



ارائه شده توسط:

سایت ترجمه فا

مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده

از نشریات معتبر

## آیا شاخص احساس نرخ بازده آینده را پیش بینی می کند؟

چکیده :

پیشرفت های اخیر نشان می دهد که احساس سرمایه گذار یک شاخص پیش بینی میزان نرخ بازده بوده و اثر زیادی بر روی دارایی ارزش گذاری شده و سهام اربیتراژ نظیر سهام های با پرداخت بود سود تقسیمی، غیر سود اور، کوچک، جوان و با نوسان بالا دارد. به علاوه، این نشان می دهد که نرخ بازده آینده برای سهام های با ارزش گذاری سخت نسبتا پایین است که بر طبق شاخص احساس بیکر و واگلر (BW) می باشد و نشان می دهد که این سهام ها در طی دوره های با احساس پایین و بالا، بالاتر و کم تر از مقدار واقعی قیمت گذاری می شود. ما شواهد جدیدی را ارائه می کنیم که نشان می دهد قابلیت پیش بینی نرخ بازده آینده پایین تر بر طبق شاخص احساس BW، در زمانی که احساس سرمایه گذار کاهش یا افزایش پیدا می کند به سختی قابل ارزش گذاری می باشد. در حقیقت، سهام های با ارزش گذاری سخت نرخ بازده نسبتا بالایی پس از دوره های احساس پایین و بالا کسب می کنند به خصوص زمانی که شاخص احساس افزایش یا کاهش می یابد

### 1- مقدمه

از دیرباز، احساس سرمایه گذار در تئوری مالی کلاسیک نادیده گرفته شده است. مقطع و میزان نرخ بازده سهام مورد انتظار به شدت بستگی به مقطع و میزان ریسک های سیستماتیک دارد. با این حال، بیکر و ولرگر (2006) شواهدی را ارائه می کند که نشان می دهد مقطع نرخ بازده سهام مورد انتظار مشروط بر احساس سرمایه گذار است. آن ها شاخص احساس را به صورت اولین مولفه اساسی از شش شاخص احساس در نظر گرفته و پیش بینی کرده اند که ویژگی های شرکت هیچ قدرت پیش بین غیر شرطی را ندارد. برای مثال نرخ بازده نسبتا بالای شرکت های با نوسان پایین نسبت به شرکت های با نوسان بالا از دوره های احساس بالا پیروی می کند. به طور ویژه، آن ها به این نتیجه رسیده اند که سهام های اربیتراژ با ارزش گذاری سخت نظیر سهام های با پرداخت بود سود تقسیمی، غیر سود اور، کوچک، جوان و با نوسان بالا دارد و این نشان می دهد که سهام های با اربیتراژ سخت و ارزش گذاری سخت در دوره های با حساسا بالا بیش از یا کم تر از مقدار واقعی ارزش گذاری می شوند.

بعد ها، بیکر و وارگلر (2007) با استفاده از فراریت به عنوان شاخص سهام های با ارزش گذاری سخت نشان داده اند که سهام های با فراریت بالا در مقایسه با سهام های با فراریت پایین بیش از مقدار واقعی ارزش گذاری می شوند به خصوص زمانی که شاخص تغییرات احساس مثبت با شد. آن ها به این نتیجه رسیده اند که یک افزایش انحراف معیار در شاخص تغییرات احساس موجب افزایش نرخ بازده در دهک های با نوسان بالا می شود با این حال این اثر برای دهک های با نوسان پایین بسیار منفی است. از این روی آن ها تاثیر تغییرات احساس را بر روی نرخ بازده پرتفوی نوسان بررسی کرده اند. به علاوه آن ها استدلال کرده اند که شاخص تغییرات احساس برای تست الگوهای نرخ بازده مرتبط با تغییرات در احساس مناسب است. و این در حالی است که شاخص سطوح احساس بیکر و واگلر (2006) برای تست قابلیت پیش بینی نرخ بازده مشروط بر سطوح احساس مناسب است.

این مقاله ادامه کار بیکر و وارگلر (2006) بوده و به طور تجربی به بررسی پیشنهاد آن ها مبنی بر این می پردازد که سهام های با ارزش گذاری سخت در دوره های احساس پایین با ویژگی های شرکتی بر روی شاخص تغییرات سهام مثبت بیش از مقدار واقعی قیمت گذاری می شود. دوم و از همه مهم تر، ما به بررسی اثر پویایی احساس سرمایه گذار بر روی رابطه بین احساس و مقطع نرخ بازده سهام می پردازیم. پویایی احساس اشاره به تغییرات پیوستگی دارد. فرض ما این است که سهام های که به سختی قابل ارزش گذاری هستند، زمانی که احساس در دوره بعدی کاهش یا افزایش می یابد، بیش از مقدار واقعی یا کم تر از مقدار واقعی باقی می ماند. به علاوه، سوء قیمت گذاری سهام های که به سختی قابل ارزش گذاری هستند بایستی در صورتی تصحیح شود که یک گذار و تغییر در احساس وجود داشته باشد. در نهایت ما به ازمون اثر احساس سرمایه گذار بر نرخ بازده تعدیل شده با ریسک با تعدیل نرخ بازده بر روی عوامل CAMP و فاما فرنچ و نیز یک عامل مومنتوم می پردازیم.

ما دوره های احساس بالا و پایین را بر اساس شاخص تغییرات احساس بیکر و ورکلر (2007)، تغییرات مثبت و منفی در بورس اوراق بهادار شیکاگو، و تغییرات منفی در نسبت CBOE و اسپرید مثبت و منفی انجمن سرمایه گذاران امریکا بررسی می کنیم. به علاوه، ما پویایی احساس را به صورت  $H/H(L/L)$  در نظر می گیریم و این احساس معمولاً می تواند افزایش یا کاهش یابد.

مطابق با این فرضیه، نتایج نشان می دهد که سهام ها یی که به سختی قابل ارزش گذاری هستند در طی دوره های با احساس بالا، بیش از مقدار واقعی قیمت گذاری می شوند زیرا سهام ها یی که به سختی قابل ارزش گذاری هستند به اسانی دارای نرخ بازده بالایی می باشند. برای مثال، نتایج نشان می دهد که احساس سرمایه گذار یک شاخص پیش بینی میزان نرخ بازده بوده و اثر زیادی بر روی دارایی ارزش گذاری شده و سهام اربیتراژ نظیر سهام های با پرداخت سود تقسیمی، غیر سود اور، کوچک، جوان و با نوسان بالا دارد. هم چنین نتایج نشان داد که نرخ بازده بعدی سهام ها یی که ارزش آن ها به سختی قابل اندازه گیری است در صورتی بالا باقی می ماند که این احساس افزایش یا کاهش پیدا کند. به علاوه، نتایج نشان می دهد که سهام ها یی که ارزش آن ها به سختی قابل اندازه گیری است، به ارزش بالاتری در دوره های می رسند که احساس کاهش پیدا می کند. در نتیجه، نتایج نشان می دهد که قابلیت پیش بینی نرخ بازده بیکر و وارگلر (2006) محدود به سطوح احساس بوده و قابل تعمیم به دوره های است که در آن احساس آینده کاهش پیدا می کند. در نهایت نتایج نشان داد که ریسک سیستماتیک بهترین شاخص و توجیه برای رابطه بین الگوهای ویژگی های شرکت ها و احساس سرمایه گذار است.

مطالعه ما سه نقش مهم را در منابع موجود در خصوص احساس مربوطه نشان داده است. اولاً این مطالعه نشان می دهد که قیمت گذاری سهام ها یی که ارزش آن ها به سختی قابل اندازه گیری است در صورتی ادامه می یابد که احساسات بعدی نیز افزایش یابد. دوماً، این نشان می دهد که شواهد موجود نرخ بازده پایینی از سهام ها یی که ارزش آن ها به سختی قابل اندازه گیری است را دارد (بیکر و وارگلر 2006) و این به خصوص پس از دوره های با حساس بالا و پایین می باشد. در نهایت نتایج ما نشان می دهد که سرمایه گذاران بایستی در تفسیر یافته های بیکر و وارگلر (2006) مبنی بر این که سهام ها یی که ارزش آن ها به سختی قابل اندازه گیری است یک شاخص اصلی فروش می باشند احتیاط کنند، چون این زمانی رخ می دهد که احساس آینده کاهش پیدا کند.

## 2- منابع مربوطه و توسعه فرضیه

منابع اخیر در زمینه تامین مالی رفتاری نشان می دهد که حس سرمایه گذار همبستگی منفی ای با نرخ بازده سهام آینده دارد. با استفاده از سه مقوله احساس برای سرمایه گذران کوچک، متوسط و بزرگ، فیشتر و استاتمن (2000) رابطه منفی را بین نرخ بازده سهام آینده و حس همه گروه های سرمایه گذاران یافتند. براون و

کلیف (2005) به این نتیجه رسیده اند که خوشبینی بیش از حد، موجب می شود تا قیمت سهام بالاتر از سطوح اساسی باشد و از این روی دوره های با احساس بالا با نرخ بازده پایین همراه هستند زیرا قیمت به ارزش اولیه باز می گردد.

بیکر و والگر (2006) در مقاله خود شاخص سطوح احساس را با برآورد مولفه اصلی شش شاخص احساس سرمایه گذار و تاخیر آن ها برآورد کردند: تنزیل سرمایه بسته، نرخ بازده روز اول در IPO، سهام در شماره های جدید، بیمه تقسیمی و حجم معامله NYSE. آن ها به این نتیجه رسیده اند که شاخص احساس آن ها یک عامل پیش بینی رابطه منفی بین احساس سرمایه گذار و نرخ بازده آینده است که در سهام های به سختی قابل ارزش گذاری برجسته تر است. به طور کلی، سهام های که اربیتراژ آن ها سخت است به سختی قابل ارزش گذاری است (بیکر و وارگلر 2006). برای مثال، شرکت های با نوسان بالا، اندازه کوچک و سود اوری پایین به سختی قابل اربیتراژ می باشند زیرا این سهام ها با هزینه بالایی خرید و فروش می شوند. بیکر و وارگلر (2006) به طور تجربی اقدام به تست اثر احساس سرمایه گذار بر روی نرخ بازده آینده با تشکیل پرتفوی دهک بر روی نوسان، سن شرکت، اندازه شرکت ها کردند. آن ها ماه را به صورت یک دوره با احساس بالا در نظر گرفتند به خصوص زمانی که شاخص سطوح احساس بر اساس شاخص سطوح احساس قبلی مثبت باشد. آن ها نشان داده اند که سهام های با اربیتراژ بالا دارای سوطح بالایی از نرخ بازده می باشند. برای مثال، نرخ بازده سهام با نوسان بالا، در مقایسه با سهام با نوسان پایین پایین میا شد.

بعد ها، بیکر و وارگلر (2007) شاخص تغییرات احساس را با برآورد مولفه اصلی تغییرات در شش شاخص ایجاد کردند. آنها استدلال کرده اند که ایجاد یک شاخص تغییرات احساس بر اساس تغییرات در شش شاخص به جای تغییرات در شاخص سطوح احساس مطلوب تر است. به علاوه آن ها استدلال کرده اند که شاخص تغییرات احساس برای تست الگوهای نرخ بازده مرتبط با تغییرات در احساس مناسب است. اگرچه شاخص سطوح احساس رای تست قابلیت پیش بینی نرخ بازده مشروط بر سطوح احساس مناسب است. با استفاده از شاخص تغییرات احساس، نشان داده اند که یک رابطه مثبت بین نرخ بازده بالای نوسان و شاخص تغییرات احساس وجود دارد. به عبارت دیگر، آن ها از شاخص تغییرات احساس برای توضیح نرخ بازده و شاخص سطوح احساس برای توضیح نرخ بازده

اینده استفاده کردند. با این حال آن ها توضیح نداده اند که چرا یک شاخص برای قابلیت پیش بینی نرخ بازده مناسب تر است. به علاوه، ما بایستی نرخ بازده بالایی را برای سهام های به سختی قابل اندازه گیری بالاتر می باشد. و این در حالی است که شاخص تغییرات احساس قادر به پیش بینی نرخ بازده بالاتر برای سهام های با ارزش بالاتر می باشد.

از این روی ما به بررسی این موضوع می پردازیم که آیا پیوستگی در شاخص تغییرات احساس منجر به قیمت گذاری پایین یا بالاتر برای سهام های با ارزش گذاری سخت نسبت به سهام های با ارزش گذاری آسان می شود. ما به بررسی دو فرضیه برای تست رابطه بین سهام های با ارزش گذاری سخت و احساس سرمایه گذار می پردازیم.

فرضیات: سهام های با ارزش گذاری سخت در مقایسه با سهام های با ارزش گذاری آسان در طی زمانی که احساس افزایش می یابد بیش از مقدار واقعی ارزش گذاری می شود.

میزان تاثیر گذاری احساس بر سهام های با ارزش گذاری سخت بیش از سهام های با ارزش گذاری آسان، نرخ بازده سهام های با ارزش گذاری سخت بایستی در طی زمانی که احساس افزایش می یابد بالاتر باشد. بیکر و وارگلر (2007) نشان داده اند که رابطه مثبتی بین نرخ بازده سهام های با ارزش گذاری سخت و تغییرات در احساس وجود دارد. با این حال آن ها به بررسی اثرات تغییرات احساس بر روی نرخ بازده پرتفوی نوسان پرداختند. فرضیه 2: سهام های با ارزش گذاری سخت در صورتی بیش از مقدار واقعی ارزش گذاری می شوند که احساس در دوره بعدی افزایش یابد. سوء قیمت گذاری در صورتی اصلاح می شود که یک ناحیه گذار در احساس سرمایه گذار وجود داشته باشد

میزان تاثیر گذاری احساس بر سهام های با ارزش گذاری سخت بیش از سهام های با ارزش گذاری آسان، نرخ بازده سهام های با ارزش گذاری سخت بایستی در طی زمانی که احساس افزایش می یابد بالاتر باشد. رابطه مثبتی بین نرخ بازده سهام های با ارزش گذاری سخت و تغییرات در احساس وجود دارد. با این حال آن ها به

بررسی اثرات تغییرات احساس بر روی نرخ بازده پرتفوی نوسان پرداختند. جدول 1 پیش بینی های بر اساس فرضیات 1 و 2 را نشان می دهد.

### 3- داده ها: احساس سرمایه گذار و سهام های با ارزش گذاری سخت

در این بخش ما به توصیف شاخص های احساس سرمایه گذار می پردازیم زیرا احساس را نمی توان به طور مستقیم پایش کرد. دو نوع شاخص برای تعریف احساس وجود دارد و مبتنی بر بازار و مبتنی بر تحقیق.

کلارک و استاتمن (1998) با استفاده از شاخص احساس هوش سرمایه گذار به عنوان شاخص مبتنی بر تحقیق به این نتیجه رسیده است که شاخص احساس بولیش قادر به پیش بینی نرخ بازده فورچون 500 نیست. به علاوه، سیمون و ویگینز (2001) استدلال کرده اند که مسائل خاص با استفاده از شاخص های مبتنی بر تحقیق حادث می شوند. برای مثال، یک احتمال وجود دارد که شاخص های مبتنی بر تحقیق تا زمان انتشار از مد بیفتند به خصوص در دوره های با نوسان بالا و زمانی که احساس مهم تر است. به علاوه آن ها استدلال کرده اند که پاسخ ها وزن برابری در شاخص های مبتنی بر نظر سنجی صرف نظر از مقدار بودجه مدیریت شده توسط شرکت کننده ها دارند. برعکس، شاخص های احساس مبتنی بر بازار در زمان واقعی مشاهده می شوند و آن ها هم شدت احساس و هم قدرت بازاری شرکت کنندگان بازاری را نشان می دهند (س یمون و ویکانز 2001). ما از هر دو شاخص برای تست این استفاده می کنیم که آیا نتایج به انتخاب بین شاخص ها حساس است یا خیر. ما از شاخص تغییرات احساس بیکر و وارکلی و شاخص سطوح احساس استفاده می کنیم. ما از شاخص احساس سرمایه گذاران امریکا به عنوان شاخص مبتنی بر نظر سنجی استفاده می کنیم.

اولین شاخص احساس سرمایه گذار، شاخص تغییرات احساس بیکر و وارکلی (2007) است. آن ها شاخص احساس را به صورت اولین مولفه اصلی تغییرات در شش شاخص متفاوت از احساس سرمایه گذار تنزیل سرمایه بسته، نرخ بازده روز اول در IPO، سهام در شماره های جدید، بیمه تقسیمی و حجم معامله NYSE اندازه گیری کردند. ما حالت احساس بالا را با استفاده از شاخص تغییرات احساس تعریف می کنیم زیرا تغییرات احساس نشان دهنده خوش بینی و بد بینی در بازار می باشند.

دومین شاخص احساس، شاخص سطوح احساس بیکر و وارگلر (2006) می باشد که به صورت اولین شاخص اصلی از شش شاخص احساس سرمایه گذار تنزیل سرمایه بسته، نرخ بازده روز اول در IPO، سهام در شماره های جدید، بیمه تقسیمی و حجم معامله NYSE در نظر گرفته می شود. مشابه با شاخص تغییرات احساس، ما از شاخص سطوح احساس مثبت و منفی برای تعریف حالت احساس بالا و پایین استفاده می کنیم.

ما از VIX به عنوان سومین شاخص احساس استفاده می کنیم. VIX شاخص اندازه گیری انتظارات بازار از نوسان سی روزه می باشد که بر حسب زمان واقعی از گزینه های شاخص P500 CBOE برآورد می شود. این به عنوان شاخص و سنجش ترس سرمایه گذار نامیده می شود. یک مقدار بالای VIX نشان دهنده ترس اعتماد به نفس در بازار بوده و نشان دهنده کاهش نرخ بازده بازاری است. ما از تغییر منفی در VIX برای تعریف حالت احساس بالا و پایین استفاده می کنیم.

چهارمین شاخص احساس موسوم به نسبت خرید و فروش از شاخص CBOE گرفته می شود. نسبت اختیار حق خرید و فروش نشان دهنده یک روندی است که در آن سرمایه گذار برای مصونیت موقعیت خود خرید بیشتری انجام می دهند. مطالعات مختلف از نسبت خرید و فروش و VIX به صورت شاخص احساس سرمایه گذار استفاده می کنند (ویلی 2000، اسمالز 2014، سیمون و ویکتور 2001).

ما از پرسشنامه احساس انجمن سرمایه گذاران به عنوان شاخص نهایی احساس سرمایه گذار استفاده می کنیم. AAIL از شرکت کننده ها درخواست می کند که انتخاب کنند آیا بازار در شش ماه آینده تغییراتی خواهد داشت یا خیر؟ تعداد زیادی از پاسخ ها با دیدگاه های مختلف نشان دهنده خوش بینی در مورد بازار سهام می باشند. AAIL میزان اسپرید پیش فروش و پیش خرید را تعریف می کند. یک BBS مثبت یا منفی بین دیدگاه های پیش فروش و پیش خرید در یک ماه تعریف کننده حالت احساس بالا یا پایین است. چندین مطالعه از BBS به عنوان شاخص احساس سرمایه گذار استفاده می کند (براون و کلیف 2004، فیشر و استمن 2000).

ما داده ها را برای نرخ بازده بازاری ارزش گذاری وزنی از CRSP و شاخص تغییرات احساس و شاخص سطوح احساس جمع اوری می کنیم که از پرفسور جفری ثلرکلر از دانشگاه نیویورک گرفته شده است. ما داده های VIX را از دیتا استریم اینتر نشنال بدست می آوریم و داده های خرید و فروش از دفتر ارز جمع اوری شده و داده های



BBC از وب سایت AAII بدست آمدند. دوره داده ها برای نرخ بازده بازار وزنی ارزش گذاری شده CRSP، شاخص تغییرات احساس، VIX، نسبت خرید و فروش و BBS از ژولای 1964 گرفته شد. همه داده ها برای شاخص های احساس و نرخ بازده بازاری CRSP در پایان 2014 تعیین شد.

جدول 2 اماره خلاصه و ضرایب همبستگی نرخ بازده ارزش گذاری وزنی CRSP و شاخص های احساس سرمایه گذار را نشان می دهد. بخش A از جدول 2 نرخ بازده بازاری CRSP را در دوره نمونه 0.89 نشان می دهد. 606 مشاهده برای نرخ بازده ارزش گذاری شده وزنی CRSP، 593، برای شاخص STM ▲، 594 برای شاخص STM، 300 برای VIX، 232 برای نسبت خرید و فروش و 330 برای BBS ارایه شده است.

پانل ب از جدول 2 همبستگی میان شاخص های احساس سرمایه و VWRET را نشان می دهد. مطابق با منابع (براون و کلیف 2004)، یک همبستگی مثبت بین احساس سرمایه گذار و VWRET را نشان می دهد. همبستگی بین VWRET و STM 0.05 می باشد به این معنی که افزایش در احساس منجر به کاهش در VWRET می شود. همبستگی غیر معنی دار بین VWRET و STM غیر شگفت انگیز است زیرا بیکر و وارگلر (2007) نشان می دهد که STM برای قابلیت پیش بینی نرخ بازده مناسب تر است. همبستگی بین VWRET و VIX -0.26 (0.25 نشان می دهد که افزایش در VIX یا PC منجر به کاهش در VWRET می شود. همبستگی منفی بین VWRET و VIX و PC مطابق با انتظارات است زیرا ارزش بالای VIX و PC بیانگر ترس در بازار است.

### 3- ب: سهام های با ارزش گذاری سخت

در این بخش، ما به توصیف شاخص های برای سهام های با ارزش گذاری سخت می پردازیم. سهام های با ارزش گذاری سخت بر اساس ویژگی های سود اوری، توانایی پرداخت و ملموس بودن دارایی تعریف می شود. جدول 3 اماره های خلاصه داده های سطح شرکت را نشان می دهد. بر اساس منابع و مطالعات، MOM در زمان  $t-12$  تا  $t-2$  ماه برآورد می شود. ما از MOM به عنوان متغیر شاهد استفاده می کنیم.

پانل ب، نوسان، سن و متغیر های سهام بازاری را گزارش می کند. نوسان یک انحراف معیار از نرخ بازده ماهانه 12 ماه منتهی به ژوئن می باشد. سن در زمان T بر اساس تعداد سال برآورد می شود زیرا شرکت ابتدا در CRSP

را بیان می کند. ME از ژوئن سال T اندازه گیری می شود. شرکت های با اندازه کوچک، جوان و نوسان بالا به صورت سهام های با ارزش گذاری سخت اندازه گیری می شوند.

پانل های C تا E داده های حسابداری را گزارش می کنند که از سال مالی منتهی به سال تقویمی T-1 جمع اوری شده است و مطابق با نرخ بازده ماهانه از زولای سال T تا ژوئن سال t+1 می باشد. پانل پ متغیر سود اوری، نرخ بازده سهام را نشان می دهد. نرخ بازده سهام بر سود، سهام دفتری است. سود، درآمد قبل از ایتیم فوق العاده علاوه بر مالیات تعویقی منها ی تقسیم می باشد. ارزش سهام دفتری، سهام سهام داران علاوه بر ترازنامه می باشد. E+/BE برای شرکت های سود اور مثبت است و برای شرکت های غیر سود اور صفر است. ما از متغیر های ساختگی برای شرکت های با سود مثبت استفاده می کنیم. شرکت های با سود اوری کم تر به صورت سهام های با ارزش گذاری سخت وجود دارد.

پانل D، ویژگی های سود تقسیمی را نشان می دهد که سود تقسیمی تقسیم بر ارزش دفتری شرکت است که در آن D بیانگر سود تقسیمی هر سهم می باشد. ما از متغیر های ساختگی برای شرکت های با سود مثبت استفاده می کنیم. شرکت های غیر تقسیمی به صورت سهام های با ارزش گذاری سخت در نظر گرفته می شود. پانل E دو متغیر را گزارش می کند که بیانگر ویژگی های ملموس بودن دارایی، تجهیزات و کارخانه نسبت به دارایی های PPE/A بوده و هزینه تحقیق و توسعه در دارایی ها مطلوب است. بر اساس گفته بیگر و راکلر (2006)، ما از متغیر های تحقیق و توسعه استفاده می کنیم. PPE/A و شرکت های RD/A بالاتر به صورت سهام های با ارزش گذاری سخت در نظر گرفته می شوند.

## نتایج تجربی

### احساس سرمایه گذار فعلی و ویژگی های شرکت

در این بخش، ما به طور مستقیم به تست رابطه بین احساس سرمایه گذار فعلی و نرخ بازده سهام با ویژگی های شرکت می پردازیم. بر اساس منابع، ما از نقطه NYSE برای دهک استفاده می کنیم. جدول 4 نرخ بازده ماهانه

این پرتفوی را در ماه های مختلف ارایه می کند. هم چنین تفاوتی را در نرخ بازده ماهانه بین دهک P1 و P10 ارایه می کنیم.

ستون چپ نرخ بازده ماهانه ویژگی های شرکت ارایه می کند که دارای مقادیر برابر یا کم تر از صفر است و ستون راست ، تفاوت بین نرخ بازده ماهانه دارای مقدار کم تر یا بیشتر از صفر است.

ردیف های اول جدول 4 اثر احساس را بر روی دهک های نوسان نشان می دهد. بالاترین دهک نوسان P10 مقدار 4.33 درصد را در ماه داشته و کم ترین دهک نوسان 1.47 درصد در هر ماه در طی حالت احساس بالا می باشد. از این روی، بالاترین دهک P10 دارای مقدار 2.86 درصد بالاتر از نرخ بازده ماهانه در طی نرخ بازده احساس می باشد. برای مثال، تفاوت در نرخ بازده ماهانه پرتفوی P10 بین حالت احساس بالا و پایین ، 5.96 درصد در هر ماه است.

سه ردیف بعدی جدول 4 ، اثر احساس سرمایه دار بر روی دهک های سن شرکت را نشان می دهد. جوان ترین شرکت ها، P1، مقدار 3.43 درصد را در هر ماه نشان می دهد و پیر ترین شرکت ها P10، دارای نرخ 1.50 درصد در هر ماه در طی حالت های احساس می باشد. از این روی، دهک جوان ترین شرکت، P1 مقدار 1.93 درصد نرخ بازده بالاتر را بدست می آید. دهک های سنی کم ترین، حساس ترین به احساس است. برای مثال، مقادیر H-L از P1 تا P10 کاهش می یابد و این نشان می دهد که شرکت های جوان حساس تر به احساس می باشند. از این روی نتایج ما بر اساس ویژگی های سنی از فرضیه پشتیبانی می کند و نشان می دهد که سهام های با ارزش گذاری سخت در طی حالت های احساس قیمت گذاری می شوند.

ردیف بعدی اثر احساس در دهک های اندازه شرکت را نشان می دهد. در حالت های احساسی بالا، کم ترین دهک اندازه، P1 مقدار 2.30 نرخ بازده بالاتر از دهک بالاتر می باشد. نتایج نشان داد که در مقادیر H-L از P1 تا P10 نشان می دهد که شرکت ها در طی حالت های مختلف مطابق با فرضیه 1 است.

آخرین ردیف ها در جدول 4 به بررسی اثر احساس در سهام های رتبه بندی شده بر روی ویژگی های ملموس بودن پرداخته است. ما از RD/A و PPE/A برای تعریف ویژگی های ملموس بودن استفاده می کنیم و نتایج موید فرضیه 1 است. برای مثال نتایج نشان داد که دهک PPE/A کم ترین، P1 دارای مقدار 1.20 درصد در هر

نرخ بازده بالاتر از بالاترین دهک PPE/A می باشد. با این حال، اثر احساس برجسته تر است به خصوص زمانی که ما از PPE/A به جای RD/A برای تعریف ویژگی های ملموس بودن استفاده کنیم. در حقیقت، بیکر و واگلر 2006 اثر شرطی احساس را بر روی شرکت های RD/A پیدا نکرده اند.

ما به طور گرافیکی به بررسی نتایج جدول 4 در شکل 1 برای راحتی خواننده را توصیف می کنیم. پانل A-G نشان می دهد که سهام های با ارزش گذاری سخت نرخ بازده بالاتری از سهام های با ارزش گذاری سخت می باشد. برای مثال، در پانل A، نرخ بازده میانگین نرخ میانگین شرکت های با فراریت بالا، کم تر از شرکت های با نوسان پایین در حالت احساس پایین است. به طور مشابه، در پانل های B-G، نرخ بازده میانگین سهام های با ارزش گذاری سخت در حالت احساس بالا افزایش می یابد و این در حالی است که نرخ بازده میانگین در حالت احساس پایین کاهش می یابد که متناسب با فرضیه 1 است که سهام های با ارزش گذاری سخت در حالت احساس بالا بیش از حد قیمت گذاری می شوند.

در مجموع، سهام های با ارزش گذاری سخت دارای نرخ بازه بالاتری از سهام های با ارزش گذاری اسان می باشند (شرکت های با نوسان پایین، پیر، اندازه بزرگ، پرداخت سود تقسیمی و دارایی ملموس) در طی حالت های با احساس بالا که مطابق با فرضیه 1 است و سهام های با ارزش گذاری سخت در طی حالت های احساس بالا بیش از حد قیمت گذاری می شود.

### تغییرات احساس آینده و ویژگی های شرکت

در این بخش ما به طور تجربی به تست فرضیه دوم می پردازیم که مبنی بر آن سهام های با ارزش گذاری سخت در صورتی بیش از مقدار واقعی قیمت گذاری می شوند که احساس در دوره بعدی افزایش یابد و این که سوء قیمت گذاری اصلاح می شود به خصوص اگر یک تغییر در احساس سرمایه گذار وجود داشته باشد. در ابتدای هر ماه، ما شرکت ها را در درهک ها بر اساس ویژگی های شرکت طبقه بندی می کنیم. به علاوه، ما ماه T را به صورت حالت احساس طبقه بندی می کنیم که شاخص  $\Delta STM$  در ماه t مثبت باشد. از این روی H/H (L/L) بیانگر افزایش احساس در حالت های بالا است در حالی که H/H (L/L) تغییر در احساس را از حالت بالا به پایین نشان می دهد.

جدول 5، نرخ بازده میانگین دهک های ویژگی های شرکت را برای همه حالات های احساس و تفاوت در نرخ بازده ماهانه بین دهک های P1 و P10 ارایه می کند. ستون چپ نرخ بازده ماهانه را برای ویژگی های شرکت ارایه می کند که برابر با مقدار صفر بود. ستون راست، تفاوت بین نرخ بازده ماهانه ویژگی های شرکت را نشان می دهد که دارای مقدار برابر یا کم تر از صفر است.

اولین ردیف از جدول 5، به بررسی اثرات نوسان مشروط بر پویایی احساس پرداخته است. نتایج نشان می دهد که بالاترین دهک بالا، 2.92 درصد نرخ بازده را نسبت به کم ترین دهک در حالت H/H وجود دارد. با این حال، قیمت گذاری سهام با نوسان بالا زمانی تصحیح می شود که احساس پایین، که در آن P10 دارای نرخ بازده کم تر 1.43 درصد نسبت به P1 است. به علاوه، سهام با نوسان بالا در مقایسه با حالت L/L باقی می ماند به طوری که نرخ بازده P10 دارای 3.53 درصد کم تر از نرخ بازده نسبت به P1 می باشد. این نتایج مطابق با فرضیه 2 است و این نشان می دهد که سهام با نوسان بالا قیمت گذاری می شود.

ردیف های بعدی در جدول 5 یک الگوی قوی را بین پویایی احساس و نرخ بازده برای شرکت های طبقه بندی شده با سن نشان می دهد. برای مثال، جوان ترین دهک، 2.16 درصد نرخ بازده بالاتر در هر ماه نسبت به پیر ترین دهک را نشان داده است و این نشان می دهد که شرکت های جوان، در مقایسه با شرکت های H.H بیش از مقدار واقعی قیمت گذاری می شود. قیمت گذاری پایین شرکت های جوان زمانی اصلاح می شود به خصوص زمانی که تغییرات گذار به حالت بالا باشد به خصوص زمانی که P1، نزدیک به 1.69 درصد در هر ماه نرخ بازده نسبت به P10 می باشد. این نتایج مطابق با فرضیه 2 است که سهام های دارای ارزش گذاری سخت تر در مقایسه با سهام های دارای ارزش گذاری اسان تر وجود دارد و سوء قیمت گذاری تنها زمانی اصلاح می شود که گذار های احساس به حالت دیگر باشد.

ردیف بعدی به بررسی اثر مقطعی اندازه شرکت مشروط بر پویایی احساس می پردازد. نتایج نشان داده است که کم ترین دهک اندازه دارای 2.95 درصد بالاتر از دهک اندازه در حالت H/H می باشد و این نشان می دهد که شرکت های اندازه کوچک در حالت H/H قیمت گذاری می شود. قیمت گذاری بیش از حد زمانی اصلاح می شود

که گذار احساس به حالت پایین می باشد که P1 به 0.29 درصد در هر ماه نسبت به P10 برسد. قیمت گذاری پایین سهام ها ی با اندازه کوچک زمانی اصلاح می شود.

در ردیف بعد، ردیف ها ی بعدی در جدول 5 یک الگوی قوی را بین پویایی احساس و نرخ بازده برای شرکت ها ی طبقه بندی شده با سن نشان می دهد. برای مثال، جوان ترین دهک، 2.16 درصد نرخ بازده بالاتر در هر ماه نسبت به پیر ترین دهک را نشان داده است و این نشان می دهد که شرکت ها ی جوان، در مقایسه با شرکت ها ی H.H بیش از مقدار واقعی قیمت گذاری می شود. قیمت گذاری پایین شرکت ها ی جوان زمانی اصلاح می شود به خصوص زمانی که تغییرات گذار به حالت بالا با شد به خصوص زمانی که P1، نزدیک به 0.59 درصد در هر ماه نرخ بازده نسبت به P10 می باشد. این نتایج مطابق با فرضیه 2 است که سهام ها ی دارای ارزش گذاری سخت تر در مقایسه با سهام ها ی دارای ارزش گذاری آسان تر وجود دارد و سوء قیمت گذاری تنها زمانی اصلاح می شود که گذار ها ی احساس به حالت دیگر باشد.

ردیف بعدی نرخ بازده دهک ها ی تشکیل شده بر روی ویژگی ها ی ملموس بودن، RD/A و PPE/A را مشروط بر پویایی احساس نشان می دهد. جدول 5، نرخ بازده میانگین دهک ها ی ویژگی ها ی شرکت را برای همه حالات ها ی احساس و تفاوت در نرخ بازده ماهانه بین دهک ها ی P1 و P10 ارایه می کند. ستون چپ نرخ بازده ماهانه را برای ویژگی ها ی شرکت ارایه می کند که برابر با مقدار صفر بود. ستون راست، تفاوت بین نرخ بازده ماهانه ویژگی ها ی شرکت را نشان می دهد که دارای مقدار برابر یا کم تر از صفر است.

اولین ردیف از جدول 5، به بررسی اثرات نوسان مشروط بر پویایی احساس پرداخته است. نتایج نشان می دهد که بالاترین دهک بالا، 2.92 درصد نرخ بازده را نسبت به کم ترین دهک در حالت H/H وجود دارد. با این حال، قیمت گذاری سهام با نوسان بالا زمانی تصحیح می شود که احساس پایین، که در آن P10 دارای نرخ بازده کم تر 1.43 درصد نسبت به P1 است. به علاوه، سهام با نوسان بالا در مقایسه با حالت L/L باقی می ماند به طوری که نرخ بازده P10 دارای 3.53 درصد کم تر از نرخ بازده نسبت به P1 می باشد. این نتایج مطابق با فرضیه 2 است و این نشان می دهد که سهام با نوسان بالا قیمت گذاری می شود.

ردیف ها ی بعدی در جدول 5 یک الگوی قوی را بین پویایی احساس و نرخ بازده برای شرکت ها ی طبقه بندی شده با سن نشان می دهد. برای مثال، جوان ترین دهک، 2.16 درصد نرخ بازده بالاتر در هر ماه نسبت به پیر ترین دهک را نشان داده است و این نشان می دهد که شرکت ها ی جوان، در مقایسه با شرکت ها ی H.H بیش از مقدار واقعی قیمت گذاری می شود. قیمت گذاری پایین شرکت ها ی جوان زمانی اصلاح می شود به خصوص زمانی که تغییرات گذار به حالت بالا با شد به خصوص زمانی که P1، نزدیک به 1.69 درصد در هر ماه نرخ بازده نسبت به P10 می با شد. این نتایج مطابق با فرضیه 2 است که سهام ها ی دارای ارزش گذاری سخت تر در مقایسه با سهام ها ی دارای ارزش گذاری اسان تر وجود دارد و سوء قیمت گذاری تنها زمانی اصلاح می شود که گذار ها ی احساس به حالت دیگر با شد.

ردیف بعدی به بررسی اثر مقطعی اندازه شرکت مشروط بر پویایی احساس می پردازد. نتایج نشان داده است که کم ترین دهک اندازه دارای 2.95 درصد بالاتر از دهک اندازه در حالت H/H می با شد و این نشان می دهد که شرکت ها ی اندازه کوچک در حالت H/H قیمت گذاری می شود. قیمت گذاری بیش از حد زمانی اصلاح می شود که گذار احساس به حالت پایین می با شد که P1 به 0.29 درصد در هر ماه نسبت به P10 برسد. قیمت گذاری پایین سهام ها ی با اندازه کوچک زمانی اصلاح می شود.

در ردیف بعد، ردیف ها ی بعدی در جدول 5 یک الگوی قوی را بین پویایی احساس و نرخ بازده برای شرکت ها ی طبقه بندی شده با سن نشان می دهد. برای مثال، جوان ترین دهک، 2.16 درصد نرخ بازده بالاتر در هر ماه نسبت به پیر ترین دهک را نشان داده است و این نشان می دهد که شرکت ها ی جوان، در مقایسه با شرکت ها ی H.H بیش از مقدار واقعی قیمت گذاری می شود. قیمت گذاری پایین شرکت ها ی جوان زمانی اصلاح می شود به خصوص زمانی که تغییرات گذار به حالت بالا با شد به خصوص زمانی که P1، نزدیک به 0.59 درصد در هر ماه نرخ بازده نسبت به P10 می با شد. این نتایج مطابق با فرضیه 2 است که سهام ها ی دارای ارزش گذاری سخت تر در مقایسه با سهام ها ی دارای ارزش گذاری اسان تر وجود دارد و سوء قیمت گذاری تنها زمانی اصلاح می شود که گذار ها ی احساس به حالت دیگر با شد.

جدول 7 نرخ بازده ماهانه دهک های فراریت را بر اساس چندک های احساس نشان می دهد. نتایج نشان می دهد که شرکت ها در دهک با بالاترین فراریت مقدار نرخ بازده ماهانه 1.67 درصد را در کمترین دهک نشان می دهد. نتایج مشابه برای چندک 2 احساس دومین چندک احساس پایین است. با اینحال ما تفاوت معنی داری را در نرخ بازده ماهانه دهک های با نوسان پایین در چندکهای 3 و 4 نشان می دهد که در آن چندک ، چندک احساس میانی است و 4 دومین چندک احساس بالاترین است. در نهایت، نتایج نشان می دهد که دهک نوسان بالا می باشد که 1.75 درصد کم تر از نرخ بازده ماهانه میانگین نسبت ب دهک با کم ترین نوسان است.

در نتایج مربوطه، ما افزایش احساس را برای 75 از 121 ماه پس از پایین ترین سطوح نشان دادیم. از این روی شرکت ها در بالاترین دهک نوسان با 3.68 3.68 بالاتر از شرکت ها در دهک با نوسان پایین در چندک با احساس پایین است. به علاوه، شرکت های موجود در دهک نوسان پایین در چندک احساس می باشد به خصوص زمانی که احساس کاهش می یابد. بر اساس بالاترین سطوح ، کاهش احساس برای 75 از 120 شرکت وجود دارد. به این ترتیب شرکت ها در بالاترین دهک نوسان دارای نرخ 3.91 درصد بالاتر از شرکت ها در کم ترین دهک نوسان پایین قرار دارد.

به طور خلاصه، نتایج در جداول 6 و 7 مطابق با فرضیه 2 بوده و نشان می دهد که سهام های با ارزش گذاری سخت در مقایسه با سهام های با ارزش گذاری اسان قیمت گذاری می شود. نتایج ما نشان می دهد که پیش بینی نرخ بازده آینده شاخص سطوح احساس بیکر و وارگلر (2006) مشروط بر تغییر در احساس بعدی است.

### تست های استواری

#### نرخ بازده تعدیل شده ریسک ویژگی های شرکت و احساس

نتایج در بخش قبلی نشان می دهد که نرخ بازده خام سهام با ارزش گذاری سخت، بالاتر از سهام با ارزش گذاری اسان می باشد به خصوص زمانی که احساس افزایش می یابد و سوء قیمت گذاری زمانی تصحیح می شود که گذار احساس به حالت دیگر وارد می شود. به عنوان یک تست استواری، ما به بررسی این می پردازیم که آیا عوامل ریسک قادر به توضیح تفاوت در نرخ بازده بین سهام با ارزش گذاری سخت و سهام با ارزش گذاری اسان است. چندین مطالعه نشان می دهد که سهام با ارزش گذاری سخت نظیر شرکت های کوچک، غیر سود اور، پرداخت



غیر تقسیمی و نوسان بالا، ریسکی تر است و از این روی این سهام‌ها نیازمند نرخ بازده بالاتر بر اساس مدل‌ها ی قیمت‌گذاری دارایی است. با این حال، نتایج نشان می‌دهد که این سهام‌ها ی ریسک‌دارای نرخ بازده مورد انتظار پایین است. برای مثال، نرخ بازده پایین‌تر برای این شرکت‌ها نامتناسب با توضیح مبتنی بر ریسک است. با این وجود به عنوان یک تست استواری، نرخ بازده تعدیل‌شده P1-P10 و پرتفوی‌ها وجود دارد. SMB در رگرسیون در نظر گرفته نمی‌شود به خصوص زمانی که ما از اندازه به عنوان شاخصی برای تعریف سهام با ارزش گذاری سخت استفاده می‌کنیم.

نرخ بازده خطر تعدیل‌شده برای هر ماه T به صورت زیر است

$$R_{x_t}^{adj} = R_{x_t} - \sum_i \beta_{xt} f_{it} \quad (1)$$

که  $R_{x_t}$  نرخ بازده خام پرتفوی P10-P1 or  $\leq 0 - \geq 0$  برای هر ماه t است،  $f_{it}$  عامل i در ماه t می‌باشد و  $\beta_{xt}$  بار عاملی برآورد شده سری‌ها ی زمانی نرخ بازده خام پرتفوی P10-P1 or  $\leq 0 - \geq 0$  در عوامل خطر مناسب و ثابت هاست.

جدول 8 نرخ بازده تعدیل‌شده p1-p10 و پرتفوی  $\leq 0 - \geq 0$  بر اساس ویژگی‌ها ی شرکت و حالت‌ها ی احساس بالا و پایین را نشان می‌دهد. مشابه با جدول 4، ما از شاخص تغییر تغییرات احساس برای تعریف حالت احساس بالا و پایین استفاده می‌کنند. مشابه با یافته‌ها ی موجود در بخش iv.a، سهام با ارزش گذاری سخت دارای نرخ بازده بالاتری می‌باشد. برای مثال، شرکت‌ها ی با فراریت بالا، دارای 0.51 درصد بالاتر در مقایسه با شرکت‌ها ی با نوسان پایین با تعدیل عوامل فاما فرنچ می‌باشد. روند‌ها ی مشابه برای ویژگی‌ها ی دیگر، بیشتر نتایج از نظر آماری پس از تعدیل عوامل خطر تعدیل می‌شود.

جدول 9 نرخ بازده تعدیل‌شده خطر پرتفوی P1-P10 و  $\leq 0 - \geq 0$  بر اساس پویایی احساس و ویژگی‌ها ی شرکت است. مشابه با جدول 5، ما از شاخص تغییرات برای تعریف H/H, H/L, L/H و L/L احساس می‌کنیم. قیمت گذاری بیش از حد زمانی تصحیح می‌شود که احساس به حالت دیگر تغییر می‌کند. به علاوه، می‌توان گفت که حجم نتایج از نظر آماری معنی‌دار است و علایم صحیح را پس از تعدیل عوامل خطر نشان می‌دهد.

به طور خلاصه، نرخ بازده تعدیل شده ریسک در جدول 8 و 9 مطابق با فرضیه 1 و 2 است. از این روی این نتایج نشان می دهد که عوامل ریسک توجیه کننده الگوها ی بر اساس ویژگی ها ی شرکت می باشد و این احساس نقش معنی داری در توضیح نرخ بازده سهام دارد

### شاخص های احساس جایگزین

نتایج ما بر اساس شاخص تغییرات احساس وارگر و بیکر و شاخص سطوح احساس است. در این بخش، ما از شاخص های دیگر احساس سرمایه گذار برای نشان دادن این است که نتایج استوار است استفاده می کنیم. سه ردیف بعدی جدول 4، اثر احساس سرمایه دار بر روی دهک ها ی سن شرکت را نشان می دهد. جوان ترین شرکت ها، P1، مقدار 3.43 درصد را در هر ماه نشان می دهد و پیرترین شرکت ها P10، دارای نرخ 1.50 درصد در هر ماه در طی حالت های احساس می باشد. از این روی، دهک جوان ترین شرکت، P1 مقدار 1.93 درصد نرخ بازده بالاتر را بدست می آید. دهک ها ی سنی کم ترین، حساس ترین به احساس است. برای مثال، مقادیر H-L از P1 تا P10 کاهش می یابد و این نشان می دهد که شرکت ها ی جوان حساس تر به احساس می باشند. از این روی نتایج ما بر اساس ویژگی ها ی سنی از فرضیه پشتیبانی می کند و نشان می دهد که سهام ها ی با ارزش گذاری سخت در طی حالت ها ی احساس قیمت گذاری می شوند.

ردیف بعدی اثر احساس در دهک ها ی اندازه شرکت را نشان می دهد. در حالت ها ی احساسی بالا، کم ترین دهک اندازه، P1 مقدار 2.30 نرخ بازده بالاتر از دهک بالاتر می باشد. نتایج نشان داد که در مقادیر H-L از P1 تا P10 نشان می دهد که شرکت ها در طی حالت ها ی مختلف مطابق با فرضیه 1 است. آخرین ردیف ها در جدول 4 به بررسی اثر احساس در سهام ها ی رتبه بندی شده بر روی ویژگی ها ی ملموس بودن پرداخته است. ما از RD/A و PPE/A برای تعریف ویژگی ها ی ملموس بودن استفاده می کنیم و نتایج موید فرضیه 1 است. برای مثال نتایج نشان داد که دهک PPE/A کم ترین، P1 دارای مقدار 1.20 درصد در هر نرخ بازده بالاتر از بالاترین دهک PPE/A می باشد. با این حال، اثر احساس برجسته تر است به خصوص زمانی که ما از PPE/A به جای RD/A برای تعریف ویژگی ها ی ملموس بودن استفاده کنیم. در حقیقت، بیکر و واگلر 2006 اثر شرطی احساس را بر روی شرکت ها ی RD/A پیدا نکرده اند.

به طور خلاصه، نتایج ما در جداول 10 و 11 نیز نشان می دهد که شرکت های با ارزش گذاری سخت در مقایسه با شرکت های با ارزش گذاری اسان بیش از حد قیمت گذاری می شود به خصوص زمانی که افزایش احساس افزایش می یابد یعنی احساس در حالت بالا در حالت H/H قرار می گیرد. در نتیجه، قیمت گذاری بیش از حد زمانی تصحیح می شود که احساس به مست H/H با شد. از این روی نتایج ما مطابق با یافته های بخش IV می باشد و این موید فرضیه 1 و 2 است.

### نتیجه گیری

بیکر و وارگلر (2006) نشان می دهد که میزان نرخ بازده سهام مورد انتظار مشروط بر احساس سرمایه گذار است. به طور ویژه، نتایج نشان می دهد که شرکت های با ارزش گذاری سخت نرخ بازده کم تری را پس از دوره های احساس بالا و پایین می باشد. از دیرباز، احساس سرمایه گذار در تئوری مالی کلاسیک نادیده گرفته شده است. مقطع و میزان نرخ بازده سهام مورد انتظار به شدت بستگی به مقطع و میزان ریسک های سیستماتیک دارد. با این حال، بیکر و ولرگر (2006) شواهدی را ارائه می کند که نشان می دهد مقطع نرخ بازده سهام مورد انتظار مشروط بر احساس سرمایه گذار است. آن ها شاخص احساس را به صورت اولین مولفه اساسی از شش شاخص احساس در نظر گرفته و پیش بینی کرده اند که ویژگی های شرکت هیچ قدرت پیش بین غیر شرطی را ندارد. برای مثال نرخ بازده نسبتا بالای شرکت های با نوسان پایین نسبت به شرکت های با نوسان بالا از دوره های احساس بالا پیروی می کند. به طور ویژه، آن ها به این نتیجه رسیده اند که سهام های اربیتراژ با ارزش گذاری سخت نظیر سهام های با پرداخت سود تقسیمی، غیر سود اور، کوچک، جوان و با نوسان بالا دارد و این نشان می دهد که سهام های با اربیتراژ سخت و ارزش گذاری سخت در دوره های با حساسا بالا بیش از یا کم تر از مقدار واقعی ارزش گذاری می شوند. بیکر و وارگلر (2007) با استفاده از فرارایت به عنوان شاخص سهام های با ارزش گذاری سخت نشان داده اند که سهام های با فرارایت بالا در مقایسه با سهام های با فرارایت پایین بیش از مقدار واقعی ارزش گذاری می شوند به خصوص زمانی که شاخص تغییرات احساس مثبت باشد. آن ها به این نتیجه رسیده اند که یک افزایش انحراف معیار در شاخص تغییرات احساس موجب افزایش نرخ بازده در دهک های با نوسان بالا می شود با این حال این اثر برای دهک های با نوسان پایین بسیار منفی است. از این روی آن ها

تاثیر تغییرات احساس را بر روی نرخ بازده پرتفوی نوسان بررسی کرده اند. به علاوه آن ها استدلال کرده اند که شاخص تغییرات احساس برای تست الگوهای نرخ بازده مرتبط با تغییرات در احساس مناسب است. و این در حالی است که شاخص سطوح احساس بیکر و واگلر (2006) برای تست قابلیت پیش بینی نرخ بازده مشروط بر سطوح احساس مناسب است.

نتایج ما نشان می دهد که احتمال ایجاد راهبرد های تجارت هزینه صفر وجود دارد با این حال ما می توانیم احساس را در دوره های بعدی پیش بینی کنیم. پیشرفت های اخیر نشان می دهد که احساس سرمایه گذار یک شاخص پیش بینی میزان نرخ بازده بوده و اثر زیادی بر روی دارایی ارزش گذاری شده و سهام اربیتراژ نظیر سهام های با پرداخت سود تقسیمی، غیر سود اور، کوچک، جوان و با نوسان بالا دارد. به علاوه، این نشان می دهد که نرخ بازده آینده برای سهام های با ارزش گذاری سخت نسبتا پایین است که بر طبق شاخص احساس می باشد و نشان می دهد که این سهام ها در طی دوره های با احساس پایین و بالا، بالاتر و کم تر از مقدار واقعی قیمت گذاری می شود. ما شواهد جدیدی را ارائه می کنیم که نشان می دهد قابلیت پیش بینی نرخ بازده آینده پایین تر بر طبق شاخص احساس، در زمانی که احساس سرمایه گذار کاهش یا افزایش پیدا می کند به سختی قابل ارزش گذاری می باشد. در حقیقت، سهام های با ارزش گذاری سخت نرخ بازده نسبتا بالایی پس از دوره های احساس پایین و بالا کسب می کنند به خصوص زمانی که شاخص احساس افزایش یا کاهش می یابد. از این روی نتایج ما نشان می دهد که تحقیقات آینده بایستی به بررسی شیوه های بهتر پیش بینی احساس سرمایه گذار در دوره های بعدی بپردازند.

جدول 1: پیش بینی های بازده شرکت های سنگین و ارزشمند تحت شرایط مختلف احساسات. این جدول خلاصه فرضیه ارائه شده در بخش دوم است. پانل فرضیه تأثیر احساسات جاری بر بازده مقطعی از ویژگی های شرکت است. پانل B فرض می کند که تأثیر هر دو احساسات عقب افتاده و جاری بر بازده های مقطعی از ویژگی های شرکت. ما اعتقادات جاری را بر مبنای تغییرات احساسات بیکر و وورگلر (2007)، تغییرات در  $VIX$  ( $\Delta$ )، تغییرات نسبت  $P/C$  ( $\Delta P/C$ ) و پخش بیل خرس (BBS) در ماه  $t$  تعریف می کنیم. ما بر اساس شاخص تغییرات احساسات در ماه  $t-1$ ،  $VIX$   $\Delta$  در ماه  $t-1$ ،  $\Delta$  نسبت  $P/C$  در ماه  $t-1$  و BBS در ماه  $t-1$

تعریف می کنیم. ایالت های بلند (پایین) بر اساس احساسات افزایش (کاهش) در ماه  $t$  است.  $H / H (L / L)$  حالت های هوشیاری شناسایی می شود زمانی که احساسات پس از افزایش (کاهش) پس از بالا (پایین) حالت احساسات ادامه می یابد. حالت  $H / L (L / H)$  هنگامی که احساسات پس از کاهش (افزایش) پس از وضعیت بالا (پایین) احساسات، شناسایی می شوند.

Panel A: Current Sentiment Changes and Returns on Hard-Minus-Easy to Value Stocks (HME)				
Sentiment	High	Low		
HME Premium	Positive	Negative		
Panel B: Lagged and Current Sentiment changes and Returns on Hard-Minus-Easy to Value Stocks (HME)				
Sentiment	H/H	H/L	L/H	L/L
HME Premium	Positive	Negative	Positive	Negative

جدول 2: خلاصه آمار و ماتریس همبستگی سرمایه گذاران ، 1964 تا 2014. این جدول گزارش آمار خلاصه و ضرایب همبستگی از بازده بازار با ارزش CRSP و proxies احساسات سرمایه گذاران. VW Ret است بازده ماهانه CRSP ارزش گذاری ماهانه در درصد؛ ▲ STM Baker and Wurgler تغییر اندیشه تغییر شاخص است. STM شاخص سطوح احساسات بیکر و وگرلر است. VIX شاخص شاخص بی ثباتی نشان دهنده CBOE است و نسبت پالت-تماس نسبت به گزینه های CBOE است. BBS میانگین پخش ماهانه گاو خشمگین (%). اصطلاح (b) a یک ضریب همبستگی معنی دار در سطح اطمینان 99% (95%) را نشان می دهد.

Panel A: Summary Statistics										
Variable	N	Mean	Std Dev	10%	25%	Median	75%	90%	Minimum	Maximum
VWRET (%)	606	0.89	4.32	-4.44	-1.56	1.13	3.74	5.87	-21.58	16.81
▲STM	593	0.00	1.00	-1.19	-0.53	0.00	0.55	1.10	-3.53	4.37
STM	594	0.00	1.00	-1.48	-0.55	0.05	0.53	1.01	-2.33	3.08
VIX	300	19.96	7.74	12.35	14.20	17.80	23.67	28.97	10.82	62.64
Put-Call	232	0.83	0.16	0.62	0.72	0.84	0.92	1.02	0.44	1.21
BBS (%)	330	8.57	15.27	-10.60	-1.81	9.43	18.75	28.90	-41.00	50.47

Panel B: Pearson Correlation Coefficients							
	VWRET	▲STM	STM	VIX	Put-Call	BBS	
VWRET	1						
▲STM	0.19 <sup>a</sup>	1					
STM	-0.05	-0.14 <sup>a</sup>	1				
VIX	-0.26 <sup>a</sup>	-0.08	-0.16 <sup>a</sup>	1			
Put-Call	-0.25 <sup>a</sup>	-0.12	-0.29 <sup>a</sup>	0.03	1		
BBS	0.19 <sup>a</sup>	0.06	0.16 <sup>a</sup>	-0.30 <sup>a</sup>	-0.59 <sup>a</sup>	1	

جدول 3: آمار خلاصه، 1964 تا 2014. پنل A گزارشات بازگشت ماهانه و بازده شتاب. Return  
Momentum (MOM) بازده تجمعی یازده ماهه بین t-12 تا t-2 است. پنل B گزارش نوسان، متغیرهای سن  
و اندازه. نوسانات انحراف استاندارد سالانه بازده ماهیانه از CRSP برای دوره 12 ماهه در پایان ماه ژوئن قبل از t  
است. سن تعداد سالهای بین اولین حضور شرکت در CRSP و ماه t است. حقوق بازنشستگی (ME) نرخ های  
قیمت است که سهام از CRSP در ماه ژوئن قبل از t به فروش رسیده است. پنل C گزارش سودمندی متغیرها.  
درآمد به حساب کتابخانه (E + / BEt-1) برای شرکتهایی با درآمد مثبت تعریف شده است. درآمد (E +) به  
عنوان درآمد قبل از اقلام فوق العاده تعریف می شود (ماده 18) به همراه گزارش درآمد مالیات معوق (ماده 50)،  
منهای سود سهام سود (اقلام) (19). حقوق صاحبان سهام (BE) به عنوان صاحب سهام (ماده 60) (D) سود  
سهام به ازای هر سهم در تاریخ اواخر (بخش 26) سهم قابل توجه سهام (مورد 25) را با تقسیم سود سهام  
تقسیم می کنیم. همچنین یک متغیر شاخص ( $D > 0$ ) برابر با یک برای شرکت هایی با سود مثبت گزارش  
می کنیم. ( و تحقیق و توسعه (بخش 46) توسط دارایی ها (بند 6) مقیاس می شوند. تحقیق و توسعه (RD) را  
از سال 1972 هنگامی که به طور گسترده ای در دسترس است، ثبت می کنیم. E، اطلاعات حسابداری از سال

مالی پایان دادن به  $t-1$  با بازده ماهانه از ژوئیه منطبق است  $\gamma$  سال  $t$  از ماه ژوئن سال  $t + 1$ . تمام متغیرها در 99.5 و 0.5 درصد هستند.

	N	Mean	Std Dev	10th Pctl	25th Pctl	Median	75th Pctl	90th Pctl	Minimum	Maximum
<b>Panel A: Monthly Returns and Momentum Returns</b>										
Ret (%)	2103452	1.37	17.26	-14.47	-6.29	0.00	7.28	16.98	-98.13	2400.00
MOM <sub>t-1</sub> (%)	2103452	14.73	51.00	-41.25	-11.72	12.71	37.92	70.17	-265.93	475.46
<b>Panel B: Age, Market Equity, and Volatility</b>										
Volatility <sub>t-1</sub> (%)	2103452	13.46	8.98	5.39	7.61	11.22	16.57	23.75	1.36	101.25
Firm Age <sub>t</sub> (Years)	2103452	15.63	14.41	3.17	5.58	10.83	20.33	35.83	1.00	89.00
ME <sub>t-1</sub> (\$M)	2103452	1425.28	6867.57	8.28	25.37	105.60	530.05	2180.18	0.38	169059.45
<b>Panel C: Profitability</b>										
E+BE <sub>t-1</sub> (%)	2103452	10.26	10.51	0.00	0.42	9.27	14.95	21.33	0.00	130.37
E>0 <sub>t-1</sub>	2103452	0.76	0.43	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00	0.00	1.00
<b>Panel D: Dividend Policy</b>										
D/BE <sub>t-1</sub> (%)	2105729	2.18	4.09	0.00	0.00	0.00	3.57	6.05	0.00	123.52
D>0 <sub>t-1</sub>	2105729	0.47	0.50	0.00	0.00	0.00	1.00	1.00	0.00	1.00
<b>Panel E: Tangibility</b>										
PPE/Assets (%)	1965482	53.97	38.69	9.90	23.79	46.28	78.00	108.66	0.00	299.72
RD/Assets (%)	1829616	4.08	10.15	0.00	0.00	0.00	3.52	12.10	0.00	188.30

جدول 4: بازده ماهانه با تغییرات حساسیت (STM ▲) شاخص و ویژگی های شرکت، 1964 تا 2014. در هر ماه  $t$ ، ما مجموعه اوراق بهادار دارایی را با توجه به نقطه های شکست نوسانات، سابقه شرکت، منصفانه (ME)، نسبت سود به نسبت کتاب برای شرکت های سودآور (E + / BE)، نسبت سود سهام برای پرداخت کنندگان سود (D / BE)، دارایی های ثابت (PPE / A) و تحقیق و توسعه (RD / A). ما همچنین بازده نمونه کارها شرکت های سودده، شرکت های پرداخت کننده بدون سود سهام، شرکت های PP و E صفر و شرکت هایی با هزینه های تحقیق و توسعه صفر را محاسبه می کنیم. ما گزارشات متوسط بازده سهام را در ایالت های پایین و معتبر گزارش می کنیم. ما حالت های بالا (پایین) احساسات را تعریف می کنیم که در آن STM ▲ در ماه  $t$  مثبت (منفی) است. ما همچنین تفاوت درآمدهای سبد سهام بین دولتهای بالا و پایین احساس (H-L) را گزارش می کنیم. ما گزارش میانگین بازده ماهانه در درصد و  $t$ -statistic را در پرانتز گزارش می دهیم.

CRSP	N	$\leq 0$	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P1-P10	$\leq 0 - \geq 0$	
Sigma	High	299	1.47 (8.41)	1.83 (8.93)	2.06 (8.81)	2.26 (9.20)	2.54 (9.47)	2.68 (9.32)	2.98 (9.48)	3.33 (9.69)	3.68 (9.49)	4.33 (8.84)	-2.86 (-7.08)		
	Low	294	0.79 (4.14)	0.57 (2.47)	0.29 (1.13)	0.20 (0.69)	0.07 (0.25)	-0.11 (-0.35)	-0.38 (-1.13)	-0.67 (-1.87)	-0.88 (-2.23)	-1.63 (-3.51)	2.42 (6.84)		
	H-L		0.68 (2.64)	1.25 (4.05)	1.77 (5.10)	2.07 (5.52)	2.47 (6.2)	2.79 (6.56)	3.36 (7.30)	3.99 (8.07)	4.56 (8.24)	5.96 (8.83)	-5.28 (-9.82)		
Age	High	299	3.43 (9.25)	3.58 (9.58)	3.36 (9.51)	3.14 (9.08)	3.04 (9.23)	2.55 (8.78)	2.16 (8.15)	2.20 (7.99)	2.13 (7.84)	1.50 (5.77)	1.93 (6.77)		
	Low	294	-1.45 (-3.78)	-0.74 (-1.96)	-0.68 (-1.88)	-0.40 (-1.14)	-0.29 (-0.84)	-0.12 (-0.40)	0.13 (0.42)	0.17 (0.55)	0.20 (0.68)	0.42 (1.52)	-1.87 (-7.36)		
	H-L		4.88 (9.15)	4.32 (8.13)	4.03 (8.01)	3.54 (7.18)	3.33 (7.02)	2.68 (6.26)	2.03 (5.10)	2.03 (5.01)	1.93 (4.85)	1.08 (2.85)	3.80 (9.94)		
ME	High	299	3.77 (9.79)	3.10 (8.56)	2.98 (8.72)	2.87 (8.83)	2.74 (8.78)	2.52 (8.46)	2.45 (8.57)	2.15 (7.87)	1.92 (7.23)	1.48 (6.05)	2.30 (7.16)		
	Low	294	-0.71 (-1.94)	-0.93 (-2.49)	-0.81 (-2.19)	-0.71 (-2.00)	-0.51 (-1.47)	-0.39 (-1.14)	-0.26 (-0.79)	-0.06 (-0.18)	0.01 (0.03)	0.21 (0.73)	-0.92 (-3.59)		
	H-L		2.74 (2.90)	2.66 (2.52)	2.41 (2.32)	2.13 (2.19)	1.88 (1.95)	1.39 (1.51)	1.53 (1.71)	1.32 (1.52)	1.23 (1.52)	0.79 (1.09)	1.95 (3.53)		
E/BE	High	299	4.35 (8.95)	3.26 (9.49)	2.79 (9.67)	2.63 (9.50)	2.51 (9.27)	2.35 (8.75)	2.41 (8.74)	2.52 (8.89)	2.59 (8.62)	2.79 (8.93)	3.04 (9.28)	0.22 (1.57)	1.66 (5.77)
	Low	294	-1.43 (-3.24)	-0.52 (-1.53)	-0.18 (-0.60)	-0.06 (-0.19)	-0.04 (-0.13)	0.00 (-0.01)	-0.09 (-0.30)	-0.09 (-0.31)	-0.14 (-0.45)	-0.37 (-1.12)	-0.54 (-1.50)	0.02 (0.13)	-1.23 (-5.63)
	H-L		5.78 (8.79)	3.78 (7.83)	2.98 (7.11)	2.69 (6.71)	2.55 (6.34)	2.35 (5.88)	2.50 (6.20)	2.61 (6.26)	2.73 (6.23)	3.16 (6.93)	3.58 (7.40)	0.21 (1.10)	2.88 (7.98)



CRSP	N	<0	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P1-P10	<0 >0	
D/BE	High	299	4.00 (9.61)	2.90 (8.95)	2.72 (9.03)	2.55 (8.85)	2.50 (9.17)	2.24 (8.26)	2.09 (8.22)	1.94 (7.97)	1.73 (7.46)	1.58 (6.99)	1.86 (7.90)	1.04 (6.95)	1.78 (7.24)
	Low	294	-1.18 (-2.92)	-0.20 (-0.57)	-0.20 (-0.60)	0.06 (0.19)	0.07 (0.25)	0.16 (0.55)	0.25 (0.90)	0.46 (1.75)	0.52 (2.04)	0.60 (2.50)	0.47 (1.81)	-0.67 (-4.66)	-1.40 (-6.87)
	H-L		5.18 (8.91)	3.10 (6.50)	2.92 (6.58)	2.50 (5.92)	2.43 (5.98)	2.08 (5.25)	1.84 (4.89)	1.48 (4.16)	1.22 (3.53)	0.98 (2.97)	1.39 (3.98)	1.71 (8.24)	0.69 (4.79)
PPE/A	High	299	2.29 (6.15)	3.56 (8.97)	3.76 (9.50)	3.52 (9.48)	3.43 (9.57)	3.29 (9.70)	3.14 (9.77)	2.92 (9.14)	2.72 (9.12)	2.25 (8.65)	2.36 (9.10)	1.20 (4.83)	-0.79 (-2.77)
	Low	294	0.16 (0.44)	-1.28 (-3.17)	-1.25 (-3.22)	-0.99 (-2.65)	-0.72 (-1.99)	-0.53 (-1.51)	-0.35 (-1.01)	-0.35 (-1.05)	-0.14 (-0.41)	0.22 (0.75)	0.36 (1.16)	-1.64 (-7.27)	0.61 (2.45)
	H-L		2.14 (4.12)	4.84 (8.55)	5.02 (9.03)	4.51 (8.56)	4.15 (8.15)	3.83 (7.81)	3.50 (7.37)	3.27 (7.05)	2.86 (6.40)	2.03 (5.26)	1.99 (4.92)	2.84 (8.45)	-1.40 (-3.70)
RD/A	High	253	2.61 (8.14)	3.81 (8.53)	3.96 (8.53)	4.07 (8.57)	3.98 (8.47)	3.66 (7.85)	3.64 (8.15)	3.39 (8.00)	3.07 (7.75)	2.86 (7.92)	2.12 (6.80)	1.69 (4.92)	-0.84 (-4.18)
	Low	245	-0.07 (-0.19)	-0.78 (-1.79)	-0.94 (-2.02)	-1.02 (-2.15)	-0.90 (-1.84)	-0.70 (-1.46)	-0.60 (-1.26)	-0.34 (-0.75)	-0.18 (-0.42)	-0.04 (-0.08)	0.27 (0.77)	-1.05 (-3.67)	0.46 (2.61)
	H-L		2.68 (5.68)	4.59 (7.34)	4.90 (7.45)	5.09 (7.58)	4.88 (7.19)	4.36 (6.53)	4.24 (6.49)	3.73 (6.04)	3.25 (5.55)	2.89 (5.27)	1.85 (3.98)	2.74 (6.11)	-1.30 (-4.86)

جدول 5: دینامیک اعتماد بر مبنای شاخص تغییرات احساسات و بازده ماهانه بر اساس ویژگی های شرکت، 1964 تا 2014. در هر ماه  $t$ ، ما با توجه به نقطه های توقف نوسانات، سابقه شرکت، معیار (ME)، درآمد برای کتاب، نسبت سود شرکت (E + / BE)، نسبت سود سهام برای پرداخت کنندگان سود (D / BE)، دارایی های ثابت (PPE / A) و تحقیق و توسعه (RD / A). ما همچنین بازده نمونه کارها شرکت های سودده، شرکت های پرداخت کننده بدون سود سهام، شرکت های PP و E صفر و شرکت هایی با هزینه های تحقیق و توسعه صفر را محاسبه می کنیم. ما به طور متوسط بازده سهام بر اساس دینامیک احساسات گزارش می کنیم. ما حالت احساس / H (L / L) را تعریف می کنیم اگر  $\Delta STM$  در ماه  $t-1$  و  $t$  مثبت (منفی) باشد. علاوه بر این، وضعیت احساسات H / L (L / H) را اگر  $\Delta STM$  در ماه  $t-1$  مثبت (منفی) و  $\Delta STM$  در ماه  $t$  منفی (مثبت) باشد، طبقه بندی می کنیم. ما گزارش میانگین بازده ماهانه در درصد و  $t$ -statistic را در پرانتز گزارش می دهیم.

	Sentiment	N	≤0	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P1-P10	≤0 - ≥0
Sigma	H/H	150		1.49 (6.27)	1.72 (6.27)	2.00 (6.44)	2.19 (6.61)	2.43 (6.78)	2.65 (7.17)	2.87 (7.13)	3.25 (7.28)	3.59 (7.22)	4.41 (7.05)	-2.92 (-5.65)	
	H/L	148		0.87 (3.34)	0.75 (2.38)	0.54 (1.60)	0.50 (1.31)	0.37 (0.93)	0.32 (0.75)	0.08 (0.17)	-0.15 (-0.30)	-0.19 (-0.36)	-0.56 (-0.88)	1.43 (3.01)	
	L/L	146		0.70 (2.49)	0.39 (1.13)	0.02 (0.04)	-0.14 (-0.35)	-0.26 (-0.59)	-0.59 (-1.29)	-0.88 (-1.76)	-1.25 (-2.40)	-1.63 (-2.83)	-2.81 (-4.21)	3.52 (6.90)	
	L/H	149		1.46 (5.64)	1.94 (6.35)	2.11 (6.04)	2.33 (6.40)	2.66 (6.62)	2.70 (6.12)	3.08 (6.38)	3.41 (6.50)	3.77 (6.31)	4.25 (5.61)	-2.79 (-4.49)	
Age	H/H	150		3.44 (7.30)	3.63 (7.52)	3.33 (7.08)	3.17 (7.24)	2.91 (6.71)	2.36 (6.15)	1.94 (5.73)	2.02 (5.92)	1.87 (5.35)	1.28 (3.80)	2.16 (6.59)	
	H/L	148		-0.55 (-1.09)	-0.07 (-0.14)	-0.06 (-0.13)	0.16 (0.32)	0.21 (0.44)	0.07 (0.16)	0.24 (0.60)	0.45 (1.10)	0.41 (1.03)	0.36 (0.90)	-0.91 (-2.67)	
	L/L	146		-2.36 (-4.17)	-1.44 (-2.56)	-1.29 (-2.41)	-0.96 (-1.9)	-0.79 (-1.61)	-0.32 (-0.74)	0.01 (0.01)	-0.12 (-0.28)	-0.02 (-0.05)	0.48 (1.25)	-2.85 (-7.87)	
	L/H	149		3.42 (5.95)	3.54 (6.16)	3.39 (6.40)	3.12 (5.78)	3.17 (6.38)	2.74 (6.28)	2.38 (5.83)	2.38 (5.49)	2.39 (5.75)	1.73 (4.34)	1.69 (3.62)	
ME	H/H	150		4.18 (8.22)	3.00 (6.35)	2.79 (6.32)	2.55 (6.11)	2.36 (6.00)	2.13 (5.65)	2.09 (5.8)	1.82 (5.26)	1.55 (4.67)	1.23 (3.89)	2.95 (6.98)	
	H/L	148		0.21 (0.41)	-0.38 (-0.75)	-0.33 (-0.67)	-0.30 (-0.63)	-0.17 (-0.37)	0.00 (0.00)	0.15 (0.33)	0.31 (0.71)	0.34 (0.83)	0.50 (1.23)	-0.29 (-0.73)	
	L/L	146		-1.64 (-3.14)	-1.48 (-2.73)	-1.29 (-2.36)	-1.12 (-2.16)	-0.86 (-1.64)	-0.78 (-1.54)	-0.68 (-1.37)	-0.44 (-0.91)	-0.33 (-0.75)	-0.08 (-0.21)	-1.55 (-5.05)	
	L/H	149		3.36 (5.81)	3.21 (5.82)	3.18 (6.06)	3.19 (6.40)	3.13 (6.45)	2.90 (6.31)	2.80 (6.33)	2.47 (5.86)	2.29 (5.54)	1.73 (4.63)	1.64 (3.42)	

	Sentiment	N	≤0	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P1-P10	≤0 - ≥0	
E/BE	H/H	150		4.69 (7.47)	3.38 (7.43)	2.73 (7.21)	2.53 (7.10)	2.39 (6.67)	2.27 (6.40)	2.29 (6.34)	2.42 (6.56)	2.58 (6.59)	2.64 (6.57)	3.07 (7.28)	0.31 (1.51)	2.06 (5.54)
	H/L	148		-0.35 (-0.58)	0.18 (0.39)	0.29 (0.71)	0.24 (0.62)	0.34 (0.84)	0.43 (1.06)	0.22 (0.55)	0.34 (0.82)	0.24 (0.55)	0.13 (0.30)	0.01 (0.02)	0.17 (0.97)	-0.59 (-1.95)
	L/L	146		-2.53 (-3.97)	-1.23 (-2.53)	-0.67 (-1.51)	-0.36 (-0.85)	-0.43 (-0.99)	-0.44 (-1.03)	-0.41 (-0.94)	-0.54 (-1.19)	-0.53 (-1.13)	-0.88 (-1.80)	-1.09 (-2.08)	-0.14 (-0.85)	-1.87 (-6.14)
	L/H	149		4.00 (6.08)	3.15 (6.08)	2.86 (6.52)	2.73 (6.42)	2.64 (6.46)	2.43 (6.00)	2.53 (6.06)	2.62 (6.07)	2.60 (5.68)	2.93 (6.12)	3.01 (5.98)	0.13 (0.68)	1.25 (2.87)
D/BE	H/H	150		4.14 (7.65)	2.90 (6.84)	2.72 (6.87)	2.51 (6.62)	2.54 (7.13)	2.23 (6.27)	2.06 (6.17)	1.82 (5.68)	1.60 (5.37)	1.39 (4.84)	1.78 (5.97)	1.13 (5.37)	1.98 (6.5)
	H/L	148		-0.24 (-0.43)	0.17 (0.35)	0.13 (0.30)	0.40 (0.94)	0.38 (0.93)	0.30 (0.77)	0.38 (1.00)	0.57 (1.53)	0.62 (1.76)	0.75 (2.31)	0.63 (1.78)	-0.46 (-2.21)	-0.67 (-2.44)
	L/L	146		-2.15 (-3.66)	-0.57 (-1.12)	-0.53 (-1.11)	-0.29 (-0.65)	-0.23 (-0.52)	0.02 (0.04)	0.12 (0.29)	0.34 (0.93)	0.41 (1.13)	0.44 (1.26)	0.31 (0.80)	-0.88 (-4.47)	-2.15 (-7.35)
	L/H	149		3.86 (6.08)	2.90 (5.90)	2.72 (5.97)	2.60 (5.95)	2.47 (5.94)	2.25 (5.47)	2.11 (5.51)	2.06 (5.60)	1.86 (5.22)	1.77 (5.06)	1.94 (5.31)	0.95 (4.46)	1.59 (4.09)
PPE/A	H/H	150		2.41 (4.36)	3.56 (7.03)	3.66 (7.31)	3.40 (7.28)	3.45 (7.45)	3.22 (7.50)	3.07 (7.51)	2.87 (6.93)	2.69 (7.08)	2.07 (6.36)	2.06 (6.08)	1.50 (4.8)	-0.50 (-1.21)
	H/L	148		0.05 (0.10)	-0.28 (-0.53)	-0.45 (-0.88)	-0.17 (-0.34)	-0.07 (-0.15)	0.02 (0.05)	0.35 (0.71)	0.27 (0.57)	0.40 (0.88)	0.49 (1.27)	0.75 (1.72)	-1.03 (-3.63)	-0.02 (-0.07)
	L/L	146		0.27 (0.57)	-2.29 (-3.82)	-2.07 (-3.55)	-1.82 (-3.30)	-1.38 (-2.58)	-1.10 (-2.12)	-1.07 (-2.15)	-0.98 (-2.02)	-0.68 (-1.40)	-0.07 (-0.15)	-0.03 (-0.07)	-2.25 (-6.54)	1.26 (3.48)
	L/H	149		2.18 (4.32)	3.56 (5.80)	3.87 (6.28)	3.64 (6.28)	3.41 (6.21)	3.36 (6.37)	3.21 (6.44)	2.97 (6.09)	2.76 (5.95)	2.43 (5.98)	2.66 (6.79)	0.90 (2.33)	-1.08 (-2.74)
RD/A	H/H	125		2.55 (6.02)	3.81 (6.62)	3.61 (6.25)	3.52 (5.81)	3.34 (5.52)	2.89 (4.84)	2.81 (4.82)	2.67 (4.83)	2.39 (4.51)	2.18 (4.47)	1.69 (3.81)	2.12 (4.76)	-0.34 (-1.37)
	H/L	127		0.22 (0.46)	0.02 (0.04)	-0.31 (-0.50)	-0.44 (-0.69)	-0.33 (-0.51)	-0.33 (-0.51)	-0.31 (-0.46)	-0.18 (-0.30)	0.01 (0.01)	0.29 (0.5)	0.45 (0.93)	-0.42 (-1.03)	0.33 (1.32)
	L/L	118		-0.38 (-0.75)	-1.65 (-2.53)	-1.63 (-2.35)	-1.64 (-2.34)	-1.51 (-2.07)	-1.10 (-1.55)	-0.92 (-1.33)	-0.50 (-0.74)	-0.38 (-0.60)	-0.38 (-0.64)	0.07 (0.15)	-1.72 (-4.43)	0.59 (2.45)
	L/H	128		2.67 (5.53)	3.81 (5.58)	4.30 (5.94)	4.61 (6.33)	4.61 (6.45)	4.41 (6.22)	4.45 (6.64)	4.10 (6.43)	3.73 (6.40)	3.51 (6.69)	2.54 (5.80)	1.27 (2.44)	-1.34 (-4.28)

جدول 6: شاخص سطح احساسات گمشده و شاخصهای تغییرات پس انداز بعدی و بازده ماهانه بر اساس ویژگی های شرکت، 1964 تا 2014. در هر ماه  $t$ ، ما با توجه به نقاط ضعف نوسان، سن، سرمایه (ME)، درآمد نرخ نسبت سود برای شرکت های سودآور ( $E + / BE$ )، نسبت سود سهام برای پرداخت کنندگان سود ( $D / BE$ )، دارایی های ثابت ( $PPE / A$ ) و تحقیق و توسعه ( $RD / A$ ). ما همچنین بازده نمونه کارها شرکت های سودآور، شرکت های پرداخت کننده بدون سود سهام، شرکت های PP و E صفر و شرکت هایی با هزینه های R & D صفر را محاسبه می کنیم. ما به طور متوسط بازده سهام بر اساس دینامیک احساسات گزارش می کنیم. اگر حالت STM در ماه  $t-1$  و  $\blacktriangle$  STM در ماه  $t$  مثبت (منفی) باشد، حالت  $H / H (L / L)$  حالت تعریف می شود. علاوه بر این، وضعیت احساسات  $H / L (L / H)$  را اگر STM در ماه  $t-1$  مثبت (منفی) و  $\blacktriangle$  STM در ماه  $t$  منفی (مثبت) باشد، طبقه بندی می کنیم. ما گزارش میانگین بازده ماهانه در درصد و  $t$ -statistic را در پرانتز گزارش می دهیم.

	Sentiment	N	≤0	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P1-P10	≤0, ≥0
Sigma	H/H	152		1.62 (8.01)	1.94 (8.06)	2.06 (7.81)	2.18 (7.69)	2.47 (8.04)	2.46 (7.43)	2.68 (7.27)	2.86 (7.03)	3.03 (6.32)	3.34 (5.19)	-1.72 (-3.04)	
	H/L	170		0.95 (3.94)	0.68 (2.35)	0.41 (1.32)	0.30 (0.87)	0.14 (0.38)	-0.15 (-0.40)	-0.43 (-1.06)	-0.87 (-2.04)	-1.10 (-2.30)	-2.08 (-3.56)	3.03 (6.55)	
	LL	124		0.57 (1.84)	0.43 (1.12)	0.12 (0.28)	0.05 (0.11)	-0.02 (-0.04)	-0.06 (-0.11)	-0.30 (-0.53)	-0.39 (-0.64)	-0.58 (-0.86)	-1.02 (-1.35)	1.58 (2.92)	
	L/H	147		1.32 (4.57)	1.71 (5.12)	2.05 (5.27)	2.35 (5.78)	2.62 (5.88)	2.90 (6.11)	3.28 (6.41)	3.81 (6.85)	4.35 (7.13)	5.35 (7.29)	-4.03 (-7.20)	
Age	H/H	152		2.84 (5.74)	3.07 (6.57)	3.04 (6.69)	2.88 (6.78)	2.75 (6.81)	2.33 (6.68)	2.10 (6.57)	2.00 (6.36)	1.95 (6.40)	1.67 (5.86)	1.17 (2.86)	
	H/L	170		-2.01 (-4.04)	-0.87 (-1.88)	-0.84 (-1.85)	-0.39 (-0.89)	-0.36 (-0.87)	-0.17 (-0.45)	0.18 (0.45)	0.31 (0.89)	0.24 (0.65)	0.50 (1.39)	-2.52 (-7.47)	
	LL	124		-0.68 (-1.14)	-0.56 (-0.88)	-0.45 (-0.78)	-0.43 (-0.72)	-0.19 (-0.33)	-0.06 (-0.11)	0.06 (0.13)	-0.03 (-0.06)	0.14 (0.30)	0.31 (0.71)	-0.99 (-2.64)	
	L/H	147		4.03 (7.33)	4.11 (7.02)	3.68 (6.79)	3.42 (6.20)	3.33 (6.40)	2.78 (5.95)	2.22 (5.23)	2.40 (5.27)	2.32 (5.06)	1.33 (3.02)	2.71 (7.03)	
ME	H/H	152		2.95 (6.15)	2.65 (5.84)	2.71 (6.44)	2.71 (6.60)	2.67 (6.65)	2.50 (6.53)	2.32 (6.27)	2.11 (6.00)	2.02 (5.78)	1.64 (4.89)	1.30 (2.88)	
	H/L	170		-0.91 (-2.02)	-1.14 (-2.47)	-0.98 (-2.12)	-0.93 (-2.07)	-0.75 (-1.66)	-0.54 (-1.21)	-0.34 (-0.80)	-0.12 (-0.28)	-0.08 (-0.20)	0.10 (0.26)	-1.01 (-3.09)	
	LL	124		-0.42 (-0.7)	-0.64 (-1.03)	-0.57 (-0.94)	-0.41 (-0.72)	-0.19 (-0.35)	-0.19 (-0.35)	-0.15 (-0.29)	0.02 (0.04)	0.13 (0.28)	0.37 (0.82)	-0.79 (-1.92)	
	L/H	147		4.63 (7.70)	3.57 (6.30)	3.27 (6.01)	3.03 (5.98)	2.82 (5.85)	2.53 (5.52)	2.58 (5.88)	2.19 (5.20)	1.81 (4.51)	1.30 (3.67)	3.32 (7.55)	

Sentiment	N	$\leq 0$	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P1-P10	$\leq 0 - \geq 0$	
E/BE	H/H	152	3.34 (5.48)	2.74 (7.03)	2.60 (7.64)	2.43 (7.52)	2.44 (7.65)	2.36 (7.42)	2.31 (7.06)	2.47 (7.29)	2.44 (6.81)	2.60 (6.87)	2.75 (6.68)	0.00 (-0.01)	0.83 (2.14)
	H/L	170	-1.83 (-3.30)	-0.69 (-1.63)	-0.22 (-0.58)	-0.07 (-0.20)	-0.06 (-0.17)	-0.05 (-0.15)	-0.08 (-0.22)	-0.17 (-0.46)	-0.18 (-0.46)	-0.40 (-0.94)	-0.63 (-1.44)	-0.05 (-0.36)	-1.58 (-5.29)
	L/L	124	-0.88 (-1.22)	-0.29 (-0.52)	-0.13 (-0.27)	-0.03 (-0.07)	-0.01 (-0.02)	0.07 (0.14)	-0.10 (-0.21)	0.02 (0.03)	-0.09 (-0.16)	-0.34 (-0.63)	-0.40 (-0.68)	0.11 (0.56)	-0.75 (-2.39)
	L/H	147	5.38 (7.15)	3.80 (6.68)	3.00 (6.35)	2.83 (6.25)	2.59 (5.84)	2.35 (5.35)	2.52 (5.61)	2.57 (5.60)	2.75 (5.64)	2.98 (5.95)	3.35 (6.51)	0.45 (2.03)	2.51 (6.05)
D/BE	H/H	152	3.17 (6.13)	2.45 (6.74)	2.38 (6.96)	2.34 (7.39)	2.31 (7.36)	2.12 (6.86)	2.14 (7.39)	1.96 (7.14)	1.72 (6.54)	1.65 (6.29)	1.90 (6.94)	0.55 (3.13)	1.08 (3.04)
	H/L	170	-1.51 (-2.99)	-0.16 (-0.37)	-0.12 (-0.31)	0.17 (0.44)	0.17 (0.48)	0.34 (0.96)	0.32 (0.96)	0.62 (1.92)	0.68 (2.23)	0.72 (2.61)	0.56 (1.84)	-0.72 (-3.79)	-1.84 (-6.42)
	L/L	124	-0.74 (-1.10)	-0.26 (-0.44)	-0.30 (-0.54)	-0.09 (-0.18)	-0.06 (-0.12)	-0.09 (-0.20)	0.15 (0.32)	0.23 (0.53)	0.29 (0.68)	0.44 (1.03)	0.35 (0.77)	-0.61 (-2.73)	-0.81 (-2.91)
	L/H	147	4.85 (7.46)	3.36 (6.23)	3.07 (6.14)	2.77 (5.69)	2.71 (6.00)	2.37 (5.25)	2.03 (4.82)	1.92 (4.72)	1.75 (4.52)	1.51 (4.06)	1.81 (4.69)	1.55 (6.51)	2.52 (7.58)
PPE/A	H/H	152	1.86 (4.92)	3.05 (5.87)	3.23 (6.19)	3.01 (6.19)	3.00 (6.78)	2.88 (6.82)	2.79 (7.03)	2.58 (6.56)	2.28 (6.50)	2.14 (6.76)	2.12 (6.31)	0.93 (2.64)	-0.76 (-2.03)
	H/L	170	0.17 (0.40)	-1.61 (-3.10)	-1.52 (-3.03)	-1.30 (-2.75)	-0.94 (-2.07)	-0.71 (-1.61)	-0.57 (-1.36)	-0.49 (-1.18)	-0.35 (-0.88)	0.08 (0.23)	0.21 (0.52)	-1.82 (-5.65)	0.73 (2.31)
	L/L	124	0.14 (0.23)	-0.82 (-1.28)	-0.89 (-1.44)	-0.56 (-0.93)	-0.42 (-0.71)	-0.30 (-0.51)	-0.06 (-0.09)	-0.17 (-0.30)	0.15 (0.26)	0.40 (0.84)	0.57 (1.16)	-1.39 (-4.62)	0.45 (1.13)
	L/H	147	2.79 (4.15)	4.09 (6.79)	4.32 (7.22)	4.04 (7.20)	3.87 (6.84)	3.71 (6.96)	3.50 (6.89)	3.27 (6.46)	3.18 (6.55)	2.36 (5.67)	2.60 (6.57)	1.49 (4.21)	-0.84 (-1.89)
RD/A	H/H	140	2.23 (6.41)	3.12 (5.39)	3.37 (5.62)	3.46 (5.78)	3.46 (5.81)	3.10 (5.33)	3.53 (6.01)	2.98 (5.85)	2.85 (5.76)	2.65 (6.05)	2.13 (5.56)	0.98 (1.97)	-0.84 (-3.00)
	H/L	148	-0.20 (-0.52)	-1.12 (-2.03)	-1.34 (-2.29)	-1.48 (-2.48)	-1.43 (-2.29)	-1.14 (-1.92)	-1.09 (-1.85)	-0.71 (-1.30)	-0.57 (-1.06)	-0.20 (-0.38)	0.21 (0.51)	-1.32 (-3.47)	0.68 (2.75)
	L/L	97	0.14 (0.22)	-0.27 (-0.38)	-0.34 (-0.44)	-0.32 (-0.41)	-0.10 (-0.13)	-0.03 (-0.03)	0.14 (0.17)	0.23 (0.30)	0.41 (0.57)	0.22 (0.32)	0.36 (0.58)	-0.63 (-1.47)	0.11 (0.50)
	L/H	113	3.09 (5.38)	4.66 (6.74)	4.68 (6.48)	4.83 (6.37)	4.62 (6.18)	4.35 (5.78)	3.78 (5.48)	3.90 (5.50)	3.33 (5.20)	3.11 (5.20)	2.10 (4.09)	2.56 (5.75)	-0.85 (-2.92)

جدول 7: بازدهی آینده با شاخص شاخص های نزولی و نوسانات، سال های 1964 تا 2014. در هر ماه t، با

توجه به نقطه انفصال NYSE، portfolios decile را تشکیل می دهیم. علاوه بر این، نمونه ما را به

quintiles تقسیم می کنیم که براساس شاخص سطح احساسات t-1 است. پایین ترین حد اعتماد به نفس به

عنوان "کم" و بالاترین اعتماد به نفس به عنوان "بالا" تعریف شده است. ما گزارش می دهیم که بازده ماهیت

سبد کالاهای نوسان پذیری و تفاوت قله های افراطی (P1 P10) در درصد و t-statistics در پرائنتر است.

Lagged STM Level	N	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P1-P10
Low	121	1.03	1.29	1.28	1.46	1.62	1.73	1.80	2.15	2.28	2.69	1.67
		(3.03)	(3.28)	(2.83)	(3.04)	(3.11)	(3.11)	(3.04)	(3.28)	(3.16)	(3.20)	(2.74)
2	117	1.10	1.27	1.36	1.52	1.58	1.75	1.90	2.10	2.45	2.79	1.69
		(3.96)	(3.56)	(3.23)	(3.30)	(3.16)	(3.26)	(3.19)	(3.30)	(3.45)	(3.20)	(2.42)
3	114	1.08	1.09	1.06	1.07	1.17	1.21	1.19	1.26	1.28	1.42	0.34
		(3.84)	(3.21)	(2.83)	(2.64)	(2.80)	(2.63)	(2.44)	(2.40)	(2.26)	(2.06)	(0.61)
4	121	0.95	0.97	0.85	0.91	0.99	0.76	0.84	0.58	0.55	0.24	-0.71
		(3.33)	(2.79)	(2.30)	(2.24)	(2.24)	(1.68)	(1.67)	(1.08)	(0.91)	(0.33)	(-1.18)
High	120	1.51	1.41	1.35	1.22	1.23	1.04	0.85	0.65	0.55	-0.24	-1.75
		(5.73)	(4.50)	(3.84)	(3.19)	(3.03)	(2.32)	(1.74)	(1.22)	(0.88)	(-0.29)	(-2.50)

جدول 8: بازده تعدیل شده با ریسک با تغییرات حساسیت (STM ▲) شاخص و ویژگی های شرکت، 1964 تا 2014. در این جدول، بازده ریسک پذیری P1-P10 و  $0 \leq - 0 \geq$  بر اساس ویژگی های شرکت و بالا و پایین حالت احساسات. بازده P1-P10 و  $0 \leq - 0 \geq$  اوراق بهادار به طور جداگانه در CAPM (RMRF) و عوامل SMB، Fama-French (RMRF)، ML به همراه عامل فاکتور (UMD) و ثابت برای بارگیری عوامل (β). RMRF بازده اضافی در بازار است، SMB حق بیمه کوچک، منفی بزرگ است، HML حق بیمه بالا کتاب به بازار منهای پایین کتاب به بازار است، و UMD بالا منهای کم حق امتیاز ما از SMB در رگرسیون استفاده نمی کنیم زمانی که از اندازه به عنوان یک پروکسی برای تعریف ارزش های سخت افزاری استفاده کنیم. بازده ریسک تنظیم شده برای هر ماه  $Rxt = Rxt - \sum i \beta x t$  where  $Rxt$  بازده خام از P10-P1 یا  $0 \leq - 0 \geq$  نمونه کارها برای هر ماه t، مناسب factor factor i در ماه t است، و  $\beta x t$  بار تخمین تخمین بار سری زمانی از بازده خام P10-P1 یا  $0 \leq - 0 \geq$  نمونه کارها در مورد عوامل خطر مناسب و یک ثابت. ما حالت های بالا (پایین) احساسات را تعریف می کنیم که در آن STM ▲ در ماه t مثبت (منفی) است. ما همچنین تفاوت

درآمدهای سبد سهام بین دولتهای بالا و پایین احساس (H-L) را گزارش می کنیم. ما گزارش میانگین بازده ماهانه در درصد و t-statistic را در پرانتز گزارش می دهیم.

		CAPM Adjusted Returns			FF plus UMD Factors Adjusted Returns	
		Sentiment	P1-P10	$\leq 0 - \geq 0$	P1-P10	$\leq 0 - \geq 0$
SIGMA	High		-1.63 (-4.61)		-0.51 (-2.14)	
	Low		2.09 (7.83)		0.64 (2.85)	
AGE	High		1.40 (5.07)		0.56 (2.94)	
	Low		-1.73 (-7.31)		-0.40 (-2.22)	
MV	High		2.16 (6.72)		2.21 (6.95)	
	Low		-0.88 (-3.43)		-0.88 (-3.41)	
E/BE	High		0.38 (2.71)	1.26 (4.46)	0.15 (1.27)	0.52 (2.37)
	Low		-0.03 (-0.23)	-1.12 (-5.43)	-0.07 (-0.64)	-0.32 (-1.66)
D/BE	High		0.64 (4.67)	1.26 (5.4)	0.10 (0.95)	0.49 (3.17)
	Low		-0.56 (-4.64)	-1.26 (-6.92)	-0.27 (-2.64)	-0.25 (-1.69)
PPE/A	High		0.65 (2.89)	-0.41 (-1.48)	0.29 (1.58)	-0.35 (-1.33)
	Low		-1.49 (-7.22)	0.52 (2.22)	-0.48 (-2.89)	-0.01 (-0.05)
RD/A	High		1.60 (4.66)	-0.38 (-2.04)	0.41 (1.80)	-0.42 (-2.89)
	Low		-1.03 (-3.63)	0.38 (2.51)	-0.22 (-1.01)	-0.27 (-2.09)

جدول 9: بازگشت ریسک تنظیم دینامیک تمایلات بر اساس تمایلات شاخص و ویژگی های شرکت، 1964 تغییرات به سال 2014. این جدول فراهم می کند بازده تعدیل شده با ریسک از P1-P10 و  $0 \leq - 0 \geq$  اوراق بهادار بر اساس ویژگی های شرکت و بالا و حالت های کم احساس ما پسرفت بازده P1-P10 و  $0 \leq - 0 \geq$  اوراق بهادار به طور جداگانه در CAPM (RMRF)، و عوامل فاما -انگلیسی (ML، SMB، RMRF) به علاوه یک عامل شتاب (UMD) و یک ثابت برای به دست آوردن بارهای عاملی RMRF.  $\beta$  بازده اضافی از بازار است، SMB کوچک منهای بزرگ حق بیمه اندازه است، HML بالا حق بیمه منهای بازار است، و UMD منفی کم بالا حق بیمه حرکت است. ما از SMB در رگرسیون استفاده نمی کنیم زمانی که از اندازه به عنوان یک پروکسی برای تعریف ارزش های سخت افزاری استفاده کنیم. خطر برای هر ماه t تنظیم می شود،  $Rxt - Rxt = Rxt - \Sigma i$   $Rxt$   $\beta x t$  fit where بازده خام از P10-P1 یا  $0 \leq - 0 \geq$  نمونه کارها برای هر ماه t، بار تخمین تخمین بار سری زمانی از بازده خام P10-P1 یا  $0 \leq - 0 \geq$  نمونه کارها در مورد عوامل خطر مناسب و یک ثابت. ما حالت احساس / (L / L) H را تعریف می کنیم اگر  $\blacktriangle$  STM در ماه t-1 و t مثبت (منفی) باشد. علاوه بر این، ما طبقه بندی (L / H) H / L دولت احساسات اگر  $\blacktriangle$  STM در ماه t-1 مثبت (منفی) است و  $\blacktriangle$  STM در ماه t منفی (مثبت) است. ما گزارش میانگین بازده ماهانه در درصد و t-statistic را در پرانتز گزارش می دهیم.

	CAPM Adjusted Returns			FF plus UMD Factors Adjusted Returns	
	Sentiment	P1-P10	$\leq 0 - \geq 0$	P1-P10	$\leq 0 - \geq 0$
SIGMA	H/H	-1.84 (-4.07)		-0.96 (-2.92)	
	H/L	1.33 (3.47)		0.21 (0.63)	
	L/L	-1.41 (-2.59)		-0.05 (-0.14)	
	L/H	2.92 (8.18)		1.08 (3.57)	
AGE	H/H	1.07 (4.41)		1.07 (4.41)	
	H/L	0.15 (0.56)		0.15 (0.56)	
	L/L	0.04 (0.15)		0.04 (0.15)	
	L/H	-0.95 (-3.94)		-0.95 (-3.94)	
MV	H/H	2.83 (6.69)		2.93 (7.03)	
	H/L	-0.28 (-0.69)		-0.27 (-0.67)	
	L/L	1.48 (3.09)		1.48 (3.12)	
	L/H	-1.49 (-4.91)		-1.49 (-4.88)	



		CAPM Adjusted Returns		FF plus UMD Factors Adjusted Returns	
Sentiment		P1-P10	$\leq 0 - \geq 0$	P1-P10	$\leq 0 - \geq 0$
E/BE	H/H	0.45 (2.21)	1.71 (4.68)	0.18 (1.06)	1.08 (3.6)
	H/L	0.16 (0.94)	-0.56 (-1.88)	0.15 (0.99)	0.07 (0.25)
	L/L	0.31 (1.61)	0.81 (1.88)	0.12 (0.72)	-0.03 (-0.1)
	L/H	-0.19 (-1.22)	-1.73 (-6.32)	-0.26 (-1.73)	-0.74 (-2.69)
	H/H	0.78 (4.05)	1.53 (5.36)	0.22 (1.49)	0.89 (4.2)
D/BE	H/L	-0.43 (-2.33)	-0.63 (-2.42)	-0.20 (-1.32)	0.15 (0.70)
	L/L	0.50 (2.56)	1.00 (2.69)	-0.02 (-0.10)	0.09 (0.40)
	L/H	-0.69 (-4.45)	-1.90 (-7.74)	-0.34 (-2.48)	-0.65 (-3.19)
	H/H	1.02 (3.67)	-0.19 (-0.45)	0.92 (3.76)	-0.32 (-0.80)
PPE/A	H/L	-0.99 (-3.58)	-0.06 (-0.17)	-0.21 (-0.95)	-0.48 (-1.49)
	L/L	0.28 (0.79)	-0.63 (-1.68)	-0.34 (-1.28)	-0.39 (-1.10)
	L/H	-2.00 (-6.61)	1.11 (3.47)	-0.75 (-3.07)	0.47 (1.50)
	H/H	2.05 (4.59)	0.03 (0.14)	0.98 (3.26)	-0.23 (-1.24)
RD/A	H/L	-0.42 (-1.01)	0.31 (1.34)	0.34 (1.12)	-0.22 (-1.11)
	L/L	1.17 (2.24)	-0.78 (-2.62)	-0.15 (-0.45)	-0.61 (-2.71)
	L/H	-1.70 (-4.43)	0.46 (2.32)	-0.82 (-2.65)	-0.32 (-1.98)

جدول 10: بازده ماهانه با صفات کنونی و ویژگی های شرکت، سال های 1964 تا 2014. در هر ماه t، ما با توجه به نقطه توقف معاملات NYSE، سابقه شرکت، سهام (ME)، نوسان، درآمد نسبت به حساب برای شرکت های سودآور (E + / BE)، نسبت کتاب سود سهام برای پرداخت کنندگان سود (D / BE)، دارایی های ثابت (PPE / A) و تحقیق و توسعه (RD / A). ما همچنین بازده نمونه کارها شرکت های سودده، شرکت های پرداخت کننده بدون سود سهام، شرکت های PP و E صفر و شرکت هایی با هزینه های تحقیق و توسعه صفر را محاسبه می کنیم. ما گزارشات متوسط بازده سهام را در ایالت های پایین و معتبر گزارش می کنیم. ما حالت های بالا (پایین) احساسات با استفاده از ▲ VIX، PC ▲ و BBS تعریف می کنیم. برای ▲ VIX و ▲ PC، یک تغییر منفی (مثبت) وضعیت بالا (پایین) احساسات را تعریف می کند. برای BBS، یک تغییر مثبت (منفی) حالت متعارف (پایین) را تعیین می کند. ما همچنین تفاوت درآمدهای سبد سهام بین دولتهای بالا و پایین احساس (H-L) را گزارش می کنیم. ما گزارش میانگین بازده ماهانه در درصد و t-statistic را در پرانتز گزارش

میدهم.

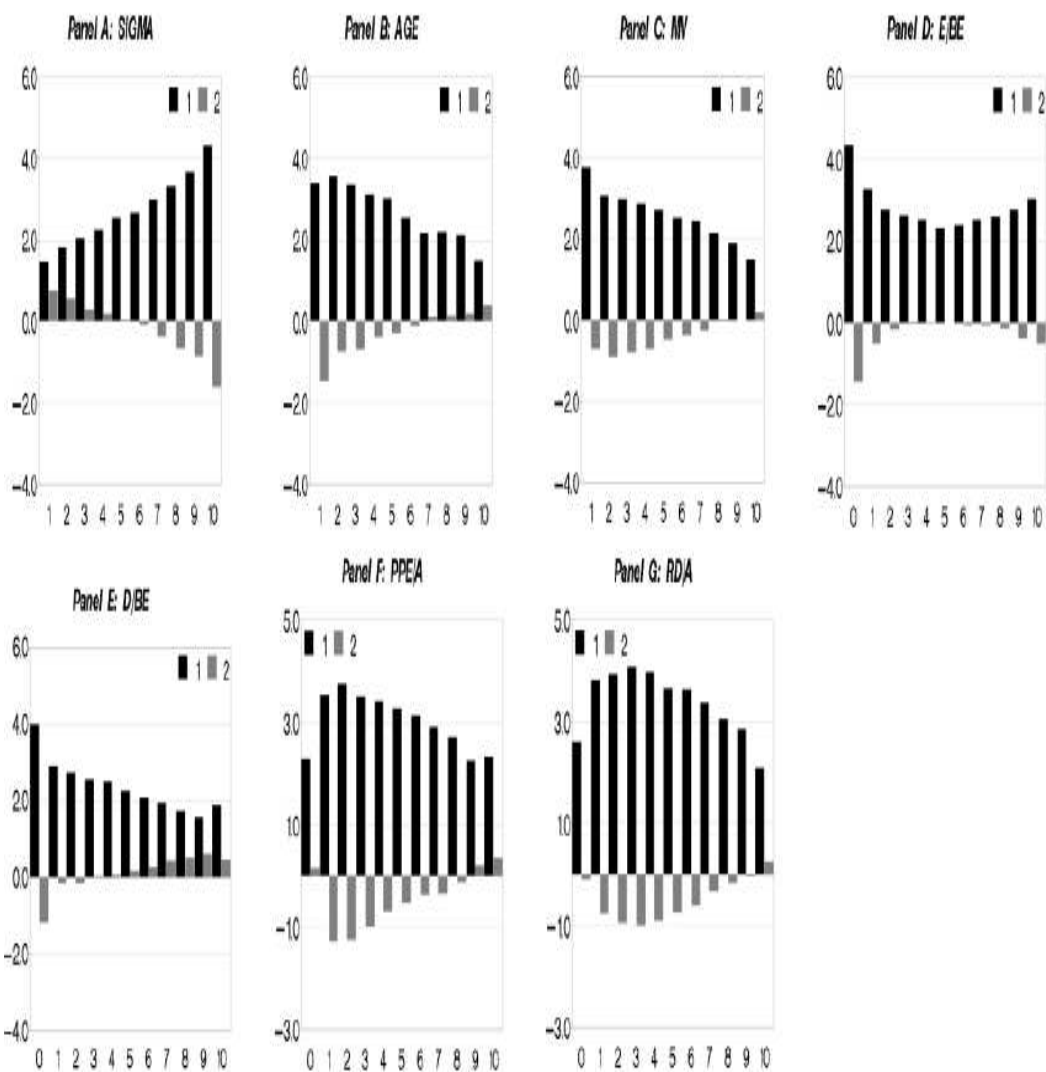
Sentiment Proxy	N	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P1-P10	
VIX	High	122	1.67 (6.57)	2.02 (6.57)	2.13 (6.05)	2.48 (6.31)	2.74 (6.63)	2.81 (6.41)	3.16 (6.29)	3.40 (6.29)	4.00 (6.39)	4.72 (5.66)	-3.05 (-4.17)
	Low	108	0.44 (1.56)	0.12 (0.35)	-0.06 (-0.16)	-0.32 (-0.8)	-0.34 (-0.79)	-0.53 (-1.19)	-0.61 (-1.19)	-0.99 (-1.79)	-1.36 (-2.19)	-2.57 (-3.17)	3.01 (4.22)
	H-L		1.23 (3.25)	1.91 (4.20)	2.19 (4.26)	2.80 (4.97)	3.08 (5.14)	3.34 (5.32)	3.77 (5.23)	4.39 (5.66)	5.35 (6.06)	7.29 (6.23)	-6.06 (-5.9)
PC	High	159	1.90 (11.02)	2.32 (11.28)	2.48 (10.2)	2.76 (9.93)	3.00 (10.18)	3.05 (9.50)	3.32 (9.17)	3.48 (8.51)	3.87 (8.18)	4.45 (6.66)	-2.55 (-4.24)
	Low	140	0.11 (0.44)	-0.20 (-0.66)	-0.42 (-1.26)	-0.54 (-1.46)	-0.62 (-1.6)	-0.77 (-1.89)	-0.82 (-1.74)	-1.10 (-2.24)	-1.20 (-2.12)	-1.95 (-2.73)	2.06 (3.29)
	H-L		1.79 (5.93)	2.52 (6.92)	2.90 (7.10)	3.29 (7.26)	3.62 (7.53)	3.82 (7.44)	4.14 (7.08)	4.59 (7.21)	5.07 (6.91)	6.40 (6.55)	-4.62 (-5.30)
BBS	High	233	1.43 (8.45)	1.57 (7.66)	1.63 (7.48)	1.79 (7.41)	1.93 (7.31)	1.94 (6.96)	2.06 (6.50)	2.10 (6.00)	2.33 (5.66)	2.57 (4.46)	-1.14 (-2.18)
	Low	96	0.02 (0.06)	-0.13 (-0.29)	-0.29 (-0.57)	-0.42 (-0.75)	-0.55 (-0.95)	-0.72 (-1.16)	-0.69 (-1.02)	-0.96 (-1.36)	-1.06 (-1.38)	-1.95 (-2.28)	1.97 (3.16)
	H-L		1.41 (4.15)	1.70 (4.01)	1.92 (4.08)	2.21 (4.24)	2.48 (4.48)	2.66 (4.53)	2.75 (4.17)	3.07 (4.31)	3.39 (4.19)	4.52 (4.30)	-3.11 (-3.43)

جدول 11: دینامیکی احساسات (شاخص تغییرات احساسات) و بازده ماهانه بر اساس ویژگی های سازمانی، 1964 تا 2014. در هر ماه  $t$ ، ما مجموعه اوراق بهادار دلیلی را با توجه به نقطه های شکست NYSE، سن، سابقه (ME)، نوسان، درآمد به نسبت حسابداری برای شرکت های سودآور ( $E + / BE$ )، نسبت سود سهام برای پرداخت کنندگان سود ( $D / BE$ )، دارایی های ثابت ( $PPE / A$ ) و تحقیق و توسعه ( $RD / A$ ). ما همچنین بازده نمونه کارها شرکت های سودده، شرکت های پرداخت کننده بدون سود سهام، شرکت های PP و E صفر و شرکت هایی با هزینه های تحقیق و توسعه صفر را محاسبه می کنیم. ما به طور متوسط بازده سهام بر اساس دینامیک احساسات گزارش می کنیم. ما حالت  $H / H$ ،  $H / L$ ،  $L / L$  و  $L / H$  را با استفاده از  $\Delta VIX$ ،  $\Delta PC$  و BBS تعریف می کنیم.  $H / H$  (L / L) نشان دهنده تداوم احساسات در حالت های بالا (پایین) است، در حالی که  $H / L$  (L / H) حالت انتقال را از حالت های بالا به پایین (پایین به بالا) نشان می دهد. برای  $\Delta VIX$  و  $\Delta PC$ ، یک تغییر منفی (مثبت) وضعیت بالا (پایین) احساسات را تعریف می کند. برای BBS، یک تغییر مثبت (منفی) حالت متعارف (پایین) را تعیین می کند. ما گزارش میانگین بازده ماهانه در درصد و t-statistic را در

پرانتز گزارش می دهیم.

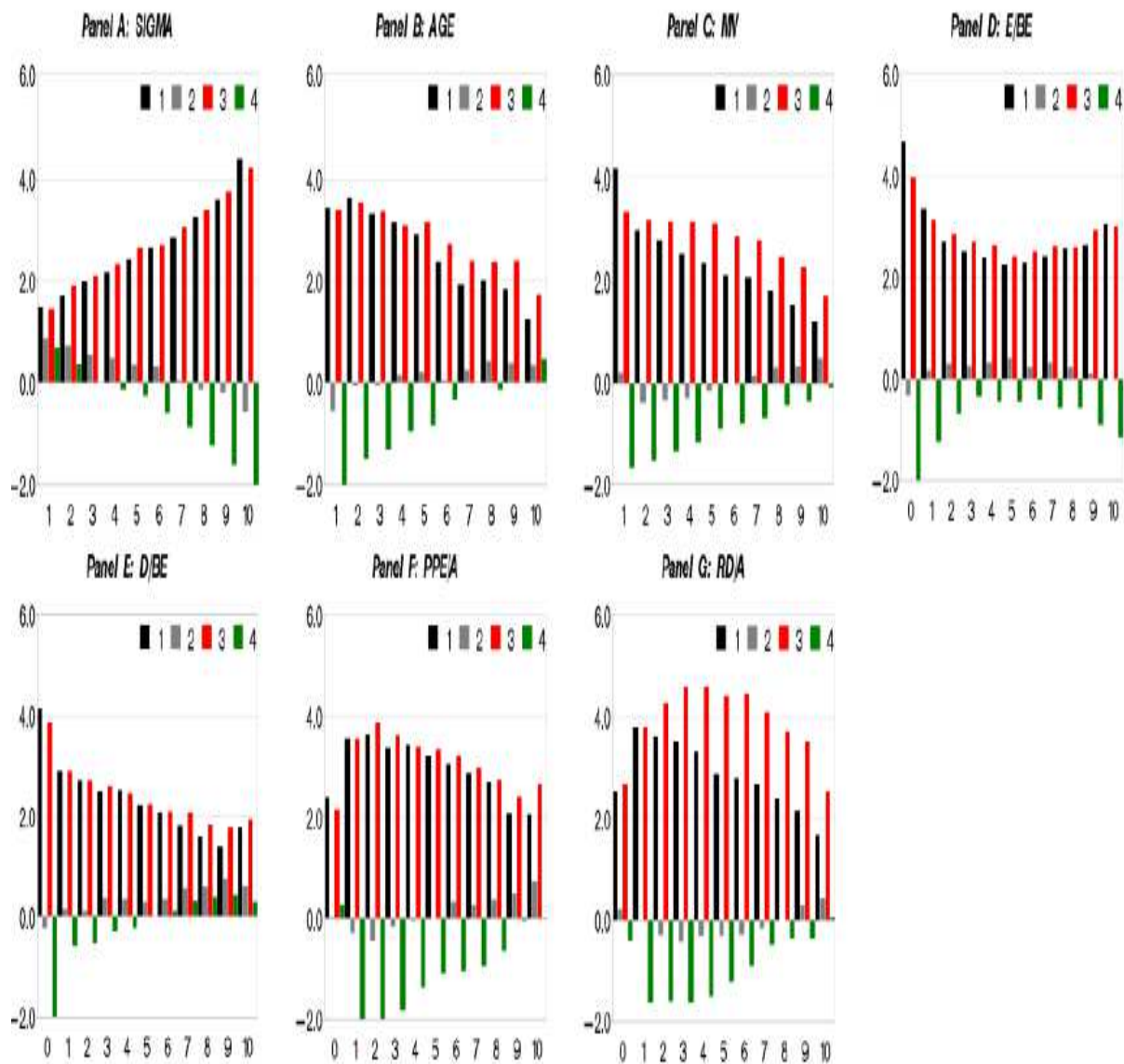
Sentiment Proxy	N	P1	P2	P3	P4	P5	P6	P7	P8	P9	P10	P1-P10	
VIX	H/H	56	2.08 (5.89)	2.73 (6.39)	3.03 (6.01)	3.72 (7.07)	4.04 (7.44)	4.26 (7.44)	4.93 (7.45)	5.34 (7.88)	6.16 (8.05)	7.66 (7.62)	-5.59 (-5.93)
	H/L	67	0.61 (1.63)	0.12 (0.29)	0.00 (0.00)	-0.22 (-0.43)	-0.25 (-0.44)	-0.49 (-0.84)	-0.46 (-0.67)	-0.75 (-1.03)	-1.01 (-1.23)	-2.06 (-1.83)	2.67 (2.65)
	L/L	66	0.12 (0.28)	0.06 (0.1)	-0.23 (-0.37)	-0.54 (-0.82)	-0.56 (-0.80)	-0.65 (-0.89)	-0.92 (-1.15)	-1.46 (-1.69)	-2.02 (-2.14)	-3.55 (-3.18)	3.67 (3.94)
	L/H	40	1.33 (3.69)	1.42 (3.32)	1.36 (2.88)	1.44 (2.63)	1.64 (2.82)	1.57 (2.57)	1.66 (2.40)	1.75 (2.29)	2.17 (2.40)	2.23 (1.84)	-0.90 (-0.87)
PC	H/H	85	2.01 (9.19)	2.42 (8.72)	2.64 (7.54)	2.98 (7.84)	3.28 (8.18)	3.26 (7.65)	3.77 (7.61)	4.04 (7.41)	4.49 (7.44)	5.40 (6.40)	-3.39 (-4.42)
	H/L	75	0.10 (0.28)	-0.28 (-0.71)	-0.42 (-1.01)	-0.48 (-1.06)	-0.54 (-1.09)	-0.66 (-1.27)	-0.82 (-1.39)	-1.04 (-1.62)	-1.06 (-1.45)	-2.04 (-2.17)	2.14 (2.60)
	L/L	65	0.13 (0.34)	-0.12 (-0.24)	-0.43 (-0.78)	-0.60 (-1.01)	-0.72 (-1.16)	-0.91 (-1.39)	-0.81 (-1.09)	-1.18 (-1.54)	-1.37 (-1.53)	-1.84 (-1.68)	1.98 (2.05)
	L/H	74	1.77 (6.50)	2.19 (7.17)	2.29 (6.85)	2.50 (6.14)	2.67 (6.17)	2.80 (5.76)	2.81 (5.31)	2.85 (4.64)	3.15 (4.27)	3.36 (3.19)	-1.59 (-1.69)
BBS	H/H	192	1.40 (7.43)	1.44 (6.49)	1.42 (6.12)	1.55 (6.12)	1.67 (5.97)	1.64 (5.63)	1.68 (5.02)	1.68 (4.59)	1.88 (4.30)	1.93 (3.15)	-0.53 (-0.95)
	H/L	41	0.00 (-0.01)	-0.36 (-0.6)	-0.41 (-0.63)	-0.72 (-0.99)	-0.82 (-1.15)	-1.03 (-1.28)	-1.10 (-1.37)	-1.59 (-1.79)	-1.75 (-1.82)	-3.20 (-2.89)	3.20 (3.93)
	L/L	55	0.03 (0.08)	0.05 (0.08)	-0.20 (-0.27)	-0.20 (-0.25)	-0.35 (-0.40)	-0.48 (-0.54)	-0.38 (-0.37)	-0.50 (-0.47)	-0.55 (-0.48)	-1.02 (-0.82)	1.05 (1.18)
	L/H	41	1.57 (4.06)	2.21 (4.16)	2.59 (4.52)	2.92 (4.33)	3.17 (4.42)	3.35 (4.32)	3.83 (4.54)	4.07 (4.23)	4.43 (4.10)	5.55 (3.73)	-3.98 (-3.06)

شکل 1: بازده ماهانه براساس شاخص های شاخص (شاخص BW) و شاخص های شرکت، 1964 تا 2014. در هر ماه  $t$ ، ما با توجه به نقطه های شکست نوسان، سن، عدالت بازار (ME)، نسبت سود به نسبت کتاب برای شرکت های سودآور ( $E + / BE$ )، نسبت بلیت تقسیم سود پرداخت کنندگان ( $D / BE$ )، دارایی های ثابت ( $PPE / A$ ) و هزینه های تحقیق و توسعه ( $RD / A$ ). ما همچنین بازده شرکت های سودآور، شرکت های غیر سود سهام، شرکت های صفر PP و E و شرکت هایی با هزینه های R & D صفر را محاسبه می کنیم. میله های سیاه (خاکستری) در حالت های بالا (پایین) احساسات باز می گردند. ما بالا (پایین) احساسات ایالات را با توجه به ماههایی که احساسات بیکر و وگرلر را تغییر می دهد، شاخص مثبت (منفی) را تعریف می کنیم.



شکل 6: بازده ماهانه بر اساس دینامیک احساسات و ویژگی های سازمانی، 1964 تا 2014. در هر ماه  $t$ ، ما با توجه به نقطه توقف نوسانات نوسان، سن، عدالت بازار (ME)، درآمد نسبت به حساب برای شرکت های سودآور (

$(E + / BE)$ ، نسبت سود سهام برای پرداخت کنندگان سود  $(D / BE)$ ، دارایی های ثابت  $(PPE / A)$  و هزینه های تحقیق و توسعه  $(RD / A)$ . ما همچنین بازده نمونه کارها شرکت های سودده، شرکت های پرداخت کننده بدون سود سهام، شرکت های  $PP$  و  $E$  صفر و شرکت هایی با هزینه های تحقیق و توسعه صفر را محاسبه می کنیم. میله های سیاه و سفید (خاکستری) در حالت های  $H / H$  ( $H / L$ ) احساس می کنند. میله های قرمز (سبز) در حالت های اعتدالی  $L / H$  ( $L / L$ ) باز می گردد. ما حالت احساس  $H (L / L) / H$  را تعریف می کنیم اگر  $\blacktriangle$   $STM$  در ماه  $t-1$  و  $t$  مثبت (منفی) باشد. علاوه بر این، وضعیت احساسات  $H / L$  ( $L / H$ ) را اگر  $\blacktriangle$   $STM$  در ماه  $t-1$  مثبت (منفی) و  $\blacktriangle$   $STM$  در ماه  $t$  منفی (مثبت) باشد، طبقه بندی می کنیم.





این مقاله، از سری مقالات ترجمه شده رایگان سایت ترجمه فا میباشد که با فرمت PDF در اختیار شما عزیزان قرار گرفته است. در صورت تمایل میتوانید با کلیک بر روی دکمه های زیر از سایر مقالات نیز استفاده نمایید:

لیست مقالات ترجمه شده ✓

لیست مقالات ترجمه شده رایگان ✓

لیست جدیدترین مقالات انگلیسی ISI ✓

سایت ترجمه فا ؛ مرجع جدیدترین مقالات ترجمه شده از نشریات معتبر خارجی