

تأثیر روانی سرمایه‌گذار بر بازده دارایی و جریان‌های نقدی

رضا عباسیان^۱ | داوود ملکی^۲

۱

سال اول

بهار و تابستان ۱۴۰۳

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت:

۱۴۰۲/۱۲/۰۸

تاریخ پذیرش:

۱۴۰۳/۰۱/۲۹

صص: ۵۱-۳۱



چکیده

در این پژوهش تأثیر احساسات سرمایه‌گذار بر بازده دارایی و جریان‌های نقدی مورد بررسی و آزمون قرار گرفته شده است. در راستای بررسی این موضوع، دو فرضیه طراحی شده است. برای آزمون فرضیه از الگوهای رگرسیونی چند متغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی و روش اثرات ثابت استفاده شده است. جامعه آماری پژوهش طبق الگوی غربال‌گری و روش حذفی نظام‌مند دربردارنده ۱۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در دوره زمانی ۶ ساله از ابتدای سال ۱۳۹۵ تا پایان سال ۱۴۰۰ است. شواهد برآمده از برازش الگوی مربوط به آزمون فرضیه پژوهش نشان‌دهنده آن است که احساسات سرمایه‌گذار بر بازده دارایی تأثیر معکوس و معنی‌دار و بر جریان‌های نقدی، تأثیر مستقیم و معنی‌دار دارد.

کلیدواژه‌ها: احساسات سرمایه‌گذار، بازده دارایی، جریان‌های نقدی

۱. عضو هیئت علمی دانشگاه افسری و تربیت پاسداری امام حسین (ع)

۲. کارشناسی ارشد مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شمال

مقدمه و بیان مسئله

«افراد هم به دلایل «احساسی» و هم «شناختی» معامله می‌کنند. آن‌ها معامله می‌کنند چرا که فکر می‌کنند که اطلاعات خاصی دارند؛ در حالی که به‌جز سروصدا چیز دیگری ندارند. آن‌ها معامله می‌کنند تا از حس غرور لذت ببرند. معامله برای آن‌ها غرور را به همراه دارد، وقتی که تصمیمات خوب باشند. اما زمانی که تصمیمات مناسب نباشند، پشیمانی به همراه می‌آورد. سرمایه‌گذاران تلاش می‌کنند که از درد ناشی از پشیمانی، به‌وسیله اجتناب از تحمل زیان، استخدام مشاورین سرمایه‌گذاری به‌عنوان فدا شونده و دوری از سهام شرکت‌هایی با شهرت کمتر، اجتناب کنند» (طالبی، ۱۳۸۷).

مطالعات اخیر در بورس‌های مختلف دنیا، به این نتیجه رسیدند که بازده سهام علاوه بر عوامل خاص شرکت، تحت تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران نیز، قرار می‌گیرد. اخبار اوج و حسیض‌های هیجانی قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران به‌طور ضمنی شواهدی را فراهم می‌کند. در واقع صف‌های خرید و فروش در بورس تهران سبب می‌شوند معامله‌گران فارغ از ارزنده بودن یا نبودن قیمت یک سهم به تبعیت از رفتار سایر فعالان بازار اقدام به قرار گرفتن در این صف‌ها کنند که این موضوع خود عاملی برای تحریک و تشدید هیجان در زمان رونق و رکود بازار است.

این گونه رفتارهای غیر عقلایی، باعث ناکارایی بازار و همچنین قیمت‌گذاری نادرست اوراق بهادار خواهد شد و در صورت تشدید و تداوم آن، موجبات بی‌اطمینانی و فرار سرمایه‌گذاران را از بازار فراهم نمود (جهانشاد و همکاران، ۱۳۹۰). اگر یک سهام معامله‌گرهای اختلال‌زای بیشتر و یا معامله‌گرهای منطقی کمتری داشته باشد، نوسانات قیمتی آن چشمگیر است. بر اثر این استدلال سهام‌هایی که نسبت به گرایش احساسی آسیب‌پذیرتر هستند نوسانات قیمتی بالاتری به همراه دارند. در نتیجه با ایجاد گرایش‌های احساسی نوسانات قیمتی به وجود می‌آید.

نوسانات کوتاه‌مدت به آربیتراژگرها که اکثراً مدیران پرتفوی هستند، ریسک را نشان داده و از آنجایی که عملکرد مدیران پرتفوی توسط مالکان، غالباً به‌طور کوتاه‌مدت سنجیده می‌شود، این هزینه آربیتراژ، آربیتراژ-گرها را از معامله منصرف کرده و باعث می‌شود پرتفویی که از سمت سرمایه‌گذاران وجوه (مالکان سهام) تحت فشار قرار گرفته را به‌صورت نقد دریاورند؛ بنابراین نوسانات سهام افزایش می‌یابد و منجر به نوسانات مقطعی مربوط به گرایش احساسی می‌شود (لین، ۲۰۱۰).

گرایش احساسی ایجاد شده توسط رسانه‌های اجتماعی (از قبیل وب‌سایت‌های رسمی و روزنامه‌ها) نیز، با بازده‌های سهام فعلی و آتی ارتباط دارد. تأثیر رسانه غالباً برای آن‌گونه شرکت‌ها که سهامشان توسط سرمایه‌گذاران خرده نگهداری می‌شود، قوی‌تر است. این نتایج اهمیت رسانه اجتماعی را به‌عنوان عاملی که در قیمت سهام تأثیرگذار است خاطر نشان می‌سازد. مالی روی این فرض استوار هست که تغییرات قیمت سهام نشان‌دهنده تفسیر اطلاعات جدید توسط بازار است. برخی از رسانه‌های اجتماعی این امکان را به سرمایه‌گذاران می‌دهد که نظرات سرمایه‌گذاری‌شان را با یکدیگر مبادله کنند و به تفسیر اطلاعات جدید بپردازند. (چن و همکاران، ۲۰۱۱).

بسیاری از پژوهشگران معتقدند که مطالعه روانشناسی و سایر علوم اجتماعی می‌تواند دید بهتری از کارایی بازارهای مالی و توضیح تعدادی از موارد غیرعادی در بازار سهام، حباب‌های بازار و سقوط‌ها ارائه دهند. از این‌رو تحت شرایط فوق می‌توان حوزه‌ای از مطالعات مالی را در نظر گرفت که منجر به توسعه مدل‌هایی می‌شوند که متغیرهای رفتاری را نیز در مدل‌های رایج مالی ادغام کنند (جهانشاد و همکاران، ۱۳۹۰).

بدیهی‌ترین ریسکی که آربیتراژکننده با آن روبرو است، این است که یک خبر بد در مورد متغیرهای بنیادی سهم موردنظر باعث می‌شود که قیمت این سهم از چیزی که هست نیز پایین‌تر رود که این مسئله منجر به زیان می‌شود. البته آربیتراژکنندگان از این ریسک به‌خوبی آگاهی دارند و به همین علت است که هم‌زمان با خرید سهم زیر ارزش ذاتی، یک

سهم جانشین را فروش استقراضی می‌کنند. مسئله این است که سهام جانشین در اغلب موارد یک جانشین کامل نیست که این امر به‌طور کامل خنثی کردن ریسک بنیادی را غیرممکن می‌سازد. فروش استقراضی، آربیتراژکننده را تا حدی از اخبار بد در مورد صنعتی که سهم خریداری شده متعلق به آن است، مصون نگاه می‌دارد. با این وجود، آربیتراژکننده، نسبت به خبرهایی که مربوط به خود آن شرکت است، آسیب‌پذیر است. ریسک معامله گران اختلال زا به این دلیل مهم است که بیشتر آربیتراژکنندگان افق زمانی کوتاه‌مدت دارند نه بلندمدت. دلیل داشتن افق زمانی کوتاه‌مدت این است که بسیاری از آربیتراژکنندگان مانند مدیران حرفه‌ای پرتفوی، منابع مالی خودشان را مدیریت نمی‌کنند. بلکه منابع دیگران را مدیریت می‌کنند. درواقع یک تفکیک بین مغزها و سرمایه وجود دارد. این ویژگی نمایندگی، نتایج مهمی را در بر دارد. سرمایه‌گذارانی که فاقد دانش تخصصی برای ارزشیابی آربیتراژکنندگان هستند، مدیر پرتفوی خود را بر اساس بازدهی که به دست می‌آورد، ارزیابی می‌کنند.

اگر یک قیمت‌گذاری اشتباه که آربیتراژکننده (مدیر پرتفوی) سعی به بهره‌برداری از آن دارد، در کوتاه‌مدت بدتر شود، باعث زیان می‌شود و سرمایه‌گذاران ممکن است مدیر پرتفوی را بی‌کفایت تلقی کنند و وجوهشان را پس بگیرند؛ بنابراین آربیتراژکننده ممکن است درست در هنگامی که فرصت‌های سرمایه‌گذاری به جای جذابی رسیده‌اند، مجبور به نقد کردن زود هنگام سرمایه‌گذاری شود. ترس از چنین پیامدی، وی را وادار می‌کند که به افق زمانی کوتاه‌مدت بیندیشد. برخی از سازوکارهای آربیتراژ، مستلزم خرید یا فروش اوراق بهادار در بازارهای خارجی است.

در اغلب موارد، یک سری محدودیت‌های قانونی برای جلوگیری از سرمایه‌گذاری خارجیان وجود دارد. غلبه بر این موانع با استفاده از راه‌های گریز قانونی پرهزینه است. در نهایت اینکه، اجرای این استراتژی‌ها مستلزم پرداخت هزینه‌های معاملاتی است. یکی از دلایلی که آربیتراژکنندگان را محدود می‌سازد این است که حتی در صورت وجود یک قیمت‌گذاری اشتباه، واقعاً مطمئن نیستند که چنین چیزی وجود دارد؛ زیرا آربیتراژکنندگان

در جستجوی فرصت‌های آربیتراژ، از مدل‌های ارزشیابی بنیادی استفاده می‌کنند و با استفاده از این مدل‌ها، ارزش ذاتی یک سهم خاص را به دست می‌آورند. حال اگر قیمت این سهم در بازار به زیر ارزش ذاتی برسد، آربیتراژکنندگان به این امر به‌عنوان یک فرصت برای آربیتراژ نگاه می‌کنند. باین وجود نمی‌توانند از این که این سهم واقعاً اشتباه ارزش‌گذاری شده یا نه، مطمئن باشند، زیرا این امکان وجود دارد که مدل به کار گرفته شده توسط آن‌ها اشتباه باشد و یا از مدل مناسبی استفاده نکرده باشند و درواقع قیمت صحیح، همین قیمتی باشد که در بازار است. این عدم اطمینان آربیتراژکنندگان را محدود می‌کند.

پیشینه پژوهش

محمد (۲۰۲۱) در پژوهش خود به بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده دارایی و جریان‌های نقدی پرداخته است. این پژوهش که در کشور چین انجام گرفته، ثابت می‌کند که احساسات سرمایه‌گذاران منجر به افزایش بازده دارایی و جریان‌های نقدی شده است.

چو و همکاران^۱ (۲۰۱۸) در پژوهش خود به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی سهام در طول شوک ارزی پرداختند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که شوک ارزی منجر به کاهش نقدشوندگی سهام می‌شود؛ همچنین گرایش‌های مثبت سرمایه‌گذاران باعث افزایش نقدشوندگی سهام شرکت خواهد شد که شوک ارزی باعث کاهش این تأثیرگذاری می‌شود.

لیستون^۲ (۲۰۱۶) در پژوهش خود دریافته است که گرایش احساسی فردی و ساختاریافته سرمایه‌گذاران، تأثیری مثبت بر بازده و نقدینگی سهام دارد.

ژو و نیو^۳ (۲۰۱۶) ارتباط بین احساس سرمایه‌گذار، اطلاعات حسابداری و قیمت سهام را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به همراه اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام تأثیر مثبت و معنی‌داری دارد.

1 Chiu et al

2 Liston

3 Zhu & Nio

یوسفی‌نژاد و معلمی (۱۴۰۱) به بررسی پیش‌بینی سود مدیریت بر ریسک‌پذیری با در نظر گرفتن گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته‌های این پژوهش نشان داده است که پیش‌بینی سود مدیریت بر ریسک‌پذیری با در نظر گرفتن گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به‌عنوان تعدیلگر اثر معنی‌داری ندارد و فرضیه تأیید می‌گردد.

محمدزاده (۱۴۰۰) رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت را بررسی نموده است. یافته‌های این پژوهش نشان داد بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت رابطه وجود دارد. باحقیقت و مقری (۱۴۰۰) تأثیر رفتار احساس سرمایه‌گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام را بررسی نمودند که نتایج این پژوهش نشان داد رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر دارد.

رحمتی و قناعت‌گر (۱۴۰۰) به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه ارزش در معرض ریسک و بازده مقطعی سهام پرداختند. نتایج این تحقیق نشان داد که ارزش در معرض ریسک بر بازده مقطعی سهام تأثیر دارد. گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده مقطعی سهام تأثیر دارد. گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین ارزش در معرض ریسک و بازده مقطعی سهام تأثیر گذار است.

بیان مسئله اساسی پژوهش

اندیشه سرمایه‌گذاران به‌عنوان بخش مهمی از نظریه مالی رفتاری، توجه گسترده‌ای را به خود جلب کرده است (وانگ و بائو^۱، ۲۰۱۷). روزانه تعداد زیادی اخبار خوب و بد اقتصادی، سیاسی در بازار به گوش سرمایه‌گذاران می‌رسد که باعث برانگیخته شدن احساسات سرمایه‌گذاران می‌شود که نتیجه آن تغییر در بسیاری از معیارهای مالی و رفتاری

1 Wang & BAO

شرکت‌ها است. برای نمونه لی^۲ (۲۰۱۴) در پژوهش خود متوجه شد که اخبار خوب و بد، می‌تواند بر بازده سهام شرکت‌ها تأثیرگذار باشد. پژوهش‌های انجام شده در این زمینه (برای مثال، آنتونیس و همکاران^۳ ۲۰۱۴؛ لی، ۲۰۱۴) نشان می‌دهد که احساسات، تأثیر با اهمیتی بر بازدهی و نقدشوندگی سهام دارد؛ ولی این تأثیرگذاری معمولاً در روزها و هفته‌های بعد اثر خود را بر سهام نشان می‌دهد؛ بنابراین انتظار می‌رود که به دنبال برانگیخته شدن احساسات سرمایه‌گذاران، به‌ویژه زمانی که این احساسات زودگذر نباشد، مشخصه‌های مالی شرکت‌هایی که اخبار خوب یا بد مربوط به آن‌ها باعث تحریک احساسات سرمایه‌گذاران شده است، تغییر کند (ستایش و شمس‌الدینی ۱۳۹۵).

در برخی پژوهش‌های انجام گرفته این موضوع به اثبات رسیده است که تأثیر اخبار منفی بیشتر از تأثیر اخبار مثبت بر تحریک سرمایه‌گذاران در خصوص فعالیت‌های سرمایه‌گذاری اثر دارد (کانوس و هانسن، ۱۹۷۱). بر اساس پژوهش اختر و همکاران^۱ (۲۰۱۱) در خصوص ارتباط بین احساسات و تصمیمات اقتصادی، دو دلیل تعریف می‌شود؛ نخست آن که بر اساس نظریه چشم‌انداز^۲، سرمایه‌گذاران برای هزینه‌های بالقوه نسبت به سود بالقوه اولویت بیشتری قائل هستند، دوم آن که اطلاعات منفی بیش از اطلاعات مثبت در شکل‌گیری تصمیمات اقتصادی نقش دارد. از آن‌جا که رفتار سرمایه‌گذاران در امور مالی کاملاً منطقی نیست، بنابراین ممکن است گرایش‌های گوناگون رفتار سرمایه‌گذاران، خسارات جبران‌ناپذیری را بر وضعیت شرکت‌ها داشته باشد (جینگ^۳، ۲۰۱۴). بر اساس بررسی‌های به‌عمل‌آمده، گرایش احساسی سرمایه‌گذاران همچنین می‌تواند بر بازده دارایی و جریان‌های نقدی نیز اثرگذار باشد (محمد، ۲۰۲۱).

امروزه شرکت‌ها برای جلب سرمایه‌گذاران، سعی در بیشینه کردن بازده دارایی شرکت دارند و افزایش درآمد و رشد در سود، یکی از راهکارهایی است که برای این کار در نظر

1 Akhtar et al

2 Standpoint Prospect Theory

3 Jing

می‌گیرند. از سویی در مطالعات سازمان‌دهی صنعتی، سهم بازار و رشد آن را شاخص‌های مهم عملکردی شرکت شناخته‌اند و همچنین رابطه مثبت بین سهم بازار و سود اقتصادی به اثبات رسیده است (لی^۱، ۲۰۱۳). دیدگاه‌های مختلفی در مورد رابطه بین رشد و سودآوری شرکت‌ها وجود دارد. مطالعات استدلال می‌کنند که میان رشد و سود، نوعی موازنه وجود دارد، بنابراین برخی بر این باورند که سودآوری و رشد به طور دوجانبه پشتیبان یکدیگر بوده و رابطه‌ای مثبت میان آن‌ها برقرار است. معیارهای سنجش عملکرد از نظام‌های کنترلی مدیریت است، زیرا برنامه‌ریزی اقتصادی و تصمیم‌های کنترلی مؤثر نیازمند ارزیابی چگونگی عملکرد واحدهاست (غفوریان و همکاران، ۱۳۹۶). ارزیابی به‌موقع عملکرد بنگاه‌های اقتصادی می‌تواند منجر به تخصیص بهینه منابع محدود شود (وکیلی‌فرد و فیض‌آبادی، ۱۳۹۴). از سوی دیگر، سهامداران با انتخاب معیار مناسب ارزیابی عملکرد که در نهایت مبنای تعیین پاداش مدیران قرار می‌گیرد، علاوه بر گرفتن تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌توانند با جهت‌بخشی به منافع مدیران در راستای منافع خود، بهتر و سریع‌تر به اهدافشان دست یابند (بنت و همکاران^۲، ۲۰۱۷). تجزیه و تحلیل درست عوامل مؤثر بر عملکرد مالی شرکت‌ها می‌تواند سرمایه‌گذاران را در جهت اتخاذ تصمیمات بهینه کمک کند، علاوه بر آن آشنایی مدیران آن با عوامل مؤثر بر عملکرد شرکت‌ها موجب خواهد شد تا آن تصمیماتی را بگیرند که بهترین تصمیم برای شرکت متبوع آنان می‌باشد. بر اساس پژوهش محمد (۲۰۲۱) احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده دارایی تأثیر معنی‌دار و مستقیم دارد.

مفهوم جریان نقدی آزاد مثبت نشان می‌دهد که واحد تجاری پس از پرداخت هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها، دارای وجوه نقد مازاد است. در مقابل برخی از شرکت‌ها ممکن است که با جریان نقد آزاد منفی روبه‌رو شوند. جریان نقد آزاد منفی همیشه بد و نامطلوب نیست بلکه علل منفی شدن آن مهم است و باید مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد. اگر جریان نقد آزاد منفی ناشی از سرمایه‌گذاری شرکت در فرصت‌های سودآور موجود باشد، این نوع

1 Lee

2 Bennett et al

منفی شدن مقطعی است و به دوره‌های کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاری مربوط می‌شود، امری که در بسیاری از شرکت‌های نوپا طبیعی است (ستایش و صالحی‌نیا، ۱۳۹۴). در صورتی که سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده بازده بالایی را در پی داشته باشد، راهبرد مزبور توان کسب نتیجه مطلوب در بلندمدت را دارد (یودیانتی^۱، ۲۰۰۸). جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به مدیران اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جست‌وجو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نیست (پورآقاجان و غلامی، ۱۳۹۱). محمد^۲ (۲۰۲۱) در پژوهش خود به این نتیجه دست یافت که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران منجر به افزایش جریان نقد آزاد می‌شود.

اهمیت و ضرورت انجام پژوهش

جریان نقد آزاد از این حیث دارای اهمیت است که به مدیران اجازه می‌دهد تا فرصت‌هایی را جست‌وجو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد، توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نیست. از طرف دیگر، وجه نقد باید در سطحی نگهداری شود که بین هزینه نگهداری وجه نقد و هزینه وجه نقد ناکافی تعادل برقرار شود. مقدار مثبت جریان نقد آزاد برای شرکت نشان می‌دهد که شرکت پس از پرداخت هزینه‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها دارای وجوه نقد مازاد است. از طرف دیگر، مقدار منفی نشان می‌دهد که شرکت درآمد کافی به منظور پوشش هزینه‌ها و فعالیت‌های سرمایه‌گذاری‌اش ایجاد نکرده است. به همین دلیل، سرمایه‌گذاران باید در ارزیابی دلایل این رویداد

³ Yudianti

² Muhammad

کاوش‌های عمیق‌تری به عمل آورند. این امر می‌تواند علامتی از مشکلات حاد شرکت مورد رسیدگی باشد (شیخ و همکاران، ۱۳۹۱).

دیدگاه مالیه رفتاری نشان می‌دهد گرایش احساسی سرمایه‌گذار، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بخصوص برای سهام شرکت‌های کوچک بازی می‌کند و فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال‌زا و معامله‌گران منطقی قیمت‌ها را شکل می‌دهد (جهانشاد و همکاران، ۱۳۹۰). همچنین به علت اینکه معامله مخصوصاً برای سهام‌های شرکت‌های کوچک، پرهزینه و پرخطر می‌باشد ممکن است نیروهای معامله‌گر نتوانند تلاطم‌های ناآگاهانه عرضه و تقاضا را خنثی نمایند. بر این اساس شوک‌های عرضه و تقاضای ایجادشده توسط معامله‌گران اختلال‌زا بر روی قیمت سهام اثر می‌گذارد (کیم و ها^۱، ۲۰۱۰). براون و کلیف^۲ (۲۰۰۴) دریافتند که احساسات سرمایه‌گذاران فردی و نهادی در طی مدت مشابه با بازده بازار سهام تأثیر مثبت دارد. محمد (۲۰۲۱) در پژوهش خود به این یافته رسید که گرایش رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار مثبت منتشرشده پیرامون وضعیت شرکت، منجر به افزایش بازده دارایی و جریان‌های نقدی آن شرکت می‌شود.

در پژوهش حاضر دو هدف اساسی دنبال خواهد شد، بررسی و تعیین رابطه احتمالی بین احساسات سرمایه‌گذاران و بازده دارایی و همچنین بررسی و تعیین رابطه احتمالی بین احساسات سرمایه‌گذاران و جریان‌های نقدی.

روش‌شناسی پژوهش

از آنجاکه نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند در تصمیمات مدیران، سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و فعالان بازار سرمایه مورد استفاده قرار گیرد، از نوع پژوهش‌های کاربردی به شمار می‌رود. همچنین از جنبه نحوه استنباط در خصوص فرضیه‌های پژوهش، در گروه پژوهش‌های توصیفی-همبستگی قرار می‌گیرد، زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای

1 Kim & Ha

2 Brown & Cliff

پژوهش، از آزمون‌های رگرسیون و همبستگی استفاده خواهد شد که به این ترتیب، از نظر استدلالی، استدلال استقرایی است. همچنین، از آنجا که از طریق آزمایش داده‌های موجود، نتیجه‌گیری خواهد شد؛ بنابراین پژوهش حاضر در گروه تئوری‌ها و یا نظریه‌های اثباتی قرار خواهد گرفت. در این پژوهش اطلاعات مورد نیاز مربوط به ادبیات پژوهش و مبانی نظری از منابع کتابخانه‌ای و پایگاه‌های علمی و مقالات داخلی و خارجی استخراج می‌شود. برای گردآوری داده‌های پژوهش نیز از صورت‌های مالی شرکت‌ها، بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس اوراق بهادار تهران و شرکت مدیریت فناوری بورس تهران، بانک‌های اطلاعاتی نرم‌افزار ره‌آورد نوین و همچنین گزارش‌ها و اطلاعیه‌های منتشره در شبکه کدال، حسب مورد استفاده خواهد شد.

جامعه آماری پژوهش دربردارنده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بازه زمانی پژوهش دربردارنده سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۰ است. نمونه‌گیری در این پژوهش بر اساس روش حذفی نظام‌مند انجام می‌شود. در این تحقیق برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده و روش آماری مورد استفاده روش داده‌های پانل می‌باشد. لازم به ذکر است در این مطالعه برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزار ای‌ویوز^۱ بهره گرفته شده است.

یافته‌های پژوهش

تعداد مشاهده‌های پژوهش حاضر ۹۶۰ سال - شرکت است. این مشاهده‌ها ناشی از ترکیب داده‌های ۱۶۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان نمونه آماری در طول ۶ سال (۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰) به عنوان دوره آزمون می‌باشد. آمار توصیفی مربوط به متغیرهای بکار رفته در الگوهای آزمون فرضیه‌ها در جدول ۱ ارائه شده است.

¹ Eviews

تأثیر روانی سرمایه‌گذار بر بازده دارایی و جریان‌های نقدی

جدول ۱- آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	ROA	CF	SENT	SIZE	LEV	CFO	SG	CAPIN
میانگین	0.099601	0.076269	-0.034967	27.72730	0.599384	0.102658	0.287941	0.261586
میانه	0.087508	0.034932	-0.049724	27.64496	0.587927	0.091379	0.138940	0.219562
بیشترین	0.591276	0.965549	0.799174	33.38189	1.934857	0.642210	26.92199	0.932981
کمترین	-1.063252	0.000244	-0.755512	22.51785	0.061063	-1.000287	-0.891606	0.000434
انحراف معیار	0.139375	0.116524	0.287425	1.497104	0.253129	0.136575	1.093327	0.184396
چولگی	-0.736461	3.612850	0.119506	0.512727	1.210907	-0.227625	16.31465	0.927494
کشیدگی	10.00550	20.49306	2.676743	4.711016	7.071409	8.754535	374.5750	3.379276
جارکو - برا	2049.861	14328.72	6.464876	159.1653	897.6624	1332.877	5565306	143.3933
احتمال آماره	0.000000	0.000000	0.039461	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
تعداد مشاهددها	960	960	960	960	960	960	960	960

یافته‌های آزمون همبستگی در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲- آزمون همبستگی

ROA	CF	SENT	SIZE	LEV	CFO	SG	CAPIN
1.000000							

1.000000	0.180910						
-----	0.0000						
1.000000	-0.002374	-0.017406					
-----	0.9414	0.5901					
1.000000	-0.010822	-0.063103	0.227806				
-----	0.7377	0.0506	0.0000				
1.000000	0.119178	0.005831	-0.182388	-0.427756			
-----	0.0002	0.8568	0.0000	0.0000			
1.000000	-0.136371	0.218871	0.027827	0.137714	0.550516		
-----	0.0000	0.0000	0.3891	0.0000	0.0000		
1.000000	0.077832	0.019094	0.015048	-0.000898	0.069878	0.075230	
-----	0.0159	0.5546	0.6415	0.9778	0.0304	0.0197	
1.000000	-0.025712	0.076141	-0.034459	-0.014034	0.015742	-0.157813	-0.141176
-----	0.4262	0.0183	0.2862	0.6641	0.6261	0.0000	0.0000

بر اساس جدول ۳ نتایج آزمون چاو الگوی فرضیه «احساسات سرمایه‌گذار بر بازده دارایی تأثیر معنی‌دار دارد» نشان‌گر سطح معناداری کمتر از پنج درصد است؛ بنابراین نتیجه آزمون چاو، تابلویی (پنل) بودن الگو را نشان می‌دهد و پس از انجام آزمون هاسمن مربوط به الگوی این فرضیه، نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهد که الگو دارای اثرات ثابت است.

جدول ۳- نتیجه آزمون چاو و آزمون هاسمن فرضیه اول

شرح	آزمون چاو		آزمون هاسمن	
	آماره اف	سطح معناداری	نتیجه	سطح معناداری
آزمون فرضیه اول	3.314837	0.0000	الگو تابلویی	110.753997
			اثرات ثابت	0.0000

در ادامه در جدول ۴ به بیان شرح نتایج به‌دست‌آمده از آزمون الگوی این فرضیه پرداخته می‌شود.

جدول ۴- نتیجه آزمون الگوی فرضیه اول

متغیرهای توضیحی	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال
عرض از مبدأ	C	-0.666072	0.453860	-1.467572	0.1426
احساسات سرمایه‌گذاران	SENT	-0.913509	0.383924	-2.379402	0.0173
اندازه شرکت	SIZE	0.034861	0.015857	2.198437	0.0282
اهرم مالی	LEV	-0.277287	0.019120	-14.50233	0.0000
جریان نقد عملیاتی	CFO	0.236739	0.028147	8.410803	0.0000
رشد	SG	0.009501	0.005495	1.728860	0.0842
مخارج سرمایه‌ای	CAPIN	-0.235890	0.017244	-13.67939	0.0000
ضریب تعیین		0.831963	ضریب تعیین تعدیل شده		0.797043
آماره F		23.82509	آماره دورین - واتسون		1.769225
احتمال آماره F		0.000000			

مقدار آماره اف و احتمال مربوطه به ترتیب ۲۳/۸۲۵ و ۰/۰۰۰ می‌باشد که این موضوع حاکی از آن است که معادله مربوطه رگرسیونی مورد استفاده در سطح اطمینان بالا (۹۵)

درصد) معنی‌دار است. ضریب تعیین حدود ۸۳ درصد است که نشان‌گر میزان تغییرات متغیر وابسته به واسطه متغیرهای مستقل و کنترل الگو می‌باشد.

به‌منظور بررسی استقلال خطاها از آزمون دوربین واتسون استفاده گردیده است. مقدار آماره دوربین واتسون برای این الگو، $1/769$ به دست آمده است که با توجه به قرارگیری آن در بازه $1/5$ و $2/5$ نشان می‌دهد جملات خطای مربوط به مشاهدات گوناگون با یکدیگر همبستگی ندارد.

سطح معناداری متغیر مستقل احساسات سرمایه‌گذار با مقدار $0/0173$ از سطح خطای پنج درصد کمتر است که نشان می‌دهد این متغیر تأثیر معنی‌داری بر بازده دارایی دارد؛ پس فرضیه نخست پژوهش در سطح ۹۵ درصد اطمینان تأیید می‌شود. همچنین با توجه به ضریب تأثیر منفی این متغیر مستقل با مقدار $-0/913$ ، جهت ارتباط آن با متغیر وابسته الگو، منفی می‌باشد؛ بنابراین احساسات سرمایه‌گذار بر بازده دارایی تأثیر معکوس و معنی‌دار دارد.

بر اساس جدول ۵ نتایج آزمون چاو الگوی فرضیه «احساسات سرمایه‌گذار بر جریان‌های نقدی تأثیر معنی‌دار دارد» نشان‌گر سطح معناداری کمتر از پنج درصد است؛ بنابراین نتیجه آزمون چاو، تابلویی (پنل) بودن الگو را نشان می‌دهد و پس از انجام آزمون هاسمن مربوط به الگوی این فرضیه، نتایج به‌دست آمده نشان می‌دهد که الگو دارای اثرات ثابت است.

جدول ۵- نتیجه آزمون چاو و آزمون هاسمن فرضیه دوم

آزمون چاو			آزمون هاسمن		
شرح	آماره اف	سطح معناداری	نتیجه	آماره مربع کا	سطح معناداری
آزمون فرضیه دوم	2.683561	0.0000	الگو تابلویی	22.451446	0.0000
			اثرات ثابت		

در ادامه در جدول ۶ به بیان شرح نتایج به‌دست آمده از آزمون الگوی این فرضیه پرداخته می‌شود.

جدول ۶- نتیجه آزمون الگوی فرضیه دوم

متغیرهای توضیحی	نماد	ضریب	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال
عرض از مبدأ	C	0.289321	0.060662	4.769379	0.0000
احساسات سرمایه‌گذاران	SENT	0.007420	0.003204	2.315828	0.0208
اندازه شرکت	SIZE	-0.005926	0.002358	-2.513400	0.0122
اهرم مالی	LEV	-0.025822	0.006375	-4.050244	0.0001
جریان نقد عملیاتی	CFO	0.058999	0.010429	5.657141	0.0000
رشد	SG	0.005636	0.001432	3.935460	0.0001
مخارج سرمایه‌ای	CAPIN	-0.157519	0.014712	-10.70673	0.0000
ضریب تعیین		0.672047	ضریب تعیین تعدیل شده		0.603896
آماره F		9.861085	آماره دوربین - واتسون		1.798302
احتمال آماره F		0.000000			

مقدار آماره اف و احتمال مربوطه به ترتیب ۹/۸۶۱ و ۰/۰۰۰ می‌باشد که این موضوع حاکی از آن است که معادله مربوطه رگرسیونی مورد استفاده در سطح اطمینان بالا (۹۵ درصد) معنی‌دار است. ضریب تعیین حدود ۶۷ درصد است که نشان‌گر میزان تغییرات متغیر وابسته به واسطه متغیرهای مستقل و کنترل الگو می‌باشد.

به منظور بررسی استقلال خطاها از آزمون دوربین واتسون استفاده گردیده است. مقدار آماره دوربین واتسون برای این الگو، ۱/۷۹۸ به دست آمده است که با توجه به قرارگیری آن در بازه ۱/۵ و ۲/۵ نشان می‌دهد جملات خطای مربوط به مشاهدات گوناگون با یکدیگر همبستگی ندارد.

سطح معناداری متغیر مستقل احساسات سرمایه‌گذار با مقدار ۰/۰۲۰۸ از سطح خطای پنج درصد کمتر است که نشان می‌دهد این متغیر تأثیر معنی‌داری بر جریان‌های نقدی دارد؛ پس فرضیه دوم پژوهش در سطح ۹۵ درصد اطمینان تأیید می‌شود. همچنین با توجه به ضریب

تأثیر مثبت این متغیر مستقل با مقدار ۰/۰۰۷۴، جهت ارتباط آن با متغیر وابسته الگو، مثبت می‌باشد؛ بنابراین احساسات سرمایه‌گذار بر جریان‌های نقدی تأثیر مستقیم و معنی‌دار دارد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

در فرضیه اول پژوهش این نتیجه به دست آمد که احساسات سرمایه‌گذار بر بازده دارایی تأثیر معکوس و معنی‌دار دارد به بیان دیگر احساسات سرمایه‌گذار منجر به کاهش بازده دارایی در شرکت‌های نمونه آماری پژوهش شده است. در واقع رفتار سرمایه‌گذاران در خصوص انجام سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نمونه آماری پژوهش عاملی است که منجر به کاهش بازده دارایی در شرکت‌های نمونه آماری پژوهش شده است. این یافته برخلاف یافته به‌دست‌آمده در پژوهش محمد (۲۰۲۱) است. نامبرده به این یافته رسیده است که احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده دارایی تأثیر مستقیم و معنی‌دار دارد.

در فرضیه دوم پژوهش این نتیجه به دست آمد که احساسات سرمایه‌گذار بر جریان‌های نقدی تأثیر مستقیم و معنی‌دار دارد به بیان دیگر احساسات سرمایه‌گذار منجر به افزایش جریان‌های نقدی در شرکت‌های نمونه آماری پژوهش شده است. در واقع رفتار سرمایه‌گذاران در خصوص انجام سرمایه‌گذاری در شرکت‌های نمونه آماری پژوهش عاملی است که منجر به افزایش جریان‌های نقدی در شرکت‌های نمونه آماری پژوهش شده است. این یافته بر همسو یافته به‌دست‌آمده در پژوهش محمد (۲۰۲۱) است. نامبرده به این یافته رسیده است که احساسات سرمایه‌گذاران بر جریان‌های نقدی تأثیر مستقیم و معنی‌دار دارد. بر اساس آنچه که از آزمون فرضیه اول پژوهش مبنی بر تأثیر معکوس و معنی‌دار احساسات سرمایه‌گذار بر بازده دارایی به‌دست‌آمده است، پیشنهاد می‌شود، مدیران و اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها در خصوص افزایش کاهش نوسانات منفی و نیز اخبار منفی که منجر به برانگیختن احساسات سرمایه‌گذاران می‌شود نهایت تلاش خود را بکارگیرند تا زمینه کاهش بازده دارایی در شرکت‌ها که منوط به عملکرد مدیران شرکت‌ها است، کاهش یابد.

بر اساس آنچه که از آزمون فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر مستقیم و معنی‌دار احساسات سرمایه‌گذار بر جریان‌های نقدی به دست آمده است، شرکت‌هایی که نیاز به منابع و جریان‌های نقدی ورودی به شرکت دارند در این راستا تلاش خود را برای برانگیختن احساسات سرمایه‌گذاران برای انجام سرمایه‌گذاری بکارگیرند. در این خصوص همچنین اعتباردهندگان نیز نقش بسزایی برای افزایش جریان‌های نقدی در شرکت‌ها دارند؛ بنابراین برای این هدف نیز، مدیران و اعضای هیئت‌مدیره شرکت‌ها می‌توانند نقش اساسی خود را ایفا نمایند.

فهرست منابع

- جهانشاد، آزیتا؛ تازی وردی، یدالله و محرابی، مریم (۱۳۹۰). «تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد رشته حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز.
- ستایش، محمدحسین و شمس‌الدینی، کاظم (۱۳۹۵). «بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره هشتم، شماره اول، بهار و تابستان ۱۳۹۵، پیاپی ۷۰/۳، (مجله علوم اجتماعی و انسانی پیشین).
- ستایش، محمدحسین و صالحی‌نیا، محسن (۱۳۹۴). «تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه بر جریان‌های نقدی آزاد»، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۷، شماره ۲۵.
- مؤمنی، علیرضا و رضایی قلعه، زهره (۱۳۹۷). «تأثیر عوامل اقتصادی بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران»، پنجمین کنفرانس ملی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران، انجمن مدیریت ایران.
- هاشمی، سید عباس و نوری، اعظم (۱۳۹۶). «نقش اطلاعات حسابداری بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام»، پایان‌نامه کارشناسی ارشد مؤسسه آموزش عالی هشت بهشت اصفهان، رشته حسابداری.
- طالبی، محمد (۱۳۸۷). «بررسی و نقد انواع شاخص‌های نقدینگی شرکت‌ها». فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۱۳ و ۱۴.
- یوسفی نژاد، مرضیه و معلمی، روح اله (۱۴۰۱). «بررسی تأثیر سرمایه‌گذاری مشترک و تعهدات دوجانبه بانک‌ها به‌عنوان ابزارهای پوشش ریسک نرخ ارز در عملیات بانکی»، دومین کنفرانس بین‌المللی یافته‌های پژوهشی در مدیریت، اقتصاد و حسابداری.
- محمدزاده، حمیده (۱۴۰۰). «رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی‌های سود توسط مدیریت»، چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، دوره چهارم، شماره ۴۰ (جلد ۳).

باحقیقت، الهام و اسماعیل‌زاده مقری، علی (۱۴۰۰). «تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام»، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۵۱.

رحمتی، ناهید و قناعت گرنالکیاشری، سهیلا (۱۴۰۰). «تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه ارزش در معرض ریسک و بازده مقطعی سهام»، مطالعات اقتصاد، مدیریت مالی و حسابداری، دوره هفتم، شماره ۱.

ستایش، محمدحسین و شمس‌الدینی، کاظم (۱۳۹۵). «بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، دوره هشتم، شماره اول، پیاپی ۷۰۱۲۵/۳.

ستایش، محمدحسین و صالحی نیا، محسن (۱۳۹۴). «تأثیر ساختار مالکیت و ساختار سرمایه‌بر جریان‌های نقدی آزاد»، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷(۲۵).

غفوریان شاگردی، امیر؛ دانشمند، بهناز و بهبودی، امید (۱۳۹۶). «تأثیر بازاریابی شبکه‌های اجتماعی بر وفاداری برند و قصد خرید مصرف‌کنندگان»، تحقیقات بازاریابی نوین، ۷(۳).

وکیلی‌فرد، حمیدرضا و فیض‌آبادی، فرشته (۱۳۹۴). «بررسی رابطه بین اهرم مالی و معیارهای سنجش عملکرد شرکت‌های دارویی و مواد غذایی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از تحلیل پوششی داده‌ها»، حسابداری سلامت، ۴(۴).

پورآقاجان، عباسعلی و غلامی، کبری (۱۳۹۱). «حسابداری مدیریت و چالش‌های آن در اجرا»، همایش منطقه‌ای نقش مدیریت و حسابداری در تعالی سازمان‌ها و حل بحران‌های مالی، چالوس، <https://civilica.com/doc/275717>.

شیخ، رضا؛ میزانی، ندا و غلامی، آتنا، (۱۳۹۶). «ارزیابی وفاداری مشتری با استفاده از تئوری مجموعه راف و طراحی مبتنی بر بدیهیات»، سومین کنفرانس بین‌المللی مهندسی صنایع و سیستم‌ها (VICISE ۲۰۱۷)، مشهد، <https://civilica.com/doc/669078>.

Akhtar S., Faff, R., Oliver, B., & Subrahmanyam, A. (2011). The power of bad: The negativity bias in Australian consumer sentiment

announcements on stock return. *Journal of Banking and Finance*, 35, 1239–1249.

Antonios, S., Evangelos, V., & Patrick, V. (2014). Facebooks daily sentiment and international stock markets. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 107(B), 730-743.

Chiu J., Chung H., Ho K.-Y. & Wu C.-C., Investor sentiment and evaporating liquidity during the financial crisis, *International Review of Economics and Finance* (2018), doi: 10.1016/j.iref.2018.01.006

Jensen, M. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2): 323-329.

Liston, D. (2016). Sin stock returns and investor sentiment. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, 63-70.

Muhammad, Ateeq ur Rehman (2021). The impact of investor sentiment on returns, cash flows, discount rates, and performance <http://www.elsevier.com/journals/borsa-istanbul-review/2214-8450>

Paudel, J. (2010). A Behavioral Approach to Stock Pricing. Thesis Mathematical Economics, Faculty of Economics and Business, the Colorado College.

Uygar, U., & TAS, O. (2014). The impacts of investor sentiment on different economic sectors: Evidence from Istanbul Stock Exchange. *Borsa Istanbul Review*, 14(4)236-241.

Yudianti, Ninik, 2008, "The Effect of Investment Opportunity Set and Earnings Management to the Relationship between Free Cash Flow and Shareholder Value", *Journal of Business Research*, 193-228.

Long-Yi Lin, 2010. "The relationship of consumer personality trait, brand personality and brand loyalty: an empirical study of toys and video games buyers", *Journal of Product & Brand Management*. ISSN: 1061-0421

Chen, L. and Chen, S, 2011. "The Influence of Profitability on Firm Value with Capital Structure as the Mediator and Firm Size and Industry as Moderators". *Investment Management and Financial Innovations*, 8, 121-129.

Jensen, M., & Meckling, W., (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, PP. 305-360.

Kim, TaeHyuk and Ha, Aejin, Investor Sentiment and Market Anomalies (August 23, 2010). 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper,

Gregory W. Brown a, Michael T. Cliff b. "Investor sentiment and the near-term stock market". (2004). Journal of Empirical Finance. Volume 11, Issue 1, January 2004, Pages 1-27

G.W. Brown et al. (2004). "Investor sentiment and asset valuation". Journal of Business

