



Social Identity in Investment, Financial Management Resources and Valuation by Potential Investors with the Winner's Curse Theory

Alireza Heydari¹, Abbas Ramezanzadeh Zaidi², Ali Bayat³, Vahab Rostami⁴

Received: 2024/11/04

Accepted: 2024/12/15

Research Paper

Extended Abstract

Background and Purpose: Social identity represents a facet of self-awareness grounded in group priorities and the recognition of belonging to a social collective. Individuals with a strong social identity tend to allocate a greater portion of their wealth to the stock market and strive to optimize their financial resources by constructing a well-suited portfolio. Conversely, these investors often seek opportunities that align with their social values and possess the requisite skills to accurately assess investments, thereby mitigating the risk of experiencing the winner's curse. Moreover, existing literature on investor decision-making indicates that individuals exhibiting distinct personality traits are capable of making sound investment choices, thus avoiding the winner's curse. Additionally, an investor's analytical approach can be influenced by prevailing economic and social conditions. This study, for the first time in the country, examines the interplay between social identity, investment strategies, financial resource management, and valuation among potential investors contextualized within the framework of the winner's curse.

Methodology: This research employs a practical approach in terms of purpose and adopts a descriptive survey methodology for implementation. Data were gathered through both library research and fieldwork, utilizing document analysis tools and a structured questionnaire. The study was conducted in a quasi-laboratory setting, incorporating real-case scenarios. The statistical population for the behavioral aspect of the research comprised potential investors, university professors, and doctoral students in the field of accounting. A non-probabilistic sample of 100 individuals was selected using the Cochran formula. In terms of valuation, the statistical population included companies that had their initial public offerings (IPOs) in 2021 (referred to as "1400" in the local calendar). Out of the 13 companies that went public in that year, six were retained in the sample, while two—namely, the National Pension Fund Investment and Management Services Company and the Entrepreneur Leasing Company—were excluded due to their distinct operational characteristics. The remaining four companies investigated included Ghakuresh, a player in the food and beverage sector (excluding sugar),

1. Ph.D. Candidate, Department Accounting, Zanjan branch, Islamic azad university, Zanjan, Iran. (Alirezaheydari1358@gmail.com)

2. Assistant Prof. Department Accounting, Islamic azad university, Neka branch, Mazandaran, Iran. corresponding (Corresponding author) (author. Ab.Ramezanzadeh@iau.ac.ir)

3. Assistant Prof. Department Accounting, Zanjan branch, Islamic azad university, Zanjan, Iran. (Ali.Bayat22@yahoo.com)

4. Assistant Prof. Department Accounting, Zanjan branch, Payame noor university, Zanjan, Iran. (vahab.rostami@gmail.com)



Sapid in the agriculture and related services industry, Kimiatech in the chemical products sector, and Phosphozvar in the basic metals industry.

Findings: The analysis of the hypotheses revealed that potential investors with a strong social identity significantly influence company valuations and do not fall prey to the winner's curse phenomenon. This observation challenges the collective dimension of social identity while affirming its individual dimension. Additionally, a robust social identity among potential investors correlates with higher investment returns and more effective financial resource management. The findings indicate that investors leverage their social identity and financial knowledge to accurately assess the intrinsic value of stocks, enabling them to make informed buy and sell decisions that prevent them from succumbing to market irregularities and the winner's curse. Consequently, individuals with a high social identity, in conjunction with their moral and rational attributes, demonstrate an acute awareness of their social responsibilities, leading to favorable investment outcomes. In this context, potential investors possessing a strong social identity outperform those with a weaker social identity in managing their investment financial resources.

Discussion: To mitigate investment risks, investors are keen on predicting stock market indices, as accurate predictions can help reduce market risks and enhance investment opportunities. During an initial public offering (IPO), company managers possess confidential information regarding future cash flows, investment prospects, and their own management capabilities. Conversely, investors often lack confidence in the predictions related to a company's IPO. Investing in shares of newly listed companies presents a higher risk compared to established firms due to their lack of trading history and limited available data. If an investor purchases shares at a price exceeding the average valuation or the amounts suggested by others, they risk overpaying, thereby incurring the costs associated with the winner's curse. This phenomenon occurs when the investor pays more than the intrinsic value of the shares, ultimately leading to financial losses. Furthermore, investors with a strong social identity tend to allocate a significantly greater portion of their wealth to favorably valued IPO stocks. Analysts with a strong social identity are more likely to predict stock prices realistically and in closer alignment with intrinsic values. This ability allows them to generate positive returns, thereby decreasing the likelihood of encountering the winner's curse. In contrast, financial incentives hold greater significance for investors with a weaker social identity, who may consequently limit their socially responsible investments. Conversely, a strong social identity positively influences the ability to achieve appropriate investment returns and effectively manage financial resources. This study represents the first investigation into the behavioral characteristics of potential investors concerning social identity, examining both collective and individual dimensions in relation to investment returns, financial resource management for optimal portfolio formation, and company valuation through the lens of the winner's curse.

Keywords: Winner's Curse Theory, Social Identity, Financial Management Resources, Valuation.

JEL Classification: G11,G41



هویت اجتماعی در سرمایه‌گذاری، مدیریت منابع مالی و ارزش‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران بالقوه با نظریه نفرین برنده

علیرضا حیدری^۱، عباس رمضانزاده زیدی^۲، علی بیات^۳، وهاب رستمی^۴

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۸/۱۴

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۹/۲۵

چکیده

هدف اصلی این پژوهش بررسی هویت اجتماعی در سرمایه‌گذاری، مدیریت منابع مالی و ارزش‌گذاری در بنگاه‌های اقتصادی توسط سرمایه‌گذاران بالقوه با نظریه نفرین برنده است. جامعه آماری در بحث رفتاری شامل سرمایه‌گذاران بالقوه و استادان دانشگاه و دانشجویان دکتری در رشته حسابداری می‌باشند و با روش هدفمند ۱۰۰ نفر به‌عنوان نمونه انتخاب گردیده است و جامعه آماری در ارزش‌گذاری شامل شرکت‌هایی که سال ۱۴۰۰ عرضه اولیه داشته‌اند و صنایع غذایی، زراعت، شیمیایی و فلزات اساسی به‌عنوان نمونه انتخاب گردیده‌اند. این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نوع شبه آزمایشگاهی است. گردآوری اطلاعات به روش کتابخانه‌ای و میدانی با ابزار سندکوی و پرسش‌نامه صورت گرفته است. در تجزیه و تحلیل اطلاعات به‌دست‌آمده از مفروضات این نتیجه حاصل شد که سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی فراوان در ارزش‌گذاری تأثیر داشته و دچار پدیده نفرین برنده نشدند که ابعاد جمعی فرضیه رد و ابعاد فردی تأیید شد. هویت اجتماعی زیاد در سرمایه‌گذاران بالقوه باعث کسب بازده سرمایه‌گذاری و مدیریت منابع مالی می‌شود. این اولین پژوهشی است که ویژگی رفتاری سرمایه‌گذاران بالقوه را از نظر هویت اجتماعی در دو بعد جمعی و فردی در کسب بازده سرمایه‌گذاری، مدیریت منابع مالی برای تشکیل پرتفوی بهینه و ارزش‌گذاری شرکت‌ها براساس رویکرد نفرین برنده بررسی کرده است.

واژگان کلیدی: نظریه نفرین برنده، هویت اجتماعی، مدیریت منابع مالی، ارزش‌گذاری.

طبقه‌بندی موضوعی: G11، G41.

۱. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد زنجان، زنجان، ایران. (Alirezaheydari1358@gmail.com)

۲. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نکا، مازندران، ایران. (نویسنده مسئول) (Ab.Ramezanzadeh@iau.ac.ir)

۳. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد زنجان، زنجان، ایران. (Ali.Bayat22@yahoo.com)

۴. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور زنجان، زنجان، ایران. (vahab.rostami@gmail.com)



مقدمه

یکی از موضوعات مهمی که در پیشینه پژوهش‌های مالی طی سال‌های اخیر، منطقی یا غیرمنطقی عمل کردن سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی را به چالش کشیده است، نظریه بازار کارای سرمایه می‌باشد که فاما در دهه ۱۹۷۰ مطرح کرد که با دو فرض اساسی نیز روبه‌رو بود: اول اینکه سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود در بازار رفتار منطقی و عقلایی دارند. دوم اینکه آن‌ها براساس آخرین اطلاعات و اخبار به خرید و فروش اوراق بهادار اقدام می‌کنند، در نتیجه اوراق همیشه به ارزش ذاتی آن نزدیک است و هیچ‌گونه فرصت آربیتراژی نیست (فاما^۱، ۱۹۷۰). پیش‌بینی رفتار بازارهای مالی امری بسیار پیچیده می‌باشد، زیرا توزیع سری‌های زمانی مالی در طول زمان دائماً در حال تغییر می‌باشد. همچنین، اظهارنظر در رابطه با قابل پیش‌بینی بودن این بازارها همواره مورد بحث بوده است. در سال‌های اخیر، سرمایه‌گذاران به‌منظور کاهش ریسک‌های سرمایه‌گذاری خود نسبت به پیش‌بینی شاخص‌های بازارهای سهام علاقه‌مند شده‌اند، زیرا پیش‌بینی درست این شاخص‌ها آن‌ها را در کاهش ریسک‌های بازار و افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری یاری می‌کند (سیلوا و همکاران^۲، ۲۰۱۰).

شرکت‌های زیادی با عرضه سهام خود به عموم از طریق بازار سرمایه، نیازهای مالی خود را تأمین می‌کنند. در این زمان، مدیران اطلاعات محرمانه دارند ولی سرمایه‌گذاران بالقوه در مورد پیش‌بینی‌های عرضه اولیه مطمئن نیستند. خرید سهام شرکت‌های تازه‌وارد به بورس پرریسک است، زیرا اطلاعات تاریخی ناچیز دارند و اگر سرمایه‌گذاران ارزش سهام را بیشتر از میانگین خریداری کنند دچار پدیده نفرین برنده خواهند شد و هزینه‌ای که فرد برنده پرداخت می‌کند بیشتر از ارزش واقعی خواهد بود (لین و همکاران^۳، ۲۰۱۰). عرضه‌های عمومی اولیه به سرمایه‌گذاران فرصتی می‌دهد تا از قیمت‌های پایین بالقوه سود ببرند (بالتاکینه و همکاران^۴، ۲۰۱۹).

هویت اجتماعی جنبه‌ای از خودانگاره است که براساس ترجیحات درون‌گروهي و ادراک تعلق به یک گروه اجتماعی ارائه می‌شود. سرمایه‌گذارانی که هویت اجتماعی قوی دارند، بیشتر ثروت خود را به ارزش‌گذاری مطلوب عرضه‌های اولیه اختصاص می‌دهند و رفتار سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی قوی می‌تواند در ارزش‌گذاری سهام، قیمت را واقعی‌تر پیش‌بینی کند و بازده مثبتی برای آن‌ها ایجاد کند که احتمال نفرین برنده را کاهش می‌دهد (بائر و اسمیت^۵، ۲۰۱۵). قیمت‌گذاری عرضه اولیه، عامل کلیدی موفقیت یا عدم موفقیت یک عرضه اولیه بوده و مؤلفه مهم تعیین قیمت مطلوب نیز، بازده روز اول است (کانیکو و پتوی^۶، ۲۰۰۳). لذا قیمت تعیین‌شده برای اولین عرضه عمومی باید منجر به حداکثر کردن ارزش شرکت، جبران هزینه‌های کسب اطلاعات، توسط سرمایه‌گذاران و پوشش ریسک سرمایه‌گذار در مقام خریدار سهام شرکتی که تاکنون سهام خود را عرضه ننموده است، شود.

اگر سهام عرضه‌شده بیش از واقع قیمت‌گذاری شود، برای سرمایه‌گذاران بدون اطلاع بازده منفی ایجاد می‌کند و نفرین برنده را تشدید می‌کند. بنابراین، سؤالی که این پژوهش را به چالش می‌کشد این است که رفتار سرمایه‌گذاران بالقوه از بعد هویت اجتماعی تا چه حدودی در سرمایه‌گذاری، مدیریت منابع مالی و ارزش‌گذاری عرضه اولیه سهام شرکت با رویکرد نفرین برنده دخیل است.

-
1. Fama
 2. Silva et al.
 3. Lin et al.
 4. Baltakienė et al.
 5. Bauer & Smeets
 6. Kaneko & Pettway

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ارزش‌گذاری از چالش‌برانگیزترین مراحل تحلیل بنیادی شرکتی است. در زمان حراجی‌ها با اطلاعات ناقص، نفرین برنده رخ می‌دهد. در این زمان برنده کسی است که قیمتی بیشتر از ارزش واقعی پیشنهاد می‌دهد و این باعث می‌شود که سودی کمتر از آنچه انتظار دارد، ببرد. شکاف موجود در حراج در مقابل ارزش ذاتی معمولاً می‌تواند به اطلاعات ناقص، انواع پیشنهاددهندگان، احساسات یا عوامل مختلف ذهنی دیگر نسبت داده شود که منجر به نفرین برنده می‌شود (مامپاور^۱، ۱۹۹۱).

سرمایه‌گذاران با محاسبه بازدهی سرمایه‌گذاری و مقایسه آن‌ها با یکدیگر دست به انتخاب می‌زنند و مدیریت منابع مجموعه‌ای از دارایی‌هاست که در آن فرد سرمایه‌گذار سعی می‌کند با انتخاب انواع دارایی‌ها، سرمایه خود را در بخش‌های مختلف سرمایه‌گذاری کرده و ریسک یک دارایی خاص را متحمل نشود (فرناندز و همکاران^۲، ۲۰۱۰). با این حال، آینده بشر تحت تأثیر تصمیم‌های عاقلانه‌ای است که اتخاذ می‌کند، اما این واقعیت را هم نمی‌توان انکار کرد که در دنیا همیشه هویت اجتماعی بر تصمیم‌های انسان تأثیر می‌گذارد (جورج^۳، ۲۰۰۳). در این راستا، فرد تصمیم‌گیرنده برای ارزش‌گذاری شرکت‌ها اگر بهترین پیشنهاد را بدهد (برنده) ارزش سهام را از همه بیشتر تخمین زده است.

سرمایه‌گذارانی که هویت اجتماعی قوی دارند، به میزان قابل توجهی بیشتر ثروت خود را به ارزش‌گذاری مطلوب سهام عرضه‌های اولیه اختصاص می‌دهند و بازده سرمایه‌گذاری مناسب کسب می‌کنند (بائر و اسمیت، ۲۰۱۵؛ رانگاناتان و همکاران^۴، ۲۰۱۸). بر همین اساس، رفتارهای تحلیگران با هویت اجتماعی انتظار می‌رود بر ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها تأثیرگذار باشد و با اطلاعات موجود احتمال نفرین برنده شدن را کاهش یا افزایش می‌دهند. در حالی که کاوستیا و کنوپفر^۵ (۲۰۰۸) دریافتند که تجربیات شخصی سرمایه‌گذاران و بازده قبلی عرضه‌های عمومی اولیه تأثیر قابل توجهی بر عرضه‌های عمومی اولیه آینده دارد. بنابراین، وقتی درک درستی از ارزش واقعی سهام نباشد افراد قیمت سهام را بیشتر از آنچه که ارزش واقعی آن هست در ذهن خود تخمین می‌زنند. در این حالت میانگین ارزش انتظاری افراد تقریباً معادل با ارزش واقعی سهام خواهد بود (شجیع و همکاران^۶، ۲۰۱۲؛ لشنیاک و پلبانکیوویچ^۷، ۲۰۱۵؛ ویلسون^۸، ۲۰۱۸).

در ادامه به برخی پژوهش‌های انجام‌شده در این حوزه اشاره می‌گردد:

عباسی‌اصل و همکاران (۲۰۲۴) در پژوهش خود به طراحی مدل نوسانات بازدهی سهام و سرمایه‌گذاران درگیر سوگیری‌های شناختی پرداختند. از طریق مصاحبه نیمه‌ساختاریافته با ۳۰ نفر به روش گلوله‌برفی به این نتیجه رسیدند که سوگیری شناختی ابهام‌گریزی، آشناگرایی، خوداسنادی و دیرپذیری بر نوسانات بازدهی سهام شرکت‌ها تأثیرگذار است.

هریوندی و همکاران (۲۰۲۳) به الگوسازی سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در انتخاب سبد سهام در دوره شیوع اپیدمی کرونا پرداختند. داده‌ها را از طریق مطالعات پیشین و مصاحبه با اعضای خبره بازار سهام گردآوری و

1. Mumpower
2. Fernandes et al.
3. George
4. Ranganathan et al.
5. Kaustia & Knüpfer
6. Shaji et al.
7. Leśniak & Plebankiewicz
8. Wilson

برای ارائه الگو از روش داده‌بنیاد استفاده کردند. نتایج کدگذاری باز آن‌ها نشان داد که ۴۵ مفهوم اصلی در قالب شرایط علی، شرایط زمینه‌ای، شرایط مداخله‌گر، مقوله محوری و پیامدها، جهت تبیین مدل سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران در انتخاب سبد سهام در دوره شیوع بیماری کرونا در بازار سهام ایران وجود دارد که شایع‌ترین آن‌ها سوگیری‌های رفتاری دنباله‌روی از جمع، واکنش کمتر از حد، توجه بیش از حد به شایعات، کوتاه‌بینی، اثر تمایلی، تازه‌گرایی و زیان‌گریزی است. درنهایت، با کدگذاری انتخابی و ترسیم الگوی پارادایمی سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران را در یک دوره خاص به بحران اجتماعی دیگر می‌توان تعمیم داد.

پرنسپل و همکاران (۲۰۲۴) به بررسی رابطه بین محافظه‌کاری اجتماعی و افشاگری حساب‌رسان با تأکید بر نقش تعدیل‌کننده شدت اخلاقی پرداختند و با مطالعه ۳۱۶ نفر در سال ۱۴۰۰ مشاهده کردند شدت اخلاقی رابطه بین محافظه‌کاری اجتماعی و افشاگری حساب‌رسان را تعدیل می‌کند.

صالحی و ناظمی (۲۰۲۱) با بررسی تأثیر پدیده نفرین برنده در نرخ‌شکنی بر تلاش حساب‌رسان در انجام وظایف حساب‌رسان به روش آزمایشگاهی و نظریه بازی (حساب‌رسان و بازار حساب‌رسان) دریافتند در بازار حساب‌رسان پدیده نفرین برنده وجود دارد. همچنین، حساب‌رسانی که با زیان غیرعادی ناشی از نفرین برنده روبه‌رو می‌شوند، به دنبال فرصتی برای خنثی کردن آن هستند، بنابراین سعی می‌کنند تلاش خود را در اجرای خدمات حساب‌رسان تقبیل دهند.

کفشی و عبدالباقی (۲۰۲۰) نسبت به ارزیابی نقش توأم گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و ارزش ویژه برند بر عملکرد عرضه‌های اولیه بازار سرمایه ایران پرداختند و نشان دادند که عرضه‌های انجام‌شده در شرایط احساسی همراه با خوش‌بینی در دوره‌های کوتاه‌مدت عملکرد بهتری را نسبت به عرضه‌های انجام‌شده در شرایط بدبینی بازار به همراه داشتند. نهایتاً در مقاطع یک‌ماه تا نه‌ماه پس از عرضه اثر توأم ارزش ویژه برند و خوش‌بینی بر عملکرد عرضه‌های اولیه مشاهده گردید.

رضایی و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی تأثیر هویت اجتماعی با ابعاد هویت سازمانی و هویت حرفه‌ای بر تردید حرفه‌ای حساب‌رسان شاغل در مؤسسه‌های بخش خصوصی، حساب‌رسان عضو جامعه حسابداران رسمی و همچنین سازمان حساب‌رسان پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد هویت سازمانی و هویت حرفه‌ای از ابعاد هویت اجتماعی تأثیر مثبت و معناداری بر ابعاد تردید حرفه‌ای شامل بعد جستجوی دانش، وقفه در قضاوت، خودرأی بودن، درک میان‌فردی، اعتماد به نفس و ذهن پرسشگر دارد.

علی‌فری و همکاران (۲۰۱۸) مطالعه نقش تعدیل‌کننده تیپ شخصیتی افراد در تأثیر ادراک مسئولیت اجتماعی بر رضایت و تعهد شغلی حسابداران را انجام دادند و با انتخاب تصادفی ۱۹۶ نفر دریافتند که درک عملکرد اجتماعی بر رضایت شغلی و تعهد سازمانی تأثیر معناداری دارد.

یوسفوند و جهان‌شاد (۲۰۱۶) به مطالعه نقش اهرم مالی بر سبد سهام شرکت‌ها پرداختند و در بازه زمانی ۱۳۸۴ لغایت ۱۳۹۱ مشاهده کردند بازده مورد انتظار مدیریت منابع مالی براساس اهرم مالی با بازده واقعی این مدیریت منابع مالی تفاوت معناداری دارد و تغییرات اهرم بر بازده سبد سهام یا مدیریت منابع مالی اثر منفی دارد.

پتکوچ و سامدانی^۱ (۲۰۲۲) به‌طور تجربی نشان دادند که قیمت فروش عرضه اولیه سهام، نتیجه تعادل یک بازی متوالی بین مروجان و سرمایه‌گذاران نهادی است. در این بازی، سودمندی مروجان برای تولید اطلاعات و سودمندی آن‌ها برای ثبات قیمت، بیشتر (کمتر) از سود آن‌ها برای درآمدهای اولیه سهام در زمانی است که بخش

بزرگی (کوچک) از سهام شرکت را حفظ کنند. برعکس، سرمایه‌گذاران نهادی همیشه اطلاعات تولید می‌کنند و سودمندی آن‌ها برای قیمت‌گذاری کمتر است که رابطه معکوس با نوسانات بازده دارد.

فان و همکاران^۱ (۲۰۲۳) در پژوهش خود بیان داشتند بررسی نقش انواع مختلف سرمایه‌گذاران در بازار سهام بسیار مهم است، زیرا انواع مختلف سرمایه‌گذاران هنگام تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری واکنش نشان داده و رفتار متفاوتی بروز می‌دهند. نقش رفتار سرمایه‌گذار موضوع بسیار مهمی در بازار سهام نوظهور مانند بازار سهام ویتنام است؛ زیرا این بازار با تعداد زیادی سرمایه‌گذاران فردی و استاندارد گزارشگری اندک مشخص می‌شود. همچنین دریافتند که رابطه منفی بین احساسات سرمایه‌گذاران و رفتار آن‌ها با بازده سرمایه‌گذاری وجود دارد.

بلنکلی و همکاران^۲ (۲۰۲۱) در تحقیق خود، با توصیف نفرین برنده نشان دادند چگونه ویژگی‌های اصلی آن بر احتمال تجربه پیشنهاددهنده آن تأثیر می‌گذارد. سپس، در مورد اینکه چگونه نفرین برنده به‌طور منحصربه‌فرد در فرایند مناقصه حساب‌رسی اعمال می‌شود، بحث و نفرین برنده را بر ملاحظات هزینه‌های مختلف شرکت‌ها ارزیابی کردند.

اوانگ و همکاران^۳ (۲۰۲۰) در مطالعه خود با هدف بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر ارزش‌گذاری عرضه اولیه عمومی و همچنین بررسی نقش غیرمستقیم سازوکار قیمت‌گذاری بر این رابطه را سنجیدند. نتایج نشان داد که مالکیت نهادی ارتباط مثبتی با ارزش‌گذاری عرضه اولیه عمومی دارد. نقش سیگنال‌دهی سرمایه‌گذاران نهادی سعی در انتقال اطلاعات در مورد کیفیت شرکت‌ها داشت که به نوبه خود دارای ارزش‌گذاری تقریباً منصفانه عرضه اولیه عمومی بودند. علاوه بر این، مطالعه آن‌ها نشان داد که عرضه‌های اولیه عمومی ساخته‌شده با ارزش دفتری با مالکیت نهادی بیشتر قیمت‌گذاری نزدیک‌تری با ارزش‌های ذاتی شرکت‌ها دارند.

لو و همکاران^۴ (۲۰۱۷) نسبت به مطالعه تقویت یا کاهش تأثیر سرمایه‌گذاران نهادی بر مشکلات نمایندگی و مدیریت سود و عملکرد پس از عرضه‌های اولیه پرداختند و مشاهده نمودند که سرمایه‌گذاران بر دستکاری سود شرکت‌های عرضه عمومی اولیه سهام، تأثیر دارند.

اوبمایر^۵ (۲۰۱۶) در رساله خود به بررسی تأثیر هویت اجتماعی اعضای کمیته حساب‌رسی و نقش‌های مربوط به حاکمیت شرکتی بر کیفیت نظارت انجام‌شده توسط کمیته حساب‌رسی پرداخت. هویت اجتماعی اعضای کمیته حساب‌رسی از طریق چهار پراکسی تجربه در حسابداری بخش عمومی، مدیریت اجتماعی، مالی و سرمایه‌گذاری اندازه‌گیری شد. نتایج نشان داد که انواع هویت‌های اجتماعی اعضای کمیته بر اثربخشی وظایف این کمیته اثرگذار هستند. یافته‌ها حاکی از آن بود که هویت اجتماعی اعضای کمیته حساب‌رسی بر کیفیت گزارشگری مالی اثر مثبت و معناداری دارد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه ۱) سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی فراوان (اندک) در ارزش‌گذاری شرکت‌ها تأثیر داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شود (می‌شوند).

1. Phan et al.
2. Alan Blankley et al.
3. Ong et al.
4. Lo et al.
5. Obermire

- فرضیه ۱-۱) سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی با بعد جمعی در ارزش‌گذاری شرکت‌ها تأثیر داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شود (می‌شوند).
- فرضیه ۱-۲) سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی با بعد فردی در ارزش‌گذاری شرکت‌ها تأثیر داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شود (می‌شوند).
- فرضیه ۲) هویت اجتماعی بیشتر (اندک) در سرمایه‌گذاران بالقوه باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شود (نمی‌شود).
- فرضیه ۱-۳) هویت اجتماعی با بعد جمعی در سرمایه‌گذاران بالقوه باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شود (نمی‌شود).
- فرضیه ۲-۲) هویت اجتماعی با بعد فردی در سرمایه‌گذاران بالقوه باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شود (نمی‌شود).
- فرضیه ۳) هویت اجتماعی بیشتر (اندک) در سرمایه‌گذاران بالقوه باعث مدیریت منابع مالی بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شود (نمی‌شود).
- فرضیه ۱-۴) هویت اجتماعی با بعد جمعی در سرمایه‌گذاران بالقوه باعث مدیریت منابع مالی بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شود (نمی‌شود).
- فرضیه ۲-۴) هویت اجتماعی با بعد فردی در سرمایه‌گذاران بالقوه باعث مدیریت منابع مالی بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شود (نمی‌شود).

روش‌شناسی پژوهش

تحقیق براساس هدف، کاربردی و از نوع شبه‌آزمایشگاهی (نمونه‌های واقعی) است. اصلی‌ترین روش برای جمع‌آوری داده‌ها در این پژوهش پرسش‌نامه و کتابخانه‌ای می‌باشد. روش پژوهش در دو گام اجرا می‌شود:

- ۱) روند عرضه‌های اولیه سهام بررسی می‌شود.
- ۲) سؤالات استاندارد هویت اجتماعی به همراه خلاصه اطلاعات صورت‌های مالی چند شرکت واقعی بدون ذکر نام در اختیار تحلیلگران قرار گرفت، پس از جمع‌بندی پاسخ‌های ارائه‌شده با استفاده از نرم‌افزار اسمارت PLS-4 (معادلات ساختاری) نسبت به سنجش ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته اقدام و همچنین میزان انحراف بازار از قیمت‌گذاری تحلیلگران سنجیده شد. درنهایت، برای پربار کردن اطلاعات مالی شرکت‌ها از گزینه‌های سرمایه‌گذاری جهت تشکیل مدیریت منابع مالی بهینه استفاده شد.

برای بررسی بحث رفتاری سرمایه‌گذاران، جامعه آماری شامل تحلیلگران مالی، استادان دانشگاه و دانشجویان تحصیلات تکمیلی در رشته حسابداری می‌باشند و نمونه‌گیری براساس توان آزمون انجام گردید، در این روش سطح خطا ۵ درصد، توان آزمون ۹۰ درصد و اثر اندازه در حدود یک درصد در نظر گرفته شده است. تعداد حجم نمونه پژوهش در هر گروه ۳۰ مشارکت‌کننده خواهد بود. با توجه به این که در این پژوهش از سه گروه استفاده شده است لذا حداقل نمونه ۹۰ پاسخ‌دهنده خواهد بود. از آنجایی که این پژوهش شبه‌آزمایشگاهی بوده و نمونه‌های واقعی استفاده گردیده لذا حجم نمونه به صورت هدفمند و در دسترس و به تعداد ۱۰۰ نفر انتخاب گردید و برای بررسی ارزش‌گذاری شرکت‌ها، جامعه آماری شامل کلیه شرکت‌هایی است که در سال ۱۴۰۰ عرضه اولیه ارائه کرده‌اند که شامل ۱۳ شرکت بوده و از بین این شرکت‌ها ۷ شرکت فرابورسی و ۶ شرکت بورسی بوده که از بین شرکت‌های

بورسی ۲ شرکت به علت ماهیت متفاوت حذف گردیده و ۴ شرکت (با نماد غکورش، سپید، کیمیاتک و فسبزوار) به‌عنوان نمونه انتخاب شد. شرکت‌های انتخاب‌شده در قلمرو زمانی این پژوهش به‌صورت واقعی ارزش‌گذاری و سهام آن‌ها در بورس اوراق بهادار تهران عرضه اولیه شده است.

پرسش‌نامه شامل سه گروه ارزش‌گذاری شرکت‌ها، تشکیل سبد سهام و پیش‌بینی بازده بعد از یک‌سال می‌باشد. متغیرهای بررسی‌شده و اندازه‌گیری آن‌ها به شرح زیر است:

✓ ارزش‌گذاری شرکت

اگر سهام عرضه‌شده بیش از واقع قیمت‌گذاری شود، عاید سرمایه‌گذاران ناآگاه شده و برای آن‌ها بازده منفی ایجاد می‌کند که این امر برای سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع «تفرین برنده» درست می‌کند.

در این پژوهش به بررسی بازده عرضه‌های اولیه که به‌صورت حراج در بورس عرضه می‌شود پرداخته خواهد شد. روش‌های ارزش‌گذاری سهام عبارتند از:

روش ۱	$DDM = \frac{(\text{نرخ رشد} + 1) \times \text{سود مورد انتظار}}{\text{نرخ رشد} - \text{نرخ تنزیل}} = \text{تنزیل سود تقسیمی}$
روش ۲	جریان نقد آزاد شرکت (FCFF) = سود خالص + هزینه استهلاک + هزینه‌های مالی یا سرمایه‌ای (نرخ مالیات -) - سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت - تغییر سرمایه در گردش عملیاتی
روش ۳	جریان نقد آزاد سهام‌داران (FCFE) = سود خالص بعد از کسر بهره و مالیات + هزینه استهلاک - سرمایه‌گذاری در دارایی‌های ثابت - سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش غیرنقدی + افزایش خالص در اصل تسهیلات مالی دریافتی
روش ۴	سود هر سهم (P/E) = سود خالص پس از کسر مالیات برای دوره جاری / تعداد سهام موجود در سهام عادی
روش ۵	خالص ارزش دارایی‌ها (مدل NAV) از ارزش کل دارایی‌های شرکت پس از کسر بدهی‌ها حاصل می‌شود. NAV = مازاد ارزش سرمایه‌گذاری‌ها نسبت به بهای تمام‌شده + حقوق صاحبان سهام / تعداد سهام شرکت

وقتی سرمایه‌گذار بالقوه ارزش سهم را با این روش محاسبه کند، باید ببینید که قیمت آن سهم در بازار بیشتر از قیمت محاسباتی است یا کمتر. اگر قیمت سهم در بازار بیشتر از این عدد باشد، یعنی آن سهم ارزش ندارد و بالعکس. پس از ارزش‌گذاری به ارزیابی عملکرد مدیریت منابع مالی خواهیم پرداخت:

برای ارزیابی عملکرد مدیریت منابع مالی از آلفای جنسن استفاده می‌شود که نحوه محاسبه آن در زیر آمده است:

$$\alpha_i = R_i - [R_f + \beta_{iM} \times (R_M - R_f)]$$

آلفای جنسن = بازده پرتفلیو - [نرخ بازده بدون ریسک + بتای پرتفلیو × (نرخ بازده بازار - نرخ بازده بدون ریسک)]

بازده سهام با استفاده از فرمول زیر محاسبه می‌شود (در آن R_t بازده سهام در دوره t ، P_t قیمت سهام در دوره مورد نظر، P_{t-1} قیمت سهام در دوره $t-1$ و d_t سایر مزایای پرداختی سهام).

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1} + d_t}{P_{t-1}}$$

در صورتی که شرکت افزایش سرمایه داشته باشد، بازده واقعی سهام به صورت زیر محاسبه می‌شود (که آن DPS سود نقدی هر سهم در ابتدای سال، P_t قیمت سهام پایان دوره، P_{t-1} قیمت سهام در اول دوره، A درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی، B درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و سود انباشته است):

$$R_i = \frac{(P_t - P_{t-1}) + (P_{t-1} \times A) + (P_t \times B) + DPS}{P_{t-1}}$$

در ادامه سرمایه‌گذاران بالقوه با مطالعه صورت‌های مالی و طرح توجیهی شرکت‌ها، با استفاده از روش‌های ارزش‌گذاری، نسبت به ارزش‌گذاری شرکت‌ها با دیدگاه خوش‌بینانه، بدبینانه و محتمل می‌پردازند و به هر یک از مدل‌ها وزن خاصی داده و با میانگین داده‌شده، ارزش شرکت مشخص گردیده که این قیمت با قیمت عرضه‌شده سهام مقایسه می‌گردد. پرسش‌نامه ارزش‌گذاری بدون ذکر نام شرکت و سرمایه‌گذاران بالقوه و با اشاره به صنعت مورد نظر جهت جلوگیری از تورش در اختیار سرمایه‌گذاران بالقوه قرار می‌گیرد. در پایان، از سرمایه‌گذاران بالقوه خواسته می‌شود بازده شرکت‌ها را در بازه زمانی یک‌ساله پیش‌بینی کرده و با ارائه سرمایه‌گذاری با بازده ثابت مدیریت منابع مالی بهینه خود را از بین چهار شرکت و سرمایه‌گذاری با بازده ثابت تهیه نمایند.

متغیر مستقل: هویت اجتماعی

پرسش‌نامه هویت اجتماعی با توجه به دو بعد هویت فردی و جمعی برگرفته از نظریات ریچارد چنکینز (۲۰۰۸) ساخته شده است. این پرسش‌نامه مشتمل بر ۲۰ گویه می‌باشد که ۱۰ گویه دوم آن نشان‌دهنده بعد فردی و ۱۰ گویه اول نشان‌دهنده بعد جمعی است. پرسش‌نامه هویت اجتماعی براساس طیف لیکرت ۵ گزینه‌ای (از خیلی موافق تا خیلی مخالف) درجه‌بندی شده است. گویه‌های معکوس این پرسش‌نامه عبارتند از: ۳، ۴، ۷، ۱۰، ۱۱، ۱۲، ۱۳، ۱۴، ۱۵، ۱۶ و ۱۷ (یعنی به «خیلی موافق» نمره ۱ و به «خیلی مخالف» نمره ۵ داده می‌شود) و نمره همه گویه‌های پرسش‌نامه با هم جمع می‌شود. دامنه امتیاز این پرسش‌نامه بین ۲۰ تا ۱۰۰ خواهد بود. هر چه امتیاز بیشتر باشد، هویت اجتماعی بیشتر خواهد بود و بالعکس. نمره بین ۲۰-۶۱ نشان‌دهنده هویت اجتماعی کم و نمره بین ۶۱ تا ۱۰۰ نشان‌دهنده هویت اجتماعی فراوان در فرد است. پرسش‌نامه هویت اجتماعی از پایایی (۰/۷۴۷) و روایی قابل قبولی برخوردار است و می‌تواند مورد استفاده محققان و متخصصان قرار گیرد (صفارنیا و روشن، ۱۳۹۰).

یافته‌های پژوهش

جمعیت‌شناختی تحقیق با بررسی ۱۰۰ پاسخ‌دهنده از نظر جنسیت و تخصص به صورت جدول (۱) ارائه شده است.

جدول (۱). توزیع فراوانی براساس جنسیت

فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی تجمعی
مرد	۵۴	۵۴/۰
زن	۴۶	۱۰۰/۰
کل	۱۰۰	۱۰۰/۰

براساس جدول (۱) مشاهده می‌شود از بین ۱۰۰ پاسخ‌دهنده ۵۴ نفر مرد و ۴۶ نفر زن بوده است و این مقادیر حاکی از آن است که تعداد پاسخ‌دهندگان مرد بیشتر از زنان بوده است.

جدول (۲). توزیع فراوانی براساس جنسیت

فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی تجمعی
۲۷	۲۷/۰	۲۷/۰
کارشناس رسمی		
۱۸	۱۸/۰	۴۵/۰
استادان		
۵۵	۵۵/۰	۱۰۰/۰
دانشجویان دکتری		
۱۰۰	۱۰۰/۰	
کل		

جدول (۲) نشان می‌دهد از بین ۱۰۰ نفر پاسخ‌دهنده، بیشترین تعداد در گروه دانشجویان دکتری بود که ۵۵ درصد از ۱۰۰ درصد را شامل می‌شدند و کمترین گروه با ۱۸ نفر به استادان اختصاص داشت و تعداد تحلیلگران بازار سرمایه و کارشناسان رسمی نیز ۲۷ درصد مشاهده می‌شود. آمار توصیفی متغیرهای کمی و کیفی نیز در جدول (۳) آمده است:

جدول (۳). مقادیر آماره‌های توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
ارزش‌گذاری	۰/۷۴۰	۰/۶۳۱	-۰/۲۰۰	۳/۱۹۰
ارزش‌گذاری الف	۰/۲۰۵	-۰/۲۶۰	-۰/۶۰۰	۸/۰۰۰
ارزش‌گذاری ب	۵/۷۰۳	۰/۶۰۹	-۰/۷۰۰	۴۱/۳۰۰
ارزش‌گذاری ج	۰/۲۴۰	-۰/۰۱۴	-۰/۵۰۰	۱/۰۰۰
ارزش‌گذاری د	۱/۲۷۳	۲/۳۱۹	-۰/۶۰۰	۱۲/۷۰۰
سرمایه‌گذاری	-۰/۰۶۲	۰/۱۳۴	-۰/۲۸۸	۰/۳۹۹
سرمایه‌گذاری الف	-۰/۰۴۸	۰/۲۰۷	-۰/۴۰۰	۷/۰۰۰
سرمایه‌گذاری ب	-۰/۲۰۳	۳/۹۶۱	-۱/۰۰۰	۳۸/۹۰۰
سرمایه‌گذاری ج	۰/۵۶۷	۰/۲۲۱	۲/۰۰۰	۱/۲۰۰
سرمایه‌گذاری د	-۰/۱۸۹	۰/۲۴۹	-۰/۷۰۰	۰/۷۰۰
مدیریت منابع مالی	۰/۴۴۰	۰/۱۰۸	۰/۱۸۰	۰/۶۹۸
هویت اجتماعی	۲/۹۳۱	۰/۵۹۲	۱/۷۵۰	۴/۳۰۰
جمعیت	۲/۷۳۰	۰/۷۳۷	۱/۵۰۰	۴/۵۰۰
فردی	۳/۱۳۱	۰/۶۰۰	۱/۷۰۰	۴/۵۰۰

براساس جدول (۳) به‌طور متوسط درصد اختلاف ارزش‌گذاری از ارزش واقعی شرکت بین پاسخ‌دهندگان ۷۴ درصد بوده است. همچنین حداقل و حداکثر آن نیز به ترتیب برابر ۰,۲- و ۳/۱۹ می‌باشد. انحراف معیار داده‌ها بیانگر انسجام داده‌ها است. کمترین درصد اختلاف ارزش‌گذاری در الف و بیشترین آن در ب است. از طرفی، مطابق تحلیل انجام‌شده، سرمایه‌گذاری دارای میانگین -۰/۰۶۲ است که این عدد حاکی از آن است که به‌طور متوسط ۶ درصد از

پاسخ‌دهندگان کمتر از سرمایه‌گذاری واقعی، پیش‌بینی سرمایه‌گذاری را انجام داده‌اند و کمترین مقدار سرمایه‌گذاری ۰/۲۹- و بیشترین آن ۰/۴۰ است. همچنین، کمترین اختلاف پیش‌بینی سرمایه‌گذاری در شرکت ب و بیشترین آن در ج است. درصد پیش‌بینی بازدهی مدیریت منابع مالی برای یک‌سال بعد به‌طور میانگین ۴۴ درصد پیش‌بینی شده و حداقل آن برابر ۰/۱۸ و حداکثر درصد پیش‌بینی بازدهی مدیریت منابع مالی ۰/۷۰ می‌باشد و انحراف معیار آن ۰/۱۰۸ است.

هویت اجتماعی پاسخ‌دهندگان که دامنه تغییرات آن از ۱ تا ۵ می‌باشد (۵ پاسخ) دارای میانگین ۲/۹۳۱ است که نزدیک به حد متوسط بوده لذا پاسخ‌دهندگان دارای هویت اجتماعی متوسطی هستند. انحراف معیار هویت اجتماعی برابر ۰/۵۹۲ می‌باشد. حداقل و حداکثر هویت اجتماعی به ترتیب برابر ۱/۷۵ و ۴/۳ است. هویت اجتماعی با بعد جمعی و فردی به ترتیب دارای میانگین ۲/۷۳ و ۳/۱۳۱ است و این اعداد حاکی از آن است که هویت اجتماعی با بعد فردی در بین پاسخ‌دهندگان بیشتر از حد متوسط بوده است.

توزیع نرمال یا غیرنرمال متغیرهای پژوهش با آزمون کولموگراف-اسمیرنوف مشخص شد و مقدار سطح معناداری از مقدار خطا یعنی ۰/۰۵ کمتر شد، در نتیجه فرضیه صفر رد می‌شود بدین معنا که این متغیرها از یک توزیع غیرنرمال در سطح جامعه آماری پیروی می‌کنند. در ادامه آزمون واگرایی و همگرایی در جدول (۴) ارائه می‌شود.

جدول (۴). آزمون واگرایی و همگرایی

متغیرهای مکنون	ضریب آلفای کرونباخ	ضریب پایایی ترکیبی	میانگین واریانس استخراج‌شده
هویت اجتماعی بعد فردی	۰/۸۳۹	۰/۸۴۵	۰/۵۹۶
هویت اجتماعی بعد جمعی	۰/۷۳۶	۰/۸۰۰	۰/۵۳۵

مطابق جدول (۴)، مناسب بودن وضعیت پایایی مدل با آلفای کرونباخ ($\alpha > 0.7$)، پایایی ترکیبی ($Cr > 0.7$) و میانگین واریانس استخراج‌شده ($AVE > 0.5$) و روایی واگرایی نیز تأیید گردید و مشخص شد مدل از جهت سازه‌های درون‌زا دارای قدرت پیش‌بینی (تناسب پیش‌بینی) زیادی می‌باشد.

برازش مدل پژوهش

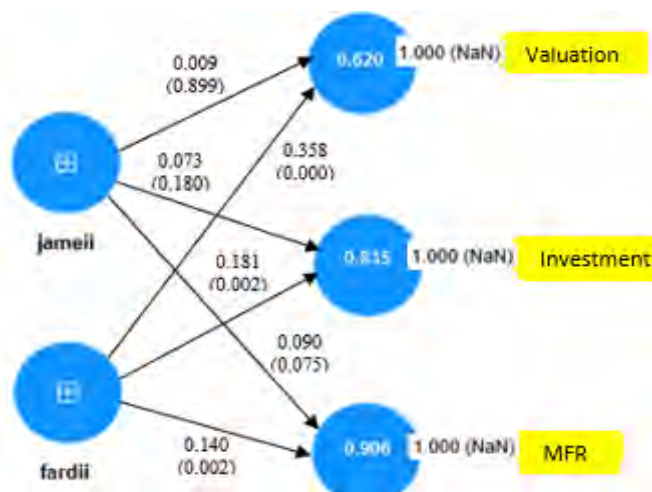
بررسی مقدار R^2 در جدول (۵) گزارش شده است:

جدول (۵). آزمون ضریب تعیین

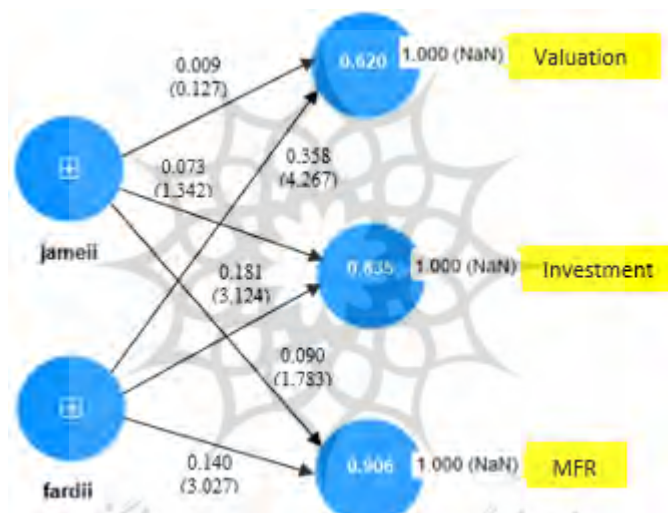
متغیر	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل‌شده
ارزش‌گذاری	۰/۶۹۶	۰/۶۷۳
سرمایه‌گذاری	۰/۸۷۳	۰/۸۶۳
مدیریت منابع مالی	۰/۹۴۹	۰/۹۴۵

براساس جدول (۵) مشخص شد تمامی متغیرهای وابسته و میانجی پژوهش، دارای ضریب تعیین قوی هستند و از این حیث برازش مدل تأیید شده است.

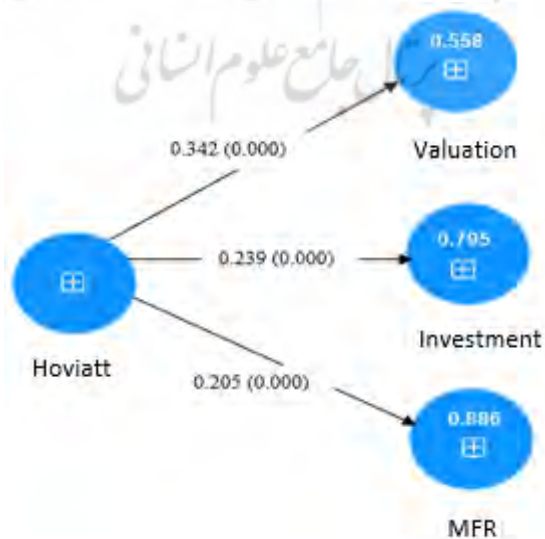
برای آزمون مدل پژوهش برای تأیید یا رد مفروضات از مدل زیر استفاده می‌شود.



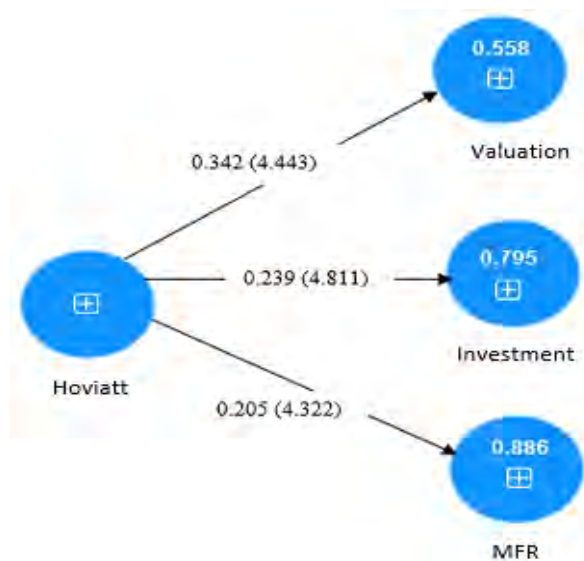
نمودار (۱). آزمون مدل تحقیق برای اجزا (ضرایب به همراه سطوح معنی‌داری)



نمودار (۲). آزمون مدل تحقیق برای اجزا (ضرایب به همراه آماره‌تی)



نمودار (۳). آزمون مدل تحقیق برای کل (ضرایب به همراه سطوح معنی‌داری)



نمودار (۴). آزمون مدل تحقیق برای کل (ضرایب به همراه اعداد تی)

با توجه به نمودارهای فوق، فرضیه اصلی اول مشاهده می‌شود که میزان آماره تی بین دو متغیر هویت اجتماعی و ارزش‌گذاری برابر ۴/۴۴۳ شده که خارج از بازه (۱/۹۶ و -۱/۹۶) می‌باشد. لذا این رابطه معنی‌دار است. ضریب مسیر آن ۰/۳۴۲ است که عددی مثبت بوده و لذا رابطه از نوع مستقیم می‌باشد و با افزایش متغیر مستقل، متغیر وابسته نیز افزایش می‌یابد. بنابراین، بین متغیرهای هویت اجتماعی و ارزش‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد. مطابق یافته‌ها متوجه شدیم سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی زیاد در ارزش‌گذاری شرکت‌ها موفق‌تر عمل کرده‌اند و دچار پدیده نفرین برنده نشده‌اند. در نتیجه، فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود.

با توجه به نتایج فرضیه ۱-۱ آماره تی بین دو متغیر هویت اجتماعی با بعد جمعی و ارزش‌گذاری برابر ۰/۱۲۷ شده که داخل بازه (۱/۹۶ و -۱/۹۶) می‌باشد. لذا این رابطه معنی‌دار نیست. ضریب مسیر این رابطه ۰/۰۰۹ است. در نتیجه بین متغیرهای هویت اجتماعی با بعد جمعی و ارزش‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد. پس، سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی با بعد جمعی در ارزش‌گذاری شرکت‌ها موفق‌تر عمل می‌کنند و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شوند ولی از نظر آماری این فرضیه تأیید نگردید. در نتیجه، این فرضیه در سطح اطمینان ۰/۹۵ تأیید نمی‌شود.

در تحلیل فرضیه ۲-۱ مشخص شد میزان آماره تی بین دو متغیر هویت اجتماعی با بعد فردی و ارزش‌گذاری برابر ۴/۲۶۷ شده که خارج از بازه (۱/۹۶ و -۱/۹۶) می‌باشد. بنابراین این رابطه معنی‌دار است. ضریب مسیر این رابطه (۰/۳۵۸) عددی مثبت است و لذا رابطه از نوع مستقیم می‌باشد و با افزایش متغیر مستقل، متغیر وابسته نیز افزایش می‌یابد. بنابراین، بین متغیرهای هویت اجتماعی با بعد فردی و ارزش‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد. همچنین، سرمایه‌گذاران بالقوه که هویت اجتماعی با بعد فردی بیشتری دارند در ارزش‌گذاری شرکت‌ها به شکل درست‌تر اقدام می‌کنند و به پدیده نفرین برنده برخورد نمی‌کنند و فرضیه مورد نظر در سطح اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود. ولی انتظار می‌رود افراد با هویت اجتماعی در دو بعد جمعی و فردی همزمان نقش بهتری در تعیین ارزش‌گذاری داشته باشند.

نتایج فرضیه اصلی دوم نشان می‌دهد که آماره تی بین دو متغیر هویت اجتماعی و بازده بهتر در سرمایه‌گذاری برابر ۴/۸۱۱ شده که خارج از بازه (۱/۹۶ و -۱/۹۶) می‌باشد. لذا رابطه معنی‌دار است. ضریب مسیر این رابطه (۰/۲۳۹) عددی مثبت بوده و رابطه از نوع مستقیم است. بین متغیرهای هویت اجتماعی و بازده بهتر در

سرمایه‌گذاری رابطه معناداری است. بنابراین سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی بیشتر در کسب بازده و پیش‌بینی آن نسبت به سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی کمتر، بهتر عمل می‌کنند.

مطابق فرضیه ۱-۲ میزان آماره تی بین دو متغیر هویت اجتماعی با بعد جمعی و بازده بهتر در سرمایه‌گذاری برابر ۱/۳۴۲ شده که داخل از بازه (۱/۹۶ و ۱/۹۶-) می‌باشد. لذا رابطه معنی‌دار نیست. ضریب مسیر مقدار مثبت ۰/۰۷۳ است. بنابراین، بین متغیرهای هویت اجتماعی با بعد جمعی و بازده بهتر در سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود ندارد و فرضیه مورد نظر در سطح اطمینان ۰/۹۵ تأیید نمی‌شود. به همین جهت، با توجه به جهت رابطه مستقیم متغیرها، سرمایه‌گذاران بالقوه‌ای که با هویت اجتماعی با بعد جمعی بیشتر داشتند در کسب بازده و پیش‌بینی آن عملکرد بهتری نسبت به سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی با بعد جمعی اندک دارند اما از نظر آماری نتوانستیم معنی‌داری آن را اثبات کنیم.

با توجه به نتایج فرضیه ۲-۲ مشخص شد که میزان آماره تی بین دو متغیر هویت اجتماعی با بعد فردی و بازده بهتر در سرمایه‌گذاری برابر ۳/۱۲۴ شده که خارج از بازه (۱/۹۶ و ۱/۹۶-) می‌باشد. لذا رابطه‌ای معنی‌دار است. ضریب مسیر این رابطه مثبت و برابر ۰/۱۸۱ است و لذا رابطه از نوع مستقیم می‌باشد. بنابراین، بین متغیرهای هویت اجتماعی با بعد فردی و بازده بهتر در سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد و فرضیه مورد نظر تأیید می‌شود؛ در نتیجه سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی با بعد فردی باعث کسب بازده سرمایه‌گذاری بهتر می‌شوند.

براساس نتایج فرضیه اصلی سوم، میزان آماره تی بین دو متغیر هویت اجتماعی و مدیریت منابع مالی بهتر برابر ۴/۳۲۲ شده که خارج از بازه (۱/۹۶ و ۱/۹۶-) و رابطه معنی‌دار است. ضریب مسیر این رابطه مقدار ۰/۲۰۵ می‌باشد که عددی مثبت است. بین متغیرهای هویت اجتماعی و مدیریت منابع مالی بهتر رابطه معناداری وجود دارد و فرضیه تأیید می‌شود. بنابراین سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی زیاد باعث مدیریت منابع مالی بهتر در سرمایه‌گذاری می‌گردند.

با توجه به نتایج فرضیه ۱-۳ آماره تی بین دو متغیر هویت اجتماعی با بعد جمعی و مدیریت منابع مالی بهتر برابر ۱/۷۸۳ شده که داخل از بازه (۱/۹۶ و ۱/۹۶-) می‌باشد. لذا رابطه معنی‌دار نیست. ضریب مسیر این رابطه مقدار ۰/۰۹ می‌باشد. بنابراین، بین متغیرهای هویت اجتماعی با بعد جمعی و مدیریت منابع مالی بهتر رابطه معناداری وجود ندارد و فرضیه تأیید نمی‌شود. به همین جهت، سرمایه‌گذاران بالقوه‌ای که هویت اجتماعی با بعد جمعی داشتند در کسب بازده و پیش‌بینی آن عملکرد بهتری دارند اما از نظر آماری نتوانستیم معنی‌داری آن را اثبات کنیم.

با توجه به نتایج فرضیه ۲-۳ آماره تی بین دو متغیر هویت اجتماعی با بعد فردی و مدیریت منابع مالی بهتر برابر ۳/۰۲۷ شده که خارج از بازه (۱/۹۶ و ۱/۹۶-) است و رابطه معنی‌دار است. ضریب مسیر این رابطه عدد مثبت و برابر ۰/۱۴ می‌باشد. همچنین، بین متغیرهای هویت اجتماعی با بعد فردی و مدیریت منابع مالی بهتر رابطه معناداری وجود دارد و فرضیه تأیید می‌شود. در نتیجه سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی با بعد فردی باعث مدیریت منابع مالی بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند.

بحث و نتیجه‌گیری

براساس نتایج فرضیه اصلی اول مشخص شد که سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی زیاد در ارزش‌گذاری دچار پدیده نفرتین برنده نمی‌شود. سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی زیاد در مقایسه با دیگران در ارزش‌گذاری شرکت بهتر عمل می‌کنند زیرا آن‌ها احساس تعهد بیشتری دارند و از تجربیات گروه یا فردی خود در ارزش‌گذاری استفاده

می‌کنند و نهایتاً دچار پدیدهٔ نفرین برنده نمی‌شوند. یافته‌های پژوهش حاضر نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران بالقوه، با افزایش یک واحد در هویت اجتماعی می‌توانند تقریباً ۳۴ درصد ارزش‌گذاری را به‌درستی انجام دهند و از پدیدهٔ نفرین برنده نجات پیدا کنند. سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی و دانش مالی سعی می‌کنند ارزش ذاتی سهام را درست برآورد کنند و اقدام به خرید و فروش سهام نمایند تا در بی‌قاعدگی بازی قرار نگیرند و نفرین برنده پیش نیاید. این در حالی است که مفروضات فرعی نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران بالقوه‌ای که هویت اجتماعی فردی قوی دارند بیشتر ثروت خود را به ارزش‌گذاری مطلوب سهام عرضه‌های اولیه اختصاص می‌دهند و شاید علت آنکه هویت اجتماعی در بعد جمعی در پژوهش حاضر معنادار نشد به خاطر این باشد که کارهای جمعی نسبت به کارهای فردی در کشور ایران به خوبی اجرا نمی‌شود. بررسی مبانی نظری نشان می‌دهد که نتایج این فرضیه با پژوهش‌های **رانگاناتان و همکاران (۲۰۱۸)** و **بائر و اسمیت (۲۰۱۵)** سازگاری دارد.

همچنین واکاوی انجام‌شده در مسیر فرضیهٔ اصلی دوم حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی فراوان اثر مثبت و معنادار در کسب بازده سرمایه‌گذاری دارند. یافته‌های آماری نشان می‌دهد با تقویت یک واحد هویت اجتماعی در سرمایه‌گذاران انتظار می‌رود حدوداً ۲۴ درصد منجر به کسب بازده بهتر سرمایه‌گذاری گردد. بنابراین، تقویت هویت اجتماعی در افراد می‌تواند عزت نفس را در افراد به وجود آورد و حس ایمنی در فرد ایجاد کند تا با آگاهی کامل نسبت به بازده مثبت در سرمایه‌گذاری گام بردارند. در نتیجه، فرد با هویت اجتماعی زیاد، انسان فرهیخته‌ای است که علاوه بر سجایای عقلانی و اخلاقی، از وظایف اجتماعی خود آگاه است و نقش مؤثری در وظایف محول ایفا می‌نماید و به شکل مطلوبی می‌تواند در سرمایه‌گذاری بازده مطلوب کسب کند. نتایج پژوهش حاضر نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی در بعد فردی باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند. اما یافته‌ها از رابطهٔ هویت اجتماعی در بعد جمعی از نظر آماری حمایت نمی‌کند. این یافته‌ها با نتایج **بائر و اسمیت (۲۰۱۵)** و **شاجی و همکاران (۲۰۱۲)** مشابهت دارد.

یافته‌های حاصل از تجزیه و تحلیل فرضیهٔ اصلی سوم شواهدی را ارائه می‌نماید که براساس آن سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی زیاد در تشکیل سبد سهام موفق‌تر عمل می‌کنند. لذا با افزایش هویت اجتماعی سرمایه‌گذاران بالقوه به اندازهٔ یک واحد، انتظار داریم تقریباً ۲۰ درصد در مدیریت منابع مالی در سرمایه‌گذاری بهتر عمل نمایند. بنابراین، سرمایه‌گذاران بالقوه‌ای که هویت اجتماعی قوی دارند انگیزهٔ کافی برای پاسخ‌گو بودن در برابر مدیریت منابع مالی مطلوب سرمایه‌گذاری دارند و مصالح گروهی و اجتماعی را به مصالح فردی ترجیح می‌دهند. در همین راستا، سرمایه‌گذاران بالقوه با هویت اجتماعی زیاد از بعد فردی در مدیریت منابع مالی سرمایه‌گذاری بهتر عمل می‌کنند، ولی بعد جمعی از نظر آماری آن را پشتیبانی نمی‌کند. این یافته‌ها با نتایج **بائر و اسمیت (۲۰۱۵)** و **شجیع و همکاران (۲۰۱۲)** همخوانی دارد.

چند پیشنهاد کاربردی در راستای پژوهش عبارتند از:

پیشنهاد برای فرضیهٔ اصلی اول به همراه مفروضات فرعی آن

به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد به هنگام عرضهٔ اولیهٔ سهام شرکت‌ها شرایطی را فراهم سازد تا تحلیلگران مالی با هویت اجتماعی بیشتر نسبت به ارزش‌گذاری اقدام یا به آن نظارت کنند. همچنین پیشنهاد می‌شود تا سازمان بورس اوراق بهادار در آزمون‌های حرفه‌ای خود به جنبه‌های هویت اجتماعی شرکت‌کنندگان نیز توجه نموده و به صورت مستمر آموزش‌هایی برای ارتقای سطح هویت اجتماعی تحلیلگران برگزار نماید.

پیشنهاد برای فرضیه اصلی دوم به همراه مفروضات فرعی آن
به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود جهت کسب بازده بیشتر به هنگام سرمایه‌گذاری نسبت به افزایش دانش خود در حوزه هویت اجتماعی اقدام نمایند و یا از تجربیات و تحلیل‌های، تحلیلگران با هویت اجتماعی بیشتر استفاده کنند. به تحلیلگران پیشنهاد می‌گردد که به منظور افزایش سطح دقیق پیش‌بینی بازده و جلوگیری از نفرین برنده نسبت به افزایش سطح هویت اجتماعی خود اقدام نمایند.
پیشنهاد برای فرضیه اصلی سوم به همراه مفروضات فرعی آن: به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود در جهت حمایت از سرمایه‌گذاران با استفاده از تحلیلگران با هویت اجتماعی فراوان کمک گرفته و اطلاعات کامل‌تری در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهند. همچنین، به دانشگاه‌ها و حتی مدارس که آموزش نیروی انسانی را بر عهده دارند پیشنهاد می‌گردد در جهت تقویت بعد جمعی هویت اجتماعی افراد نسبت به انجام کار گروهی و مهارت‌یادگیری آن اقدام تا در مراحل تصمیم‌گیری‌های مالی و سرمایه‌گذاری بتوانند، موفق باشند.

References

- Ali, F. M., Vakilifard, H., Banimahd, B., & Royae, R. (2018). The Moderating Role Of Individuals'personality Type In The Effect Of Social Responsibility Perception On Accountants'job Satisfaction And Commitment. *Management Accounting*, 36, 93-111. (In Persian).
- Asl, M. A., Rostami, M. R., & Minoi, M. (2024). The Model of Stock Return Fluctuations and Investors Involved in the Cognitive Biases of Ambiguity Avoidance, Familiarity, Self-documentation, and Procrastination. *Financial and Behavioral Researches in Accounting*, 3(3), 1-22. (In Persian).
- Baltakienė, M., Baltakys, K., Kanninen, J., Pedreschi, D., & Lillo, F. (2019). Clusters of investors around initial public offering. *Palgrave Communications*, 5(1), 1-14.
- Bauer, R., & Smeets, P. (2015). Social identification and investment decisions. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 117, 121-134.
- Blankley, A., MacGregor, J., & Mowchan, M. J. (2021). Bidding on new audit clients: Avoiding the winner's curse. *Business Horizons*, 64(1), 107-117.
- e Silva, E. G. D. S., Legey, L. F., & e Silva, E. A. D. S. (2010). Forecasting oil price trends using wavelets. *Energy Economics*, 32(6), 1507-1519.
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets. *Journal of finance*, 25(2), 383-417.
- Fernandes, J. L. B., Ignacio Pena, J., & Miranda Tabak, B. (2010). Behaviour finance and estimation risk in stochastic portfolio optimization. *Applied Financial Economics*, 20(9), 719-738.
- George, B. (2003). *Authentic Leadership: Rediscovering the Secrets to Creating Lasting Value*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Harivandi, S., Ahmadi, A., & Dashtebayaz, M. L. (2023). Modeling Investor Behavior Patterns in Choosing a Stock Portfolio During the Covid-19 Epidemic. *Financial and Behavioral Researches in Accounting*, 3(3). (In Persian).
- Kafshi, N., & Abdolbaghi, A. (2020). Evaluating The Simultaneous Role of Investor's Sentiment and Brand Equity on Short-Term performance of the Initial public Offerings (Evidence from the Iran Capital Market). (In Persian).
- Kaneko, T., & Pettway, R. H. (2003). Auctions versus book building of Japanese IPOs. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 439-462.
- Kaustia, M., & Knüpfer, S. (2008). Do investors overweight personal experience? Evidence from IPO subscriptions. *The Journal of Finance*, 63(6), 2679-2702.
- Leśniak, A., & Plebankiewicz, E. (2015). Modeling the decision-making process concerning participation in construction bidding. *Journal of Management in Engineering*, 31(2), 04014032.
- Lin, D. K., Kao, L., & Chen, A. (2010). Winner's curse in initial public offering subscriptions with investors' withdrawal options. *Asia&Pacific Journal of Financial Studies*, 39(1), 3-27.

- Lo, H. C., Wu, R. S., & Kweh, Q. L. (2017). Do institutional investors reinforce or reduce agency problems? Earnings management and the post-IPO performance. *International Review of Financial Analysis*, 52, 62-76.
- Mumpower, J. L. (1991). Risk, Ambiguity, Insurance, and the Winner's Curse 1. *Risk Analysis*, 11(3), 519-522.
- Obermire, K. M. (2016). *Audit committee members' social identities and corporate governance roles* (Doctoral dissertation, The University of Wisconsin-Madison).
- Ong, C. Z., Mohd-Rashid, R., & Taufil-Mohd, K. N. (2020). Do institutional investors drive the IPO valuation? *Borsa Istanbul Review*, 20(4), 307-321.
- Parandin, K., Shirzadi, Y., Hosseini Aghdaei, S., Jamshidi, T. (2024). Examining the relationship between social conservatism and auditors' Whistle-blowing with emphasis on the moderating role of moral intensity. *Management Accounting*. 17 (60), 147-167. (In Persian).
- Petkevich, A., & Samdani, T. (2022). The equilibrium prices of auction IPO securities: Empirical evidence. *Journal of Financial Markets*, 57, 100629.
- Phan, T. N. T., Bertrand, P., Phan, H. H., & Vo, X. V. (2023). The role of investor behavior in emerging stock markets: Evidence from Vietnam. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 87, 367-376.
- Ranganathan, S., Kivelä, M., & Kanninen, J. (2018). Dynamics of investor spanning trees around dot-com bubble. *PloS one*, 13(6), e0198807.
- Rezaiee, N., Banimahd, B., and Hosseiny, H. (2018). The Impact of Organizational and Professional Identity on Professional Audit Doubt, *Journal of Audit knowledge*, 71(2): 175-199. (In Persian).
- Salehi, T., & Nazemi, A. (2021). The Effect of the Winner's Curse Phenomenon in Low Balling on the Auditor's Effort in Performing the Audit Tasks Using Game Theory. *Accounting and Auditing Review*, 28(3), 460-486. (In Persian).
- Shajie R, Koozehchian H, Ehsani M, Amiri M. (2012). Influence of Iranian Professional Soccer Players Ideology on their Ethical Decision-Making. *Sports Psychology Studies*; 2: 27-38. (In Persian).
- Wilson, R. (2018). Auditor Expertise, Jurors' Social Identities and Evaluations of Auditor Negligence.
- Yosefvand, T., & Jahanshad, A. (2016). The role of leverage on a portfolio of stocks due to the Financial health of companies. (In Persian).