌معنای رویکرد خاص سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام است. همچنین رویکرد خاص سرمایه‌گذاران تأثیری منفی و معنادار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام بر اساس معیار حباب قیمت سهام دارد. مجموع یافته‌های به دست آمده نشان می‌دهند که رویکرد خاص سرمایه‌گذاران تأثیری منفی (در هر سه بخش) و معنادار (در دو بخش از سه بخش) بر قیمت‌گذاری نادرست سهام در سال جاری دارد. بنابراین فرضیه اول پژوهش مبنی بر اینکه؛ رویکرد خاص سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام در سال جاری دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد (رد نمی‌شود).

بررسی تأثیر رویکرد خاص سرمایه‌گذاران بر ارزش‌گذاری نادرست سهام در سال‌های آتی

در جدول‌های ۵ و ۶، نتایج به دست آمده از مدل رگرسیونی پژوهش که بر اساس سه معیار مختلف سنجش قیمت‌گذاری نادرست، در یک سال آتی ($t+1$) و دو سال آتی ($t+2$) مورد بررسی قرار گرفته، ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون‌های پیش‌فرض و انتخاب الگوی مدل در سال آتی ($t+1$)

نوع آزمون	معیار رودز-کروف، رابینسون و ویسواناتان		معیار نیکولاس، والن و ویلند		حباب قیمت سهام		نتیجه
	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	
آزمون همسانی واریانس‌ها	۲۷/۱۹۷	۰/۰۰۰	۴۶/۱۰۶	۰/۰۰۰	۶/۲۸۸	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس‌ها
آزمون F لیمر	۲/۲۵۶	۰/۰۰۰	۴/۴۲۰	۰/۰۰۰	۱/۳۱۸	۰/۰۱۱	وجود اثرات ثابت در مدل
آزمون هاسمن	۹۳/۱۷۱	۰/۰۰۰	۲۱۷/۲۶۲	۰/۰۰۰	۳۳/۰۴۷	۰/۰۰۰	غیرتصادفی بودن اثرات ثابت

جدول ۶. نتایج آزمون‌های پیش‌فرض و انتخاب الگوی مدل در دو سال آتی ($t+2$)

نوع آزمون	معیار رودز-کروف، رابینسون و ویسواناتان		معیار نیکولاس، والن و ویلند		حباب قیمت سهام		نتیجه
	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	
آزمون همسانی واریانس‌ها	۲۰/۴۴۱	۰/۰۰۰	۳۶/۵۳۱	۰/۰۰۰	۹/۲۶۲	۰/۰۰۰	ناهمسانی واریانس‌ها
آزمون F لیمر	۲/۳۷۱	۰/۰۰۰	۴/۷۹۹	۰/۰۰۰	۱/۳۰۲	۰/۰۱۵	وجود اثرات ثابت در مدل
آزمون هاسمن	۱۲۳/۶۴۴	۰/۰۰۰	۲۳۴/۰۲۵	۰/۰۰۰	۲۶/۱۸۸	۰/۰۰۰	غیرتصادفی بودن اثرات ثابت

مطابق جداول ۵ و ۶، سطح معناداری آزمون همسانی واریانس‌ها در همه معیارهای مطالعه شده کوچکتر از ۵٪ است که ناهمسان بودن واریانس‌های باقیمانده مدل را نشان می‌دهد. به منظور رفع مشکل ناهمسانی واریانس‌ها از روش حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است. نتایج آزمون F (آزمون لیمر) نشان می‌دهد که مدل پژوهش در تمامی سال‌ها و معیارهای قیمت‌گذاری نادرست، دارای الگوی اثرات ثابت است و داده‌های ترکیبی در مدل پژوهش وجود دارد. نتیجه به دست آمده علاوه بر تعیین نوع مدل بیانگر آن می‌باشد که نوع فعالیت شرکت (به عنوان یک مقطع) بر قیمت‌گذاری نادرست شرکت‌ها تأثیرگذار بوده است. جهت بررسی تصادفی بودن نوع اثرات ثابت از آزمون هاسمن استفاده شده است. یافته‌ها نشان می‌دهند که الگوی اثرات ثابت غیرتصادفی به عنوان الگوی ارجح پذیرفته شده است و بر همین اساس مدل پژوهش بررسی شده است.

نقش رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در تبیین ارزش‌گذاری نادرست سهام/۷۵

جدول ۷. نتایج تأثیرگذاری رویکرد خاص سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست در سال $t+1$

متغیرهای پژوهش	نماد	نتایج ضرایب متغیرهای پژوهش بر اساس معیارهای مختلف سنجش قیمت‌گذاری نادرست					
		معیار رابینسون و ویسواناتان		معیار نیکولاس، والن و ویلند		حباب قیمت سهام	
		ضریب آماره t	سطح معناداری	ضریب آماره t	سطح معناداری	ضریب آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	-۱۶/۰۶۸	۰/۰۰۰	-۸/۸۳۱	۰/۰۰۰	-۱۶/۰۰۷	۰/۰۰۳
رویکرد خاص سرمایه‌گذاران	SENT	-۶/۱۰۱	۰/۰۰۰	-۱۸/۵۹۳	۰/۰۰۰	-۲/۹۵۹	۰/۰۰۳
اندازه شرکت	SIZE	-۰/۱۷۹	۰/۰۰۰	-۰/۱۰۵	۰/۰۰۰	-۰/۰۴۵	۰/۰۰۳
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	-۵/۹۶۲	۰/۰۰۰	-۱/۴۳۸	۰/۰۰۰	-۰/۷۶۴	۰/۰۰۳
اهرم مالی	LEV	-۰/۰۹۸	۰/۰۰۰	-۰/۱۲۶	۰/۰۰۰	۰/۲۴۲	۰/۰۰۳
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	-۴/۸۳۹	۰/۰۰۰	-۲/۵۷۸	۰/۰۰۰	۶/۱۲۰	۰/۰۰۰
سن شرکت	AGE	۰/۰۸۳	۰/۰۰۰	۰/۱۹۰	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۷	۰/۰۰۰
ریسک بازده سهام	IVOL	۱/۳۵۱	۰/۱۷۷	۱/۲۵۹	۰/۱۷۷	-۰/۰۵۵	۰/۱۷۷
آزمون F / سطح معناداری		۰/۱۹۸		۰/۲۵۰		۰/۱۶۳	
ضریب تعیین مدل		۴/۵۳۷		۲/۲۱۶		۱/۹۰۰	
آماره دوربین واتسون		-۰/۰۶۹		۰/۱۱۷		۰/۰۰۱	
(DW)		-۱۰/۳۸۵		۷/۴۲۶		۰/۰۱۵	
		۰/۹۳۵		۵/۴۷۴		۰/۰۱۶	
		۵/۹۳۰		۱۳/۰۲۶		۰/۰۵۲	
		۰/۸۱۴		-۷/۷۹۵		-۰/۵۰۱	
		۳/۲۰۰		-۱۲/۱۵۱		-۱/۰۱۰	
		۴/۴۹۰		۱۱/۴۹۹		۲/۲۶۶	
		۰/۲۳۹		۰/۴۴۶		۰/۱۳۷	
		۱/۶۴۶		۱/۶۶۰		۲/۰۶۳	

جدول ۸. نتایج تأثیرگذاری رویکرد خاص سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست در سال $t+2$

متغیرهای پژوهش	نماد	نتایج ضرایب متغیرهای پژوهش بر اساس معیارهای مختلف سنجش قیمت‌گذاری نادرست					
		معیار رابینسون و ویسواناتان		معیار نیکولاس، والن و ویلند		حباب قیمت سهام	
		ضریب آماره t	سطح معناداری	ضریب آماره t	سطح معناداری	ضریب آماره t	سطح معناداری
عرض از مبدأ	C	-۰/۶۲۲	۰/۰۰۳	-۱۰/۵۲۸	۰/۰۰۰	-۰/۷۶۱	۰/۰۵۴
رویکرد خاص سرمایه‌گذاران	SENT	-۳/۰۲۰	۰/۰۰۳	-۱۸/۴۰۱	۰/۰۰۰	-۱/۹۲۶	۰/۰۵۴
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۱۷	۰/۰۰۰	۰/۱۰۰	۰/۰۰۰	-۰/۱۱۱	۰/۰۰۰
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	-۰/۵۳۴	۰/۰۰۰	۱/۲۲۴	۰/۰۰۰	-۱/۷۲۶	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۰/۱۸۹	۰/۰۰۰	-۰/۰۶۵	۰/۰۰۰	۰/۲۶۴	۰/۰۰۰
		-۸/۷۱۲	۰/۰۰۰	-۱/۸۸۷	۰/۰۰۰	۶/۲۰۱	۰/۰۰۰
		-۰/۱۸۵	۰/۰۰۰	-۰/۱۷۷	۰/۰۰۰	-۰/۱۶۸	۰/۰۰۰
		-۲/۸۷۱	۰/۰۰۴	-۱/۰۸۷	۰/۰۰۴	-۱/۳۵۳	۰/۰۰۴
		۰/۱۲۱	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	۰/۰۰۰	۰/۱۲۳	۰/۰۰۰
		۲/۶۵۸	۰/۰۰۸	۰/۰۲۳	۰/۰۰۸	۱/۳۶۵	۰/۰۰۸
		-۰/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۱۹	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۳	۰/۰۰۰

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۰۹۴	۰/۹۲۵	۱/۱۷۳	۰/۲۴۱	-۰/۲۰۷	۰/۸۳۶	۱/۶۵۱
سن شرکت	۰/۸۶۳	۴/۷۰۶	۶/۲۹۶	۰/۰۰۰	-۰/۱۷۲	-۰/۴۹۷	۱/۰۷۵
AGE	۴/۷۰۶	۱/۴۹۱	۱۲/۵۷۸	۰/۰۰۰	۰/۰۶۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
ریسک بازده سهام	۵/۵۴۶	۰/۰۰۰	-۳/۲۷۷	۰/۰۰۱	۰/۱۳۲	۰/۸۹۵	۱/۲۸۰
IVOL	۵/۵۴۶	۰/۰۰۰	-۳/۲۷۷	۰/۰۰۱	۰/۱۳۲	۰/۸۹۵	۱/۲۸۰
آزمون F / سطح معناداری	۳/۷۷۷	۰/۰۰۰	۹/۳۴۱	۰/۰۰۰	۲/۲۶۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
ضریب تعیین مدل	۰/۲۲۰	-۰/۴۱۲	۰/۴۱۲	۰/۰۰۰	۰/۱۴۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
آماره دوربین واتسون (DW)	۱/۶۸۲	۱/۶۳۲	۱/۶۳۲	۱/۶۳۲	۲/۱۱۸	۲/۱۱۸	۲/۱۱۸

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

مطابق جدول‌های ۷ و ۸، مقدار آماره F مدل در هر سه بخش معناداری مدل پژوهش را مطرح می‌کند و بین متغیرهای پژوهش رابطه معناداری وجود دارد. در خصوص آماره دوربین واتسون نیز نتایج بیانگر عدم خود همبستگی باقیمانده‌هاست و لذا یکی دیگر از فروض رگرسیون تأیید می‌گردد. علاوه بر این آزمون تورم واریانس، عدم وجود هم‌خطی را نشان می‌دهد.

رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در بخش‌های مختلف و سال‌های $t+1$ و $t+2$ در مجموع تأثیر معناداری بر هیچ یک از معیارهای سنجش قیمت‌گذاری نادرست سهام ندارد. این نتیجه بدان معناست که قیمت‌گذاری نادرست سهام در سال‌های آتی تحت تأثیر رویکرد خاص سرمایه‌گذاران قرار نگرفته است. بنابراین فرضیه دوم پژوهش مبنی بر اینکه؛ رویکرد خاص سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام در سال‌های آتی دارد، در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار نمی‌گیرد (رد می‌شود).

بررسی تأثیر رویکرد خاص سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام با بکارگیری روش داده‌کاوی

در جدول ۹ خلاصه نتایج به دست آمده از روش داده‌کاوی شبکه‌های عصبی در تعیین متغیرهای تأثیرگذاری بر معیارهای مختلف سنجش قیمت‌گذاری نادرست سهام ارائه شده است. جدول ۹. نتایج روش داده‌کاوی شبکه‌های عصبی در تعیین متغیرهای تأثیرگذار بر قیمت‌گذاری نادرست

متغیرهای پژوهش	نماد	سال جاری	سال آتی (t+1)	سال آتی (t+2)	حساب
رویکرد خاص سرمایه‌گذاران	SENT	رودز-کروف	رودز-کروف	رودز-کروف	حساب
اندازه شرکت	SIZE	رودز-کروف	رودز-کروف	رودز-کروف	حساب
نرخ بازده دارایی‌ها	ROA	رودز-کروف	رودز-کروف	رودز-کروف	حساب
اهرم مالی	LEV	رودز-کروف	رودز-کروف	رودز-کروف	حساب
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	رودز-کروف	رودز-کروف	رودز-کروف	حساب
سن شرکت	AGE	رودز-کروف	رودز-کروف	رودز-کروف	حساب
ریسک بازده سهام	IVOL	رودز-کروف	رودز-کروف	رودز-کروف	حساب
* با اهمیت (از لحاظ آماری معنادار) - بی‌اهمیت (فاقد معناداری)					

مطابق جدول ۹، یافته‌ها حاکی از آن است که رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در سال جاری (سال t) در هر سه معیار بررسی شده تأثیری معنادار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد. رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در سال‌های آتی (سال‌های $t+1$ و $t+2$) نیز در هر سه معیار بررسی شده تأثیری معنادار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام ندارد. علاوه بر این متغیرهای سن شرکت، نسبت ارزش بازار، اندازه و ریسک بازده سهام شرکت دارای بیشترین تأثیرگذاری بر قیمت‌گذاری نادرست سهام بوده‌اند.

۵- بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر با هدف بررسی نقش رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در ارزش‌گذاری نادرست سهام در سال‌های مختلف (سال جاری، یک سال آتی و دو سال آتی) انجام شده است. بدین منظور تعداد ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۴۰۲ انتخاب شد و روش آزمون فرضیه‌ها، مدل رگرسیون چندگانه در مجموعه داده‌های ترکیبی و مدل داده‌کاوی شبکه‌های عصبی می‌باشد. ارزش‌گذاری نادرست سهام با استفاده از معیارهای رودز-کروف، رابینسون و ویسواناتان (۲۰۰۵)، نیکولاس، والن و ویلند (۲۰۱۷) و نیز حساب قیمت سهام مورد سنجش قرار گرفته است.

مجموع یافته‌های به دست آمده حاکی از آن است که رویکرد خاص سرمایه‌گذاران تأثیری معنادار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام در سال جاری دارد و معیارهای مختلف ارزش‌گذاری نادرست سهام به شکلی معنادار تحت تأثیر رویکرد خاص سرمایه‌گذاران قرار گرفته‌اند. این نتیجه با این تفسیر سازگار است که در طول دوره کوتاه‌مدت (سال جاری) برخی از سرمایه‌گذاران به خصوص سرمایه‌گذاران با نگرشی خاص و حضور مداوم، هیجاناتی در بازار به وجود می‌آورند و با تحریک احساسات سایرین آن‌ها را به طرف ارزش‌گذاری نادرست سهام سوق می‌دهند. لذا سرمایه‌گذاران از نظر مالی ارزیابی دقیقی از ارزش واقعی سهم نخواهند داشت و تصمیمات سرمایه‌گذاری با مشکل مواجه خواهد شد. لذا با پژوهش در حوزه روانشناسی و مالی رفتاری می‌توان سوگیری‌های رفتاری و رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران را درک نمود که این امر برای توسعه بازار سهام الزامی بوده و جهت اقدامات اصلاحی کاربردی می‌باشد. همچنین می‌توان با تحلیل وضعیت مالی شرکت، پیش‌بینی جریان‌ات نقد آتی، تحلیل حساسیت و محاسبه ارزش سهم و مقایسه با قیمت فعلی آن در بازار از ارزش‌گذاری نادرست سهام جلوگیری به عمل آورد. سایر یافته‌ها نشان می‌دهند که رویکرد خاص سرمایه‌گذاران تأثیری معنادار بر ارزش‌گذاری نادرست سال‌های آتی سهام ندارد. این یافته با این تفسیر مطابقت دارد که سرمایه‌گذاران در دوره‌های میان‌مدت و بلندمدت (سال‌های آتی) به خرید سهام شرکت‌هایی که از نظر بنیادی قوی می‌باشند، دارای مدیریت کارآمد هستند، پشتوانه مالی قوی دارند و توانایی رشد و بازدهی در آینده را خواهند داشت، اقدام می‌کنند. این فرآیند به سرمایه‌گذاران این امکان را می‌دهد که ضمن

شناسایی فرصت‌های سرمایه‌گذاری، از نظر مالی ارزیابی دقیقی از ارزش واقعی سهام داشته باشند و از آن برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری استراتژیک به منظور خرید یا فروش سهام استفاده نمایند. در این راستا سهام با پتانسیل رشد بلندمدت شناسایی می‌گردد و ارزش‌گذاری بر اساس پیش‌بینی جریان‌های نقدی، سودآوری و هزینه‌های آتی شرکت انجام می‌شود و احتمال ارزش‌گذاری نادرست سهام که می‌تواند به طور مستقیم به نتایج نادرست منجر شود، کاهش می‌یابد. همچنین به دلیل کاهش تأثیر نوسانات کوتاه‌مدت و تمرکز بر ارزش ذاتی دارایی‌ها از تأثیرگذاری رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران بر ارزش‌گذاری نادرست سهام، کاسته می‌شود و این امر منجر به افزایش دقت در پیش‌بینی‌های مالی به عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل تأثیر در ارزش‌گذاری دقیق و صحیح سهام می‌گردد. نتایج به دست آمده از روش داده‌کاوی شبکه عصبی نیز حاکی از آن می‌باشد که رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در سال جاری (سال t) در هر سه معیار بررسی شده، تأثیری معنادار بر قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد اما تأثیری بر ارزش‌گذاری نادرست سال‌های آتی (سال‌های $t+1$ و $t+2$) ندارد. بنابراین یافته‌های به دست آمده از روش داده‌کاوی شبکه‌های عصبی نیز مؤید نتایج حاصل شده از مدل رگرسیونی پژوهش می‌باشد. علاوه بر این به ترتیب متغیرهای سن شرکت، نسبت ارزش بازار، اندازه شرکت و ریسک بازده سهام، دارای بیشترین تأثیرگذاری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام بوده‌اند و لذا لازم است که سرمایه‌گذاران به هنگام سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، به متغیرهای نامبرده شده، توجه ویژه‌ای داشته باشند.

در مجموع یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در یک سال مشخص، تنها بر ارزش‌گذاری نادرست سهام در همان سال تأثیرگذار بوده و تأثیری بر ارزش‌گذاری نادرست سهام سال‌های آتی نداشته است. نتایج به دست آمده می‌تواند به دلایلی که در ادامه توضیح داده شده است، مربوط گردد. اولاً، در سال جاری ممکن است بازار تحت تأثیر عوامل خاصی قرار داشته باشد که باعث ایجاد احساسات شدید در میان سرمایه‌گذاران شده است. این عوامل می‌توانند شامل اخبار اقتصادی، تغییرات در سیاست‌های مالی یا پیشرفت‌های مربوط به شرکت‌ها باشند که منجر به تغییرات قابل توجهی در انتظارات و احساسات سرمایه‌گذاران شده است. این احساسات می‌توانند به نوسانات قیمت‌ها و در نتیجه قیمت‌گذاری نادرست سهام منجر شوند. ثانیاً، در سال‌های آینده، انتظار می‌رود که بازار به تدریج به تعادل برسد و سرمایه‌گذاران بیشتر به تحلیل‌های بنیادی و اطلاعات واقعی توجه کنند. در چنین شرایطی، احتمالاً تأثیر رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام کاهش خواهد یافت. این موضوع به معنای افزایش کارایی بازار و بازگشت به ارزش‌گذاری بر اساس اصول بنیادین شرکت‌ها است. سوماً، ریسک و عدم قطعیت‌ها همواره در بازار وجود دارند، اما در سال‌های آینده، ممکن است سرمایه‌گذاران با استفاده از تجربیات گذشته و تجزیه و تحلیل‌های

بیشتر، به توازن بهتری در تصمیم‌گیری‌های خود برسند. به همین دلیل، در دوره‌های آتی، احساسات و رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران احتمالاً دیگر تأثیر قابل توجهی بر قیمت‌گذاری نادرست نخواهد داشت. در نتیجه، این پژوهش بیانگر این است که در بلندمدت، بازارها ممکن است به سوی کارایی بیشتری حرکت کنند و قیمت‌ها به تدریج بیشتر با ارزش‌های واقعی همسو شوند.

یافته‌های پژوهش با مطالعات آگراول، تافلر و وانگ (۲۰۲۴)، عثمان و همکاران (۲۰۲۴)، ریو، ریو و یانگ (۲۰۲۳)، گونکالوز پینتو، روچ و سوتس پالادینو (۲۰۲۳)، کوشکی و صفار (۱۴۰۲) مطابقت دارد و در تضاد با پژوهش‌های کوستل مایر (۲۰۲۴)، مراد، حمزه و مینتا (۲۰۲۴) و مجید عکله، دیدار و منصورفر (۱۴۰۳) می‌باشد. شاید دلیل این تضاد را بتوان این‌گونه تفسیر کرد که در پژوهش‌های انجام شده، تفاوت در ارزش‌گذاری نادرست سهام، بیشتر نشان دهنده مشکلات و مسائل موجود در زمینه جریان انتقال اطلاعات خاص شرکت به بازار سرمایه است و لذا مدل‌های مورد استفاده شده با درصد بالایی قادر به توضیح تغییرات ارزش‌گذاری سهام بوده‌اند. همچنین می‌توان مطرح کرد که قیمت سهام در بازار انعکاس دقیقی از اطلاعات موجود نیست و سرمایه‌گذاران در مواجهه با اطلاعات منطقی عمل نمی‌کنند، زیرا شرایط رقابت کامل در بازار وجود ندارد و بازارها از کارایی کافی برخوردار نیستند که به تبع آن، قیمت بازار سهام متفاوت خواهد شد و همراه با ابهام سرمایه‌گذاران درباره جریان‌های نقدی آتی، انحراف بیشتر ارزش بازار از ارزش ذاتی سهام رخ خواهد داد. به عبارت دیگر سرمایه‌گذاران اطلاعات درستی از قیمت‌های آتی ندارند و تحت این شرایط قیمت واقعی بازار برای دارایی‌ها تابعی از قیمت‌های مورد انتظار آینده خواهد بود. این انتظارات نادرست و اطلاعات ناقص منجر به رویکردهای خاص در سرمایه‌گذاران شده و باعث به وجود آوردن بازده مثبت مداوم در دوره زمانی خاصی می‌شود که انتظار غیر طبیعی بازده در نهایت به ترکیدن حباب و سقوط قیمت سهام منجر می‌شود؛ بنابراین اگر سرمایه‌گذار مشاهده کند که سهام بیشتر از حد منطقی خود ارزش‌گذاری شده است، حداقل بازده خود را به خطر نمی‌اندازد و دارایی را به فروش می‌رساند. علاوه بر این در مطالعات انجام شده؛ سرمایه‌گذاران بر سهامی تمرکز نموده‌اند که نوسانات بازده آن همبستگی بیشتری با نوسانات بازده بازار دارد. زیرا زمانی که سهمی همبستگی بالایی با بازار دارد، سرمایه‌گذاران به اطلاعات مشاهده شده از حرکت بازار اتکا بیشتری می‌کنند که در این حالت تعدیلات قیمت سهام، حساسیت کمتری به جریان سفارشات خودشان دارند و بیشتر به حرکات بازار بستگی دارد. در نتیجه، سرمایه‌گذاران ترجیح می‌دهند به معامله سهامی بپردازند که همبستگی بازده بالاتری با شاخص بازار دارد که این امر موجب ارزش‌گذاری نادرست سهام، نگهداشت وجوه نقد بیشتر توسط شرکت‌ها و بهبود نقدشوندگی آن سهام می‌شود.

با توجه به مطالعات انجام شده در پژوهش حاضر، به نهادهای نظارتی بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود تا شرکت‌هایی که بر اساس مدل‌های معرفی شده در این پژوهش از ارزشگذاری نادرست سهام برخوردار هستند را با حساسیت بیشتری بررسی کنند. به مراجع استانداردگذار و نهادهای متولی امر حسابداری در کشور پیشنهاد می‌شود که به الزامات و چارچوب ارزشگذاری سهام شرکت‌ها توجه نمایند. به سرمایه‌گذاران توصیه می‌گردد تا به هنگام سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار، به عوامل اقتصاد رفتاری، عوامل روانشناسی، سوگیری‌های رفتاری و رویکرد خاص سرمایه‌گذاری توجه بیشتری داشته باشند.

با توجه به اهمیت موضوع پژوهش برای گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران، تحلیلگران، اداره-کنندگان بورس اوراق بهادار و انجمن‌های حرفه‌ای حسابداری زمینه‌های بسیاری نظیر؛ مطالعه رویکرد خاص سرمایه‌گذاران به تفکیک بازارهای خرسی و گاوی بر ارزشگذاری نادرست سهام، بررسی تأثیر نوآوری شرکت بر ارزشگذاری نادرست سهام، مطالعه تأثیر رویکرد خاص سرمایه-گذاران بر ویژگی‌های مدیریت، مطالعه رابطه بین ایفای مسئولیت اجتماعی و ارزشگذاری نادرست سهام، مطالعه تأثیر ساز و کارهای حاکمیت شرکتی بر ارزشگذاری نادرست سهام، بررسی واکنش بازار سرمایه نسبت به رویکرد خاص سرمایه‌گذاران و ارزشگذاری نادرست سهام وجود دارد.

پژوهش حاضر دارای محدودیت‌هایی است که در ادامه به آن‌ها اشاره شده است. ۱- عدم تهیه صورت‌های مالی تعدیل شده و شرایط سیاسی، فرهنگی، اجتماعی و اقتصادی کشور همچون تحریم، تورم و ... بر نتایج پژوهش مؤثر است که کنترل آن‌ها از توان محقق خارج بوده است. ۲- روش‌های مختلف اندازه‌گیری قیمت‌گذاری نادرست سهام همچون رودز-کروف، رایینسون، ویسواناتان؛ نیکولاس، والن و ویلند؛ حباب قیمت سهام؛ قیمت به ارزش ذاتی سهم؛ برآورد کل سرمایه به ارزش منتسب آن؛ ارزش بنیادی شرکت؛ لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام به میانه ارزش دفتری آن و بازده غیر عادی سهام وجود دارد که در پژوهش حاضر از سه روش اول با توجه به دقتی بودن، کاربردی بودن و به روز بودن برای ارزشگذاری نادرست سهام استفاده شده است. ۳- اندازه‌گیری دقیق میزان تمرکز و توجه رویکردهای خاص سرمایه‌گذاران دشوار است، زیرا که سرمایه‌گذاران در مواجهه با شرایط مختلف از جمله ارزشگذاری سهام، دارای پردازش-های ذهنی و عکس‌العمل‌های بسیار متفاوتی می‌باشند که در این پژوهش با توجه به توان پژوهشگر صرفاً نقش برخی از رویکرد خاص سرمایه‌گذاران در تبیین ارزشگذاری نادرست سهام مطالعه شده است.

یادداشت‌ها

1. Nguyen & Nguyen
2. Chen, Pelger & Zhu
3. Alburaythin, Fifield & Paramati
4. Padmavathy
5. Krishnamurth
6. Kim, Ryu & Yang
7. Maurya, Bansal & Mishra
8. Brito & Machado
9. Goncalves Pinto, Roche & Sotes Paladino
10. Ryu, Ryu & Yang
11. Zhu & Shen
12. Mrad, Hamza & Manita
13. Intrinsic Value Theory
14. Capital Market Theory
15. Capital Structure Theories
16. Portfolio Theory
17. Chaos Theory
18. Fuzzy Logic
19. Genetic Algorithm
20. Neural Networks
21. Oestreicher
22. Agarwal, Taffler & Wang
23. Osman & et al
24. Köstlmeier
25. Fama & French
26. Rhodes Kropf, Robinson & Viswanathan
27. Nichols, Wahlen & Wieland
28. Relative Strength Index (RSI)
29. Adjusted Turnover Rate (ATR)
30. Logarithm of Trading Volume (LTV)
31. Psychological Line Index (PLI)
32. Principal Component Analysis (PCA)
33. Winsorize Technique

کتابنامه

دلشاد، افسانه (۱۴۰۴). بررسی تأثیر ویژگی‌های مدیریت بر بازده غیرعادی و بازده خاص سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، ۱۴ (۵۳)، ۳۰۹-۳۴۵.

رحمانیان کوشکی، عبدالرسول و صفار، آرمین. (۱۴۰۲). تأثیر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام با توجه به نقش کیفیت اطلاعات مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه ایران، پیشرفت‌های حسابداری، ۱۵ (۱)، ۱۴۷-۱۷۴.

رضوی خسروشاهی، سید مهدی؛ برادران حسن‌زاده، رسول و زینالی، مهدی. (۱۴۰۱). تأثیر مؤلفه‌های پیچیدگی اطلاعاتی، عملیاتی و راهبری شرکت بر قیمت‌گذاری نادرست سهام، تحقیقات مالی، ۲۴ (۳)، ۴۳۱-۴۵۲.

مجید عکله، علی؛ دیدار، حمزه و منصورفر، غلامرضا. (۱۴۰۳). اثر میانجی شاخص‌های صورت جریان وجوه نقد در رابطه بین قیمت‌گذاری اشتباه و تمایل شرکت به نگهداشت وجه نقد، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۱۲ (۳)، ۸۵-۱۰۲.

وکیلی‌فرد، حمیدرضا؛ طالب‌نیا، قدرت‌اله و کیانی، مهرداد. (۱۳۸۹). بررسی رابطه میزان سهام شناورآزاد با ایجاد حباب قیمتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، ۱ (۴)، ۶۷-۸۷.

References

- Agarwal, V., Taffler, R. J., & Wang, C. (2024). Investor Emotions and Market Bubbles. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-31.
- Alburaythin, Y., Fifield, S. G., & Paramati, S. (2025). Interaction Between Investor Sentiment, Limits to Arbitrage and the Returns of Stock Market Anomalies: Evidence from the UK Stock Market, *The European Journal of Finance*, 31(1), 76-98.
- Brito, A. D., & Machado, M. A. V. (2025). Investor Sentiment and Catering Incentives in Dividend Policy, *BBR. Brazilian Business Review*, 22, e20221538.
- Chen, L., Pelger, M., & Zhu, J. (2024). Deep Learning in Asset Pricing, *Management Science*, 70(2), 714-750.
- Delshad, A. (2024). Investigating the Effect of Management Characteristics on Abnormal Returns and Specific Stock Returns of Companies Listed on the Tehran Stock Exchange, *Journal of Investment Knowledge*, 14(53), 309-345, (In Persian).
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A Five Factor Asset Pricing Model *Journal of Financial Economics*. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22.
- Goncalves Pinto, L., Roche, H., & Sotes Paladino, J. M. (2023). Excess Volatility & Mispricing in the Presence of Sentiment and Institutional Investors. Available at SSRN 4295275.
- Kim, K., Ryu, D., & Yang, H. (2019). Investor Sentiment, Stock Returns, and Analyst Recommendation Changes: The KOSPI Stock Market. *Investment Analysts Journal*, 48(2), 89-101.
- Köstlmeier, S. (2024). Pricing and Mispricing of Accounting Fundamentals: Global Evidence. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 94(1), 71-87.
- Krishnamurthy, A. (2024). Beyond Rationality: Uncovering the Impact of Investor Behavior on Financial Markets. *Deep Learning Tools for Predicting Stock Market Movements*, 409-427.
- Majid Akaleh, A., Didar, H., & Mansourfar, G. (2024). The Mediating Role of Cash Flow Statement Indicators in the Relationship between Stock Mispricing and Corporate Cash Holding, *Journal of Asset Management and Financing*, 12(3), 85-102, (In Persian).
- Maurya, P. K., Bansal, R., & Mishra, A. K. (2025). Investor Sentiment and its Implication on Global Financial Markets: A Systematic Review of Literature, *Qualitative Research in Financial Markets*, <https://doi.org/10.1108/QRFM-04-2024-0087>.
- Mrad, S., Hamza, T., & Manita, R. (2024). Corporate Investment Sensitivity to Equity Market Misvaluation. *Review of Accounting and Finance*, 23(1), 1-38.

- Nguyen, A. T., & Nguyen, N. T. (2025). An insight into the implications of investor sentiment on crash risk in Asia-Pacific stock markets: are uncertainty factors important?, *Studies in Economics and Finance*, <https://doi.org/10.1108/SEF-09-2024-0586>.
- Nichols, D. C., Wahlen, J. M., & Wieland, M. M. (2017). Pricing and Mispricing of Accounting Fundamentals in the Time-Series and in the Cross Section. *Contemporary Accounting Research*, 34(3), 1378-1417.
- Oestreicher, C. (2022). A history of chaos theory. *Dialogues in clinical neuroscience*. Rahman, M. A. (2022). Forecasting stock prices on the basis of technical analysis in the industrial sectors of the UK stock market (Doctoral dissertation, Cardiff Metropolitan University).
- Osman, M. B., Galariotis, E., Guesmi, K., Hamdi, H., & Naoui, K. (2024). Are Markets Sentiment Driving the Price Bubbles in the Virtual?. *International Review of Economics & Finance*, 89(1), 272-285.
- Padmavathy, M. (2024). Behavioral Finance and Stock Market Anomalies: Exploring Psychological Factors Influencing Investment Decisions. *Shanlax International Journal of Management*, 11(S1), 191-197.
- Rahmanian Koushkaki, A., & Saffar, A. (2023). The Effect of Divergent Opinions of Investors on the Incorrect Pricing of Stocks with Regard to the Role of Financial Information Quality and Information Asymmetry in the Iranian Capital Market, *Journal of Accounting Advances*, 15(1), 147-174, (In Persian).
- Razavi Khosroshahi, S. M., Baradaran Hassanzadeh, R. & Zeynali, M. (2022). Impact of Informational, Operational, and Corporate Governance Complexity Components of Companies on Mispricing of Stocks, *Financial Research Journal*, 24(3), 431-452, (In Persian).
- Rhodes-Kropf, M., Robinson, D. T., & Viswanathan, S. (2005). Valuation Waves and Merger Activity: The Empirical Evidence. *Journal of financial Economics*, 77(3), 561-603.
- Ryu, D., Ryu, D., & Yang, H. (2023). Investor Sentiment & Futures Market Mispricing. *Finance Research Letters*, 58, 104559.
- Vakili Fard, h.r, Taleb Nia, G, & Kiani, M. (2010). Examination of Relation of Free Float with Price Bubble in Accepted Companies at Tehtan's Stock Exchange. *Financial Engineering & Securities Management (Portfolio Management)*, 1(4), 67-87, (In Persian).
- Zhu, Z., & Shen, D. (2024). Investor Sentiment, Limits to Arbitrage, and Hard to Value Stocks. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 1-25.