

بررسی ارتباط علی بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سپهر حقی^{۱*}

عباس اللهیاری^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۷/۰۴ تاریخ چاپ: ۱۴۰۱/۰۸/۲۵

چکیده

با توجه به مطالعه افی کاگلار و همکارانش در سال ۲۰۲۱، شرکت ها در تلاش هستند با توجه به احساسات سرمایه گذار بتوانند بازده سهام را تقویت نمایند و یا اینکه به مازاد برسانند؛ بنابراین افی کاگلار و همکارانش به این موضوع پرداخته اند که آیا با ایجاد روابط بین احساسات سرمایه گذار می توان بازده سهام را تحت تأثیر قرار داد و منجر به افزایش آن شد یا خیر و یا اینکه تحت چه شرایطی می توان از احساسات سرمایه گذار برای تغییر بازده سهام شرکت ها و افزایش آن استفاده نمود؛ از این رو این مطالعه سعی به تعیین پاسخ مناسب برای عنوان فوق نموده است. جهت تحلیل فرضیه های پژوهش، جامعه آماری را از بین سال های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۰ و به مدت ۶ سال انتخاب نموده و شامل شرکت های بورسی بوده اند که نمونه آماری با روش حذفی و به تعداد ۷۷ شرکت انتخاب شد. روش پژوهش مورد استفاده نیز، روش توصیفی- تحلیلی بوده و داده های پژوهش از نوع تاریخی با مراجعه به صورت ها و گزارشات مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران جمع آوری و طبقه بندی گردید. برای تجزیه و تحلیل داده های آماری از روش داده های پانل دیتا استفاده شد؛ و در بخش تجزیه و تحلیل از آمار توصیفی و استنباطی و آزمون های مختلف مربوطه انجام گردید و تحلیل داده ها با استفاده از نرم افزار Eviews نسخه ۹ صورت گرفت. با توجه به تحلیل مدل رگرسیونی، یافته های پژوهش نشان می دهد که بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد در بورس اوراق بهادار تهران رابطه علی مثبت و معناداری وجود دارد؛ بنابراین، مدیران شرکت ها می بایست به شاخص های احساسات سرمایه گذار نظیر تخفیف صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه محدود، جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک، سهم اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه گذاری مشترک، سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه گذاری مشترک، نسبت گردش مالی، توجه نمایند تا بتوانند باعث ایجاد بازده مازد سهام شوند.

واژه های کلیدی

احساسات سرمایه گذار، بازده مازاد، جریان نقدی، صندوق سرمایه گذار، سهم اوراق بهادار، نسبت گردش مالی

۱. کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، لامرد، ایران. (نویسنده مسئول: sepehr.haghi@yahoo.com)

۲. استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد لامرد، ایران. (allahyari.abbas@gmail.com)

مقدمه

هدف اصلی مطالعه افی کاگلار و همکارانش در سال ۲۰۲۱، تحلیل رابطه علی بین شاخص بازده مازاد سهام و احساسات سرمایه‌گذار می‌باشد. احساسات سرمایه‌گذاران با ایجاد شاخصی متشکل از تخفیف صندوق سرمایه‌گذاری محدود، جریان های صندوق‌های مشترک، سهم انتشار حقوق صاحبان سهام در انتشار کلی، سهام رپو در صندوق‌های مشترک و نسبت گردش مالی به صورت ماهانه برای دوره ۱۹۹۷ تا ۲۰۱۸ اندازه‌گیری شده است. آنها از یک آزمون علیت گرانجر جدید که توسط روشی و همکارانش در سال ۲۰۱۸، ایجاد شده که تغییرات در روابط علی را شناسایی و تاریخ‌گذاری می‌کند، استفاده نمودند. نتایج آن‌ها نشان داد که آزمون علیت گرانجر متداول وجود ارتباط علی بین شاخص احساسات و شاخص بازده مازاد سهام را تایید نکرده است. با این حال، رویه پنجره تکاملی بازگشتی، بخش‌های علیت گرانجر را برای شاخص‌ها، به جز سهام در صندوق‌های مشترک شناسایی می‌کند. یافته‌ها نشان می‌دهد که در نظر گرفتن داده‌های غیرخطی برای دوره نمونه می‌تواند رابطه علی بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده بازار را تغییر دهد. طرفداران مالی رفتاری استدلال می‌کنند که منطق و عقلانیت سرمایه‌گذاران محدود شده است و عوامل روان‌شناختی و عاطفی در فرآیند تصمیم‌گیری تأثیرگذار هستند. نظریه‌های مالی رفتاری، احساسات عمومی سرمایه‌گذاران از سطح خوش‌بینی و بدبینی نسبت به بازار را به عنوان منبع فرعی ریسک سیستماتیک در نظر می‌گیرند (کریلار و آکایا^۱، ۲۰۱۶). به طور خلاصه، این احساسات به عنوان احساسات سرمایه‌گذار تعریف می‌شوند و استدلال می‌شود که تغییرات غیرقابل پیش‌بینی در احساسات ممکن است بر قیمت سهام تأثیر بگذارد (ورما و همکاران^۲، ۲۰۰۸). احساسات سرمایه‌گذار به عنوان سطوح کلی احساسات خوش‌بینی و بدبینی سرمایه‌گذاران تعریف می‌شود و نظریه‌های مالی رفتاری احساس سرمایه‌گذار را منبع اضافی از ریسک سیستماتیک می‌دانند (کریلار و آکا، ۲۰۱۶)؛ بنابراین احساسات سرمایه‌گذار و تأثیر آن بر بازده بازار در بازارهای مختلفی بررسی شده است در حالی که مطالعات محدودی در زمینه رابطه علی وجود دارد. در این راستا، هدف اصلی مطالعه آنها این است که با در نظر گرفتن شکست‌های ساختاری با استفاده از مقیاس‌های احساسی مختلف سرمایه‌گذار، رابطه علی بین شاخص بازده مازاد سهام و احساسات سرمایه‌گذار را تجزیه و تحلیل نمایند. برخلاف مطالعات قبلی، احساسات سرمایه‌گذار با ایجاد یک شاخص متشکل از تخفیف صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با سرمایه محدود^۳، جریان نقدی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک^۴، سهم اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه‌گذاری مشترک^۵، سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه‌گذاری مشترک^۶ و نسبت گردش مالی^۷ به صورت ماهانه بین جولای ۱۹۹۷ و نوامبر ۲۰۱۸ محاسبه شد (افی کاگلار و همکاران^۸، ۲۰۲۱)؛ بنابراین با توجه به مطالب گفته شده احتمال می‌رود احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده مازاد ناشی از سرمایه‌گذاری سهامداران اثرگذار باشد؛ از این رو این مطالعه در صدد است به بررسی ارتباط علی بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده مازاد بپردازد؛ یا به عبارتی به این

سوال پاسخ دهد که آیا بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معناداری وجود دارد و نقش شاخص های احساسات سرمایه گذار به چه صورت است.

مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

احساسات سرمایه گذار را نمی توان مستقیماً در آن بازار مشاهده کرد، به همین دلیل است که اندازه گیری آن مستلزم استفاده از پراکسی می باشد و اعتقاد بر این است که نشان دهنده احساسات سرمایه گذاران باشد. این پروکسی ها به دو دسته مستقیم و غیرمستقیم تقسیم می شوند. نمایندگی های مستقیم نظرسنجی احساسات سرمایه گذاران شامل سرمایه گذاران شاخص هوش مصرف کننده، شاخص اطمینان مبتنی بر پیمایش پروکسی ها محسوب می شوند و هدف آنها اندازه گیری مستقیم احساسات سرمایه گذاران است. از سوی دیگر جانشین های غیر مستقیم مانند جریان صندوق مشترک، نسبت گردش مالی، تخفیف صندوق مشترک، نوسانات حق بیمه، معیارهای مبتنی بر بازار هستند که به عنوان پروکسی های غیرمستقیم احساسات سرمایه گذاران مورد استفاده قرار می گیرند. علاوه بر این برخی از پژوهشگران یک شاخص احساسات سرمایه گذار با ترکیب غیرمستقیم مختلف پروکسی ها با هدف ایجاد معیارهای بهتر در نظر گرفته است. هنوز هیچ اتفاق نظری در مورد اینکه کدام یک از معیارهای احساسات سرمایه گذار دقیق تر و بهتر است وجود ندارد (یوگار، ۲۰۱۵). اگر چه تعدادی از مطالعات وجود دارد که به بررسی رابطه بین بازار سهام و تمایل سرمایه گذاران با پروکسی های فوق الذکر پرداخته اند، مطالعاتی که ساختاری را در نظر می گیرند شکست هایی که باعث ایجاد غیرخطی در داده ها می شود، اما محدود هستند. شکست های سازه ای نقاط ناپایداری را مانند جنگ، صلح، بلایای طبیعی، تروریسم، بحران های مالی و تغییر سیاست در پارامترهای مدل پیش بینی نشان می دهد (ولتنی و اندریز، ۲۰۰۴). آندرو و قیسلیس در سال ۲۰۰۹، تاکید کرد که سری های زمانی مالی بیشتر تحت تأثیر شکست های ساختاری متعدد هستند و این شکستگی ها، به نوبه خود، ممکن است بر بازده و نوسانات تأثیر بگذارد؛ بنابراین، شاخص های مالی اساسی با نادیده گرفتن شکست ساختاری باعث نتایج نادرست در مورد متغیرهای مالی می شود (آندرو و قیسلیس، ۲۰۰۹). با توجه به توضیحات فوق، هدف اصلی از این مطالعه در مورد رابطه علی به منظور گسترش ادبیات بین بازده بازار است، یعنی شاخص بازگشت بازده مازاد سهام تمایل سرمایه گذاران برای دوره تحقیق با در نظر گرفتن شکاف های ساختاری در داده ها که باعث ایجاد رابطه علی و غیرخطی بودن می شود. مطالعات به طرق مختلف به ادبیات کمک می کند. ابتدا یک شاخص احساسات سرمایه گذار برای بورس در نظر گرفته می شود و مظهر آن است که اطلاعات از تخفیف صندوق مشترک، صندوق سرمایه گذاری مشترک جریان ها، سهم اوراق بهادار در مجموع انتشارات یا حقوق صاحبان سهام، بازخرید سهام در صندوق های سرمایه گذاری مشترک و نسبت گردش مالی به صورت ماهانه، با استفاده از رگرسیون حداقل مربعات جزئی پیشنهاد شده باشد (هوانگ و همکاران، ۲۰۱۵). هر پروکسی احساس سرمایه گذار نیز می باشد که به طور جداگانه همراه با شاخص تمایل سرمایه گذاران تجزیه و تحلیل شده است. ثانیاً، دوره نمونه، جنبه های اجتماعی-اقتصادی قابل توجهی را پوشش می دهد. رویدادها و بحران های مالی، روشنگر تغییرات در احساسات سرمایه گذار در بورس هستند. سوم، با استفاده از آزمون علیت گرنجر جدید با زمان متغیر، توسعه یافته است. با در نظر

گرفتن واقعیت‌های سبک داده‌ها و تغییرات در روابط علی در طول زمان می‌توان تحقیق را مورد آزمون قرار داد (افی کاکلار و همکاران، ۲۰۲۱). ادبیات قبلی در مورد احساسات سرمایه‌گذار به طور کلی تمرکز بر سنجش احساسات سرمایه‌گذاران در بازارهای سهام با استفاده از انواع پروکسی‌های احساسات سرمایه‌گذار در ایالات متحده و سایر کشورهای توسعه یافته اروپایی یا در بازارهای در حال توسعه مورد بحث قرار داده است (لیمون و پرتینگوئینا^{۱۳}، ۲۰۰۶). یافته‌های رایج اینها مطالعات نشان می‌دهد که رابطه قوی بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده بازار سهام وجود دارد (کانباس و کاندور^{۱۴}، ۲۰۰۷). در هر سازمانی، سرمایه‌گذاران نقش کلیدی در بازار سهام را ایجاد می‌نمایند که می‌توان احساسات آنها را در زمینه بازده مازاد سهام نیز مشاهده نمود. سرمایه‌گذاران با استفاده از احساسات سرمایه‌گذار می‌توانند در بازده نقش قابل توجهی ایفا نمایند؛ یکی از مشکلاتی که امروزه ممکن است در سازمان‌ها به وضوح مشخص شده باشد این است که آیا سرمایه‌گذاران در زمان سرمایه‌گذاری با مشکلات مالی روبرو می‌شوند یا خیر و یا اینکه تخفیفات مربوط به سرمایه‌گذاری صندوق مشترک چه اثری می‌تواند ایجاد نماید و یا بازخرید سهام می‌تواند در ادامه فعالیت شرکت به بازده مازاد تبدیل شود یا خیر؟ از این رو مطالعاتی در این زمینه انجام شده است که بتوان این مشکلات را به حداقل رساند و یا بازده مازاد سهام را افزایش داد. از این رو در این مطالعه به بررسی ارتباط علی بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده مازاد پرداخته شده است که در ادامه به تعاریفی از متغیرهای پژوهش پرداخته شده است. احساسات سرمایه‌گذار: وجود شرکت‌های مختلف در بازار سهام ایران و افزایش روزافزون آنها، کار سرمایه‌گذاران را برای اخذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مناسب، مشکل و پیچیده کرده است. نظریه‌های قیمت‌گذاری دارایی نشان می‌دهد که بازده بالاتر باید جبران ریسک سیستماتیک بالاتر باشد. شرکت‌هایی با سطح بالایی از نگهداشت نقدینگی معمولاً عملکرد گذشته ضعیفی داشته‌اند. سرمایه‌گذاران در انتظارات خود از قیمت‌های سهام خطاهای سیستماتیکی را مرتکب می‌شوند چرا که ارزیابی‌های آنها کاملاً عینی بوده است. هزینه‌های معامله بالا، هزینه‌های بالای فروش کوتاه‌مدت و نوسانات منحصر به فرد باعث ایجاد آربیتراژ بر اثر هزینه‌ای و ریسکی نگهداشت نقدینگی می‌شود. تصمیمات سرمایه‌گذاران کاملاً منطقی نیست، آنها برای سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار بنا به عقاید خودشان درباره سودهای گذشته و ریسک سرمایه‌گذاری عمل می‌کنند. در نتیجه بازار تحت تأثیر احساسات و تمایلات سرمایه‌گذاران است (لی و همکاران^{۱۵}، ۲۰۱۶). وقوع سرمایه‌گذاران غیر منطقی ممکن است باعث انحراف قیمت بازار از ارزش بنیادی‌شان شود. با توجه به محدودیت‌های قابل توجه از آربیتراژ و افق‌های سرمایه‌گذاری محدود، سرمایه‌گذاران منطقی از پذیرش موقعیت مناسب در برابر سایر سرمایه‌گذاران غیر منطقی منصرف شده به طوری که قیمت سهام موفق به بازگشت به ارزش‌های ذاتی خود نشده است. این ناهنجاری قیمت ناشی از معامله‌گران غیر منطقی و احساسی می‌تواند به عنوان یک عامل خطر احساسات مداوم تفسیر شود که به طور قابل توجهی بر بازده سهام تأثیر گذار است (لینگ و همکاران^{۱۶}، ۲۰۱۰). به همین دلیل لزوم بررسی این تورش‌های رفتاری در میان سرمایه‌گذاران در بازار سهام احساس می‌گردد. از سوی دیگر، مدیران مالی نیز برای اتخاذ استراتژی بهینه نیاز اساسی به آشنایی و درک این شرایط روانی و تمایلات سرمایه‌گذاران دارند و اگر این مساله حل نگردد باعث می‌شود بازار تحت تأثیر احساسات و

تمایلات سرمایه گذاران قرار گیرد و تأثیر این عوامل بر بازده مازاد سهام ناشناخته باقی بماند و قیمت گذاری و بازده مازاد سهام به درستی انجام نپذیرد. طرفداران مالی رفتاری استدلال می کنند که سرمایه گذاران نه تنها در معرض خطر اساسی هستند، بلکه با توجه به سرمایه گذاران غیر منطقی در معرض این خطر (خطر احساسات) هم هستند. بر اساس الگوی خطر بازده سهامی که در معرض زیاد احساسات هستند باید بازده مورد انتظار بالاتری از سهامی که زیاد در معرض احساسات نیستند داشته باشند که در نتیجه قیمت های بازاری آنها کمتر از ارزش ذاتی آنها خواهد شد (سیدیان و همکاران، ۱۳۹۸).

بازده مازاد سهام: بر طبق مدل مارکوویتز اکثر اوراق بهادار ریسکدار می باشند، مسأله اصلی هر سرمایه گذار تعیین مجموعه اوراق بهاداری است که مطلوبیت آن حداکثر است. این مسأله معادل انتخاب پرتفوی بهینه یا سهام از مجموعه پرتفوی های ممکن می باشد که تحت عنوان مسأله انتخاب پرتفوی سهام نامیده می شود. مدل این مسأله در سال ۱۹۵۳ توسط مارکوویتز ارائه گردید. مقاله منتشره وی به عنوان منشأ تئوری نوین پرتفوی سهام شناخته می شود. رویکرد مارکوویتز برای انتخاب پرتفوی سهام با این فرض شروع می شد که شخص مقدار مشخصی پول برای سرمایه گذاری در اختیار دارد وی این مبلغ را برای مدت معینی که دوره نگهداری اوراق نامیده می شود سرمایه گذاری خواهد کرد. در انتهای دوره نگهداری، اوراق بهادار خریداری شده ابتدای دوره را می فروشد. پس مبلغ مورد نظر را مصرف یا سرمایه گذاری مجدد خواهد کرد؛ بنابراین رویکرد مارکوویتز یک رویکرد تک دوره ای است. در رویکرد سنتی سرمایه گذار باید بازده مورد انتظار اوراق را در زمان صفر تخمین بزند و سپس در اوراقی که بیشترین بازده مورد انتظار سرمایه گذاری کند. مارکوویتز می گوید این تصمیم غیرعقلانی است زیرا سرمایه گذار علاوه بر حداکثرسازی بازده مورد انتظار یا بازده مازاد سهام تا حد ممکن خواستار مطمئن بودن بازدهی نیز می باشد بنابراین سرمایه گذار باید در پی متعادل کردن این هدف متضاد (حداکثرسازی بازده مورد انتظار و کاهش عدم اطمینان سرمایه گذاری) باشد. بازده پرتفویی از دارائی ها، برابر متوسط موزون بازده تک تک دارائی ها است. وزن به کار گرفته شده برای هر بازده، نسبتی از سرمایه گذاری انجام شده در دارائی مذکور خواهد بود (شیب الحمدي و همکاران، ۱۳۹۳). ریسک و بازدهی همواره باید با هم برای تصمیم گیری مدنظر قرار گیرند. درواقع ریسک و بازدهی دو پایه اصلی تصمیم گیری برای سرمایه گذاری هستند و همواره بیشترین بازدهی با توجه به حداقل ریسک، معیاری مناسب برای سرمایه گذاری است (راعی و سعیدی، ۱۳۸۳). شناسایی سهام شرکت های کم ریسک تر و پربازده تر و کسب بازده مازاد، کمایش از اهداف اولیه هر سرمایه گذار منطقی در سهام شرکت ها است؛ بنابراین برای هر سرمایه گذار شرط پیروزی، توجه کافی به میزان ریسک و بازده متناسب با آن سرمایه گذاری است. سرمایه گذاران هنگام قبول سطح بالاتری از ریسک، بازدهی بیشتری به دست می آورند که به آن صرف ریسک گفته می شود. یکی از انواع ریسک ها، ریسک نقدشوندگی است که عبارت است از قابلیت تبدیل آنی دارایی یا سهام به وجه نقد، بدون کسر مبلغی با اهمیت از ارزش آن. ریسک نقد شوندگی سهام، خود از عواملی چون میزان شناور بودن سهام، وجود هزینه های معامله، قوانین محدود کننده به وجود می آید. به بیان دیگر، چنانچه سهام شناور آزاد کافی نباشد، ریسک نقد شوندگی سهام متوجه سهامداران میشود که سرمایه گذاران با توجه به آن، بازده بالاتری را انتظار خواهند داشت. درصد سهام شناور آزاد هر شرکت بر اساس اطلاعات موجود در ترکیب سهامداران، به صورت فصلی توسط شرکت بورس اوراق بهادار تهران محاسبه می شود (قربان نژاد اسطلکی، ۱۳۸۵).

مروری بر نتایج تجربی تحقیق در ایران و جهان

مریدی پور و همکاران (۱۴۰۱) تبیین نقش گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که در شرکت‌های کوچک هر چه گرایش‌های احساسی پایین و بالای سرمایه‌گذاران رو به افزایش باشد نقدشوندگی سهام کاهش پیدا می‌کند و هر چه این گرایش‌های احساسی پایین تر باشد نقدشوندگی سهام افزایش می‌یابد. شاخص ویژگی‌های احساسی سرمایه‌گذار بر نقد شوندگی سهام شرکت‌های بزرگ تاثیر منفی و معنی‌داری دارد ولی فرضیه مربوط به وجود رابطه معنی‌دار بین ویژگی‌های احساسی بالا و پایین سرمایه‌گذاران با نقدشوندگی سهام در شرکت‌های بزرگ تایید نشد. با توجه به سطح معنی داری متغیرهای تعدیل‌کننده مدل پژوهش، ویژگی‌های احساسی بالا و پایین در شرکت‌های کوچک رابطه معنی‌دار منفی با نقدشوندگی سهام دارند ولی وجود رابطه معنی‌دار برای شرکت‌های بزرگ تایید نگردید. هم‌چنین با توجه به آماره F که کمتر از ۵ و با ضریب تقریباً صفر، می‌توان معنی‌دار بودن کل مدل رگرسیونی را نتیجه گرفت و با توجه به مقدار آماره دورین واتسون که کمتر از ۲ می‌باشد، خود همبستگی شدید سریالی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد.

آقایی و امری اسرمی (۱۴۰۰) تاثیر بیش اعتمادی مدیریت بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با بازده مازاد را بررسی نمودند. نتایج نشان می‌دهد (۱) نگهداشت وجه نقد بر بازده مازاد سهام تاثیر مثبت و معنادار (۲) بیش اعتمادی مدیریت بر بازده مازاد سهام تاثیر منفی و معنادار دارد (۳) بیش اعتمادی مدیریت بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با بازده مازاد شرکت تاثیر منفی و معنادار دارد. با افزایش اطمینان مدیریت، درصد بازده مازاد کاهش می‌شود. مدیران بیش اعتماد، با نگهداشت وجه نقد در سطح بالاتر، موجب سرمایه‌گذاری بیش از حد شده و این موضوع منجر به کاهش بازده مازاد می‌شود.

باحقیقت و اسماعیل زاده مقری (۱۴۰۰) تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام را بررسی نمودند. نتایج این مدل نشان رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰/۴۴ می‌باشد. به این معنی است که متغیرهای مستقل مدل تحقیق می‌تواند ۴۴ درصد از واریانس‌های متغیر وابسته قیمت سهام را توضیح دهد.

افی کاگلار و همکاران (۲۰۲۱) در مطالعه‌ای به بررسی ارتباط علی بین احساسات سرمایه‌گذاران و بازده مازاد در بورس اوراق بهادار استانبول پرداختند. نتایج نشان داد شاخص‌های غیرمستقیم احساسات سرمایه‌گذاران مانند تخفیف صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با سرمایه محدود، جریان نقدی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، سهم اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه‌گذاری مشترک، نسبت گردش مالی باعث ایجاد نوساناتی در بازده مازاد سهام می‌شود.

آشیش سی متا و آبها مرادیا^{۱۷} (۲۰۲۱) در پژوهشی تحت عنوان مطالعه رفتار و احساس سرمایه‌گذاران حقیقی برای بازده مازاد سهام و طلا دریافتند که سرمایه‌گذاران عموماً پس از مدتی معامله در بازار سهام، احساس می‌کنند تجربه گذشته آن‌ها را قادر می‌سازد بازار سهام را بهتر پیش بینی کنند. آن‌ها دیدگاه بیش از حد خوش بینانه‌ای نسبت به

تحركات بازار سهام دارند. آنها زمانی که قیمت ها افزایش می یابد از سرمایه گذاری خود اطمینان بیش از حد معقول دارند که این نوع رفتار سرمایه گذاری نمی تواند در بلندمدت مفید باشد. هم چنین این پژوهشگران در راستای نتایج خود بیان می کنند که سرمایه گذاران چون نسبت به زیان بیزار هستند، ترجیح می دهند قبل از اینکه به منطقه زیان برسند سهامشان را بفروشند.

دیوید ابودی و همکاران^{۱۸} (۲۰۲۰) در پژوهشی از بازده های کوتاه مدت برای توضیح احساسات خاص سرمایه گذاران استفاده نمودند. آنها معتقدند که بازده های کوتاه مدت می تواند در شرایط احساسی پایدار باشد اگر سرمایه گذاری در آنچه که آنها شرکت های با ارزش می گویند رخ دهد. آنها معتقدند که پایداری بازده های کوتاه مدت می تواند برای اندازه گیری احساسات مورد استفاده قرار گیرد.

با توجه به مطالعه افی کاگلار و همکاران (۲۰۲۱)، فرضیات اصلی و ویژه به صورت ذیل تدوین شده است:

فرضیه اصلی: بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط علی معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی اول: بین تخفیف صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه محدود و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط علی معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی دوم: بین جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط علی معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی سوم: بین سهم اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه گذاری مشترک و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط علی معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی چهارم: بین سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه گذاری مشترک و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط علی معناداری وجود دارد.

فرضیه فرعی پنجم: بین نسبت گردش مالی و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط علی معناداری وجود دارد.

روش تحقیق

روش مورد استفاده از نوع پژوهش های نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه پژوهش های اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و الگوهای اقتصاد سنجی انجام شده است. فرضیه های پژوهش بر اساس داده های پانلی یا تابلویی مورد آزمون قرار گرفته است. براساس موضوع انتخابی، روش پژوهش توصیفی - تحلیلی و از نوع کاربردی می باشد. براساس هدف این موضوع، از روش تحقیق همبستگی استفاده شده است چرا که بدنبال بررسی ارتباط علی بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

جامعه آماری منتخب در این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و در بین سال های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۰ می باشد. بنابراین جهت تعیین حجم نمونه بایستی دارای شرایط ذیل باشند:

- ۱- اطلاعات مالی آن‌ها در بازه زمانی مورد بررسی در دسترس باشد و هیچ نواقصی نداشته باشد.
 - ۲- سال مالی آن‌ها در پایان اسفند ماه باشد و در بازه زمانی مورد بررسی تغییر سال مالی صورت نگرفته باشد.
 - ۳- شرکت‌ها در طول دوره تحقیق مورد پذیرش بورس قرار داشته باشند و از عضویت آن‌ها بیش از ۲ سال گذشته باشد.
 - ۴- در طول دوره تحقیق حقوق صاحبان سهام آن‌ها منفی نباشد.
 - ۵- شرکت‌ها زیان انباشته نداشته باشند.
 - ۶- وقفه مالیاتی بیش از چهارماه نداشته باشند.
 - ۷- شرکت نباید در گروه شرکت‌های واسطه‌گری‌های مالی از جمله شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه، بانک‌ها باشد، زیرا ماهیت و نوع فعالیت آن‌ها متفاوت از سایر شرکت‌های عضو بورس است.
- جدول ۱- تعیین نمونه آماری

۴۶۲	کلیه مشاهدات مربوط به نمونه آماری از سال ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰
(۷۵)	اطلاعات مالی شرکت‌ها در دسترس نبوده و یا ناقص بوده است.
(۵۸)	پایان سال مالی شرکت‌ها اسفندماه نباشد و یا تغییر سال مالی داشته باشند.
(۶۲)	شرکت‌ها زیان انباشته باشند و حقوق صاحبان سهام آن‌ها منفی باشد.
(۶۹)	شرکت‌ها در طول دوره تحقیق عضو بورس نباشند یا از زمان عضویت آن‌ها ۲ سال نگذشته باشد.
(۵۹)	شرکت‌ها دارای وقفه مالیاتی بیش از ۴ ماه باشند.
(۶۲)	جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بیمه و بانک‌ها باشند.
۷۷	نمونه انتخابی

مدل رگرسیونی اقتباس شده از مدل افی کاگلار و همکاران (۲۰۲۱) به صورت زیر است:

$$REPO_{it} + \beta_5 TURN_{it} + \varepsilon EQTY_{it} + \beta_4 ESR = \beta_0 + \beta_1 CEFD_{it} + \beta_2 FLOW_{it} + \beta_3$$

متغیرهای وابسته:

✓ بازده مازاد سهام (ESR) در سال t

متغیرهای مستقل:

✓ تخفیف صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با سرمایه محدود (CEFD) در سال t

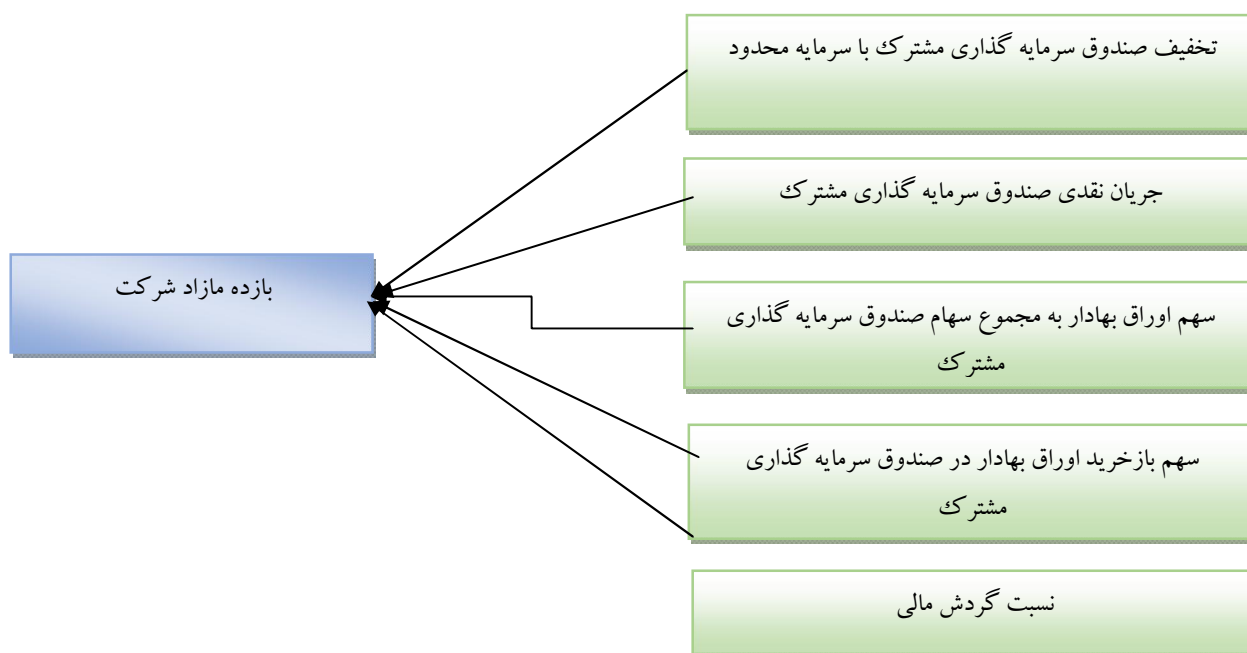
✓ جریان نقدی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک (FLOW) در سال t

✓ سهم اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه‌گذاری مشترک (EQTY) در سال t

✓ سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه‌گذاری مشترک (REPO) در سال t

✓ نسبت گردش مالی (TURN) در سال t

مدل مفهومی پژوهش



نمودار ۱- مدل مفهومی پژوهش (افی کاگلار و همکاران، ۲۰۲۱)

روش اندازه گیری متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته؛ بازده مازاد سهام (ESR): با توجه به مقاله لاتین افی کاگلار و همکارانش در سال ۲۰۲۱، بازده مازاد سهام از تفاوت نرخ ماهانه بازده سهام و نرخ ماهانه بازده بدون ریسک بدست می آید (افی کاگلار و همکاران، ۲۰۲۱؛ شهرزادی و همکاران، ۱۳۹۸).

$$\beta) - (P_{it-1} + C\alpha) / P_{it-1} + C\alpha +_{it} = D_{it} + P_{it} (1 + \alpha R$$

R_{it} نرخ بازده سهام در دوره t است. P_{it} قیمت سهام شرکت در پایان دوره، P_{it-1} قیمت سهام شرکت در ابتدای دوره؛ α درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات؛ β درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته؛ D_{it} سود نقدی هر سهم؛ C مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه گذار، بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات است (افی کاگلار و همکاران، ۲۰۲۱؛ شهرزادی و همکاران، ۱۳۹۸).

برای محاسبه R_f نیز از نرخ سپرده های یک ساله (استخراج شده از سایت بانک مرکزی) استفاده شده است که معمولاً به صورت ماهانه پرداخت می شود. از این رو، نرخ سود واقعی از نرخ سود اسمی بیشتر خواهد بود. نرخ سود واقعی سالانه برابر است با:

$$R_f = [(1 + (i/12))^{12} - 1]$$

از آنجا که بازده مازاد به صورت ماهانه محاسبه می شود، نرخ محاسبه شده در رابطه اول بر ۱۲ تقسیم شده است (افی کاگلار و همکاران، ۲۰۲۱؛ شهرزادی و همکاران، ۱۳۹۸).

متغیرهای مستقل؛ احساسات سرمایه گذار: برای سنجش متغیر احساسات سرمایه گذار براساس مقاله لاتین افی کاگلار و همکاران در سال ۲۰۲۱، از چند شاخص غیرمستقیم شامل تخفیف صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه محدود، جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک، سهم اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه گذاری مشترک، سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه گذاری مشترک و نسبت گردش مالی استفاده شده است.

تخفیف صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با سرمایه محدود (CEFD): با توجه به مدل لی و همکاران از طریق شاخص وزنی ارزش در ماه بدست می‌آید؛ به عبارتی از تفاوت شاخص وزنی ارزش در پایان دوره و ابتدای دوره بدست آمده است. شاخص وزنی نیز از تعداد وجوه موجود در پایان ماه به ارزش خالص دارایی هر سهم در پایان ماه و قیمت سهام محاسبه می‌شود.

جریان نقدی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک (FLOW): از نسبت تفاوت دارایی نقدی در پایان دوره و ابتدای دوره در یک بعلاوه بازده سهام به دارایی نقدی پایان دوره بدست آمده است. بازده سهام نیز از تقسیم قیمت سهام در ابتدای دوره به قیمت آن در پایان دوره منهای یک محاسبه شده است.

سهم اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه‌گذاری مشترک (EQTY): با توجه به مقاله افی کاکلار و همکاران از تقسیم سهام اوراق بهادار منتشر شده در ماه به کل سهام بدست آمده است.

سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه‌گذاری مشترک (REPO): با توجه به مقاله افی کاکلار و همکاران از تفاوت سهام بازخرید شده در ابتدای دوره و انتهای دوره بدست آمده است.

نسبت گردش مالی (TURN): از تقسیم فروش خالص به میانگین کل دارایی‌ها بدست آمده است. برای اندازه‌گیری نسبت گردش مالی، از نسبت نقدینگی که خود شامل نسبت جاری (تقسیم دارایی به بدهی)، نسبت آنی (دارایی جاری منهای موجودی مواد و کالا به بدهی)، نسبت بازده دارایی‌ها (سود خالص به میانگین مجموع دارایی‌ها) می‌باشد بدست آمده است.

یافته‌های پژوهش

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرها

معیارهای شکل توزیع		معیار پراکندگی	معیارهای تمرکز		نام متغیر
			میانگین	میانه	
چولگی	برجستگی	انحراف معیار	۰/۴۸	۰/۴۴	بازده مازاد سهام
۱/۶۰	۱/۱۱	۰/۴۵	۰/۳۹	۰/۳۸	تخفیف صندوق سرمایه‌گذاری مشترک با سرمایه محدود
۱/۰۸	۱/۴۸	۰/۴۶	۰/۵۸	۰/۵۶	جریان نقدی صندوق سرمایه‌گذاری مشترک
۱/۵۳	۱/۹۹	۰/۲۷	۰/۴۵	۰/۴۴	سهم اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه‌گذاری مشترک
۱/۰۹	۱/۱۸	۰/۳۹	۰/۳۸	۰/۳۶	سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه‌گذاری مشترک
۰/۹۶	۱/۵۴	۰/۲۸	۰/۶۶	۰/۶۴	نسبت گردش مالی

منبع: خروجی نرم افزار

طبق نتایج بدست آمده مشخص شد که اکثر داده ها نزدیک به میانگین هستند و پراکندگی اندکی دارند؛ که نشان دهنده توزیع نامتقارن داده ها می باشد. چولگی و برجستگی نیز برای همه متغیرها مثبت گزارش شده است که نشان دهنده توزیع نامتقارن داده ها به سمت مقادیر بالاتر یا مثبت می باشد یا دارای چولگی مثبت می باشد.

آزمون ریشه واحد فیلیپس و پرون

جدول ۳- نتیجه آزمون مانایی فیلیپس پرون

نتیجه	معنی داری	آماره	متغیر
مانا	۰/۰۰۰	-۴/۱۳	بازده مازاد سهام
مانا	۰/۰۰۰	-۶/۶۳	تخفیف صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه محدود
مانا	۰/۰۰۰	-۶/۰۲	جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک
مانا	۰/۰۰۰	-۶/۰۵	سهام اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه گذاری مشترک
مانا	۰/۰۰۰	-۴/۲۷	سهام بازخريد اوراق بهادار در صندوق سرمایه گذاری مشترک
مانا	۰/۰۰۰	-۳/۸۷	نسبت گردش مالی

منبع: خروجی نرم افزار

برای رد فرض صفر کافی ست سطح معنی داری از ۰/۰۵ کمتر باشد. همانگونه که در جدول بالا ملاحظه می گردد سطح معنی داری در تمام موارد کمتر از ۰/۰۵ می باشد؛ بنابراین مانا بودن کلیه متغیرها، مورد تایید است. با توجه به مانا بودن تمام متغیر مورد بررسی می توان تخمین مدل رگرسیونی را انجام داد.

آزمون همبستگی پیرسون

جدول ۳- همبستگی بین متغیرها با استفاده از ضریب همبستگی پیرسون

X5	X4	X3	X2	X1	
				۱/۰۰۰ ۰/۰۰۰	X1
			۱/۰۰۰ ۰/۰۰۰	۰/۰۵۷ ۰/۲۶	X2
		۱/۰۰۰ ۰/۰۰۰	۰/۰۴۷ ۰/۳۵	۰/۳۲۵ ۰/۰۰۰	X3
	۱/۰۰۰ ۰/۰۰۰	۰/۳۹۴ ۰/۰۰۰	۰/۴۰۰ ۰/۰۰۰	۰/۲۸۶ ۰/۰۰۰	X4
۱/۰۰۰ ۰/۰۰۰	۰/۹۴۳ ۰/۰۰۰	۰/۳۰۰ ۰/۰۰۰	۰/۴۵۴ ۰/۰۰۰	۰/۳۸۶ ۰/۰۰۰	X5

منبع: خروجی نرم افزار

برای رد فرضیه صفر و تایید معنی دار بودن همبستگی می بایست سطح معنی داری کمتر از ۰/۰۵ باشد. در جدول بالا میزان همبستگی در سطر اول و معنی داری همبستگی در سطر دوم نوشته شده است. در صورتی که معنی داری کمتر از ۰/۰۵

باشد همبستگی مورد نظر از نظر آماری معنی دار است. همانگونه که ملاحظه می شود در برخی موارد همبستگی ها معنی دار می باشند اما شدت همبستگی ها بین متغیرهای مستقل کمتر از مقداری است که احتمال وجود هم خطی در مدل وجود داشته باشد.

بررسی مدل با استفاده از آزمون های چاو و هاسمن

جدول ۴- نتیجه آزمون چاو و هاسمن

نام آزمون	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
آزمون چاو	۹/۹۸	(۷۶، ۴۶۱)	۰/۰۰۰	استفاده از مدل پانل
هاسمن	۰/۰۰۰	۵	۱/۰۰۰	نامشخص

منبع: خروجی نرم افزار

ملاحظه می شود سطح معناداری آزمون چاو کمتر از $\alpha=0/05$ محاسبه شده لذا با اطمینان ۹۵٪ امکان برآورد مدل با استفاده از روش پانل تأیید می شود. با توجه به اینکه فرض صفر آزمون چاو مبنی بر برابری عرض از مبدأها رد شد، در ادامه به منظور تشخیص وجود اثرات ثابت یا وجود اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده می شود.

برای رد فرضیه صفر و تأیید استفاده از اثرات ثابت می بایست سطح معنی داری کمتر از ۰/۰۵ باشد؛ اما اگر سطح معنی داری آزمون هاسمن $prob=1/000$ محاسبه شود آزمون هاسمن توانایی تشخیص بین اثرات ثابت و تصادفی را ندارد؛ بنابراین باید از معیار دیگری برای انتخاب بین اثرات ثابت و تصادفی استفاده کرد. همانطور که ملاحظه می شود سطح معناداری آزمون هاسمن $prob=1/000$ محاسبه شده لذا آزمون هاسمن توانایی تشخیص بین اثرات ثابت و تصادفی را ندارد. در جدول ذیل توانایی اثرات تصادفی در تبیین مدل خلاصه شده است:

جدول ۵- توانایی اثرات تصادفی در تبیین مدل پانل دیتا

مقدار توانایی اثرات تصادفی	مقدار ناتوانی اثرات تصادفی	نتیجه
۰/۱۱	۰/۸۹	استفاده از اثرات ثابت

منبع: خروجی نرم افزار

با توجه به اینکه مطابق جدول بالا اثرات تصادفی کمی بیش از ۱۰ درصد از تغییرات را قادر به توضیح دادن است، بنابراین در تخمین از اثرات ثابت استفاده می شود.

آزمون فرضیه ها

همانطور که در این جدول مشاهده می شود، نتایج بدست آمده از تخمین الگوی رگرسیونی مربوط به فرضیه اصلی نشان از تأیید ارتباط علی بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت ها دارد.

جدول ۶- نتایج برازش مدل رگرسیونی

متغیر پاسخ = بازده مازاد سهام شرکت			
متغیرهای مستقل	ضرایب رگرسیونی	آماره آزمون t	سطح معناداری
ثابت معادله (α)	-۰/۰۶	-۰/۹۳	۰/۳۵
تخفیف صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه محدود	۰/۱۰۱	۳۵/۵۶۵	۰/۰۰۰
جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک	۰/۱۰۴	۶۴/۸۵۹	۰/۰۰۰
سهام اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه گذاری مشترک	۰/۲۵۱	۱۵/۸۴۹	۰/۰۰۰
سهام بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه گذاری مشترک	۰/۲۲۶	۷۳/۹۹۳	۰/۰۰۰
نسبت گردش مالی	۰/۲۳۶	۱۸/۴۴۱	۰/۰۰۰
آماره آزمون $F = ۱۵۶۷/۷$ سطح معناداری $= ۰/۰۰۰$			
آماره دوربین واتسون: $۲/۰۸$ ضریب تعیین $= ۰/۸۸$			

منبع: خروجی نرم افزار

چنانچه ملاحظه می شود ارتباط علی بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت؛ طبق تحلیل فوق با توجه به سطح معناداری که صفر شده است و آماره دوربین واتسون $۲/۰۸$ که این عدد بین $۱/۵$ و $۲/۵$ می باشد، مشخص گردید که رابطه ای معنادار بین متغیرهای فوق برقرار است و این فرضیه مورد تأیید قرار می گیرد؛ این اثرپذیری با ضریب تعیین ۸۸ درصد صورت گرفته است و نشان دهنده این است که متغیر مستقل به میزان ۸۸ درصد در متغیر وابسته تأثیر گذار است.

جدول ۷. نتایج آزمون جاک برا

پسماند مدل	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
رگرسیونی	۱۱/۲۱	۰/۰۰۰	نرمال نبودن توزیع پسماند مدل

منبع: خروجی نرم افزار

همانطور که ملاحظه می شود سطح معناداری آزمون جاک برا کمتر از $\alpha = ۰/۰۵$ محاسبه شده لذا با اطمینان ۹۵% توزیع پسماندها نرمال نمی باشد.

بررسی فرضیه ها در یک نگاه

تأییدیه نهایی و یا رد فرضیات در جدول ذیل خلاصه شده است:

جدول ۸. نتایج بررسی فرضیه ها

ردیف	فرضیه	نتیجه
فرضیه اصلی	بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط علی معناداری وجود دارد.	تایید
فرضیه فرعی اول	بین تخفیف صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه محدود و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط علی معناداری وجود دارد.	تایید
فرضیه فرعی دوم	بین جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط علی معناداری وجود دارد.	تایید
فرضیه فرعی سوم	بین سهم اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه گذاری مشترک و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط علی معناداری وجود دارد.	تایید
فرضیه فرعی چهارم	بین سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه گذاری مشترک و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط علی معناداری وجود دارد.	تایید
فرضیه فرعی پنجم	بین نسبت گردش مالی و بازده مازاد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط علی معناداری وجود دارد.	تایید

بحث و نتیجه گیری

با توجه به نتایج بدست آمده از تحلیل فرضیه ها، می توان گفت که رابطه علی بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد در بورس اوراق بهادار تهران مورد تأیید قرار گرفت. بر اساس تجزیه و تحلیل آماری مشخص شد که احساسات سرمایه گذار می تواند اثری مثبت بر بازده مازاد سهام ایجاد نماید. به عبارتی دیگر، با وجود شاخص های احساسات سرمایه گذار (تخفیف صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه محدود، جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک، سهم اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه گذاری مشترک، سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه گذاری مشترک، نسبت گردش مالی) می توان حجم معاملات و خرید و فروش سهام شرکت را بالا برد و در نهایت منجر به ایجاد بازده اضافی گردید. مدیران شرکت ها می توانند با توجه به شاخص های احساسات سرمایه گذاران، میزان خرید و فروش سهام یا حجم معاملات مربوط به آن را تقویت نمود و بدینوسیله از فروش سهام، بازده مازاد کسب نمود و در نهایت منجر به رشد اعتبار و ارزش شرکت گردد.

نتایج فرضیه اصلی پژوهش حاکی از آن است که ارتباط علی بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد در بورس اوراق بهادار تهران تأیید شد؛ بنابراین احساسات سرمایه گذار می تواند رابطه علی معناداری با بازده مازاد سهام ایجاد؛ به طوری که ارتباط آن ها مثبت و مستقیم می باشد. با این وجود، با افزایش هر یک از شاخص های احساسات سرمایه گذار نظیر تخفیف صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه محدود، جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک، سهم اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه گذاری مشترک، سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه گذاری

مشترک، نسبت گردش مالی، میزان بازده سهام نیز افزایش می یابد؛ به عبارتی شاخص های احساسات سرمایه گذار، باعث می شود میزان حجم معاملات سهام رشد پیدا نماید و با فروش سهام بازده مازاد به وجود آید. این نتایج با پژوهش افی کاگلار و همکاران (۲۰۲۱)، آشیش سی متا و آبهام مرادیا (۲۰۲۱)، مریدی پور و همکاران (۱۴۰۱)، هم راستا و سازگار می باشد.

نتایج فرضیه فرعی اول پژوهش حاکی از آن است که بین تخفیف صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه محدود و بازده مازاد سهام رابطه علی معناداری وجود دارد؛ پس فرضیه ویژه اول مورد تأیید قرار می گیرد؛ بنابراین تخفیف صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه محدود می تواند بازده مازاد سهام را تحت تأثیر قرار دهد؛ به طوری که در شرکت های بزرگ هرچه تخفیف صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه محدود بیشتر باشد، حجم معاملات سهام بیشتر می شود و در نتیجه منجر به افزایش بازده مازاد سهام شرکت می گردد؛ پس می توان گفت اثرپذیری مثبت و مستقیمی میان تخفیف صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه محدود و بازده مازاد سهام شرکت وجود دارد که با افزایش متغیر مستقل، متغیر وابسته نیز رشد پیدا میکند و تحت تأثیر متغیر مستقل قرار می گیرد. این نتایج با پژوهش افی کاگلار و همکاران (۲۰۲۱)، راجرز (۲۰۲۱)، آقایی و امری اسرمی (۱۴۰۰)، هم راستا و سازگار می باشد.

نتایج فرضیه فرعی دوم پژوهش حاکی از آن است که بین جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک و بازده مازاد در بورس اوراق بهادار تهران رابطه علی معناداری وجود دارد؛ پس فرضیه ویژه دوم نیز مورد تأیید قرار می گیرد؛ بنابراین می توان گفت جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک می تواند بازده مازاد سهام شرکت را تحت تأثیر قرار دهد؛ به طوری که رابطه میان این دو متغیر مثبت و مستقیم می باشد. با این وجود، با افزایش جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک، میزان حجم معاملات سهام نیز افزایش پیدا می کند و منجر به رشد بازده مازاد سهام می گردد؛ پس هرچه میزان جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک بیشتر باشد، بازده مازاد سهام نیز بیشتر رشد پیدا می کند. این نتایج با پژوهش افی کاگلار و همکاران (۲۰۲۱)، بیکر و همکاران (۲۰۲۰)، تهرانی و همکاران (۱۴۰۰)، هم راستا و سازگار می باشد.

نتایج فرضیه فرعی سوم پژوهش حاکی از آن است که بین سهم اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه گذاری مشترک و بازده مازاد در بورس اوراق بهادار تهران رابطه علی معناداری وجود دارد؛ پس فرضیه ویژه سوم نیز مورد تأیید قرار می گیرد؛ بنابراین مجموع سهام صندوق سرمایه گذاری مشترک نیز می تواند بازده مازاد سهام شرکت را تحت تأثیر قرار دهد؛ به طوری که رابطه میان این دو متغیر نیز مثبت و مستقیم می باشد. به عبارتی دیگر، زمانی که در شرکت مجموع سهام صندوق سرمایه گذاری مشخص و به کار گرفته شود، میتوان میزان معاملات سهام را بیشتر نمود و در نهایت منجر به رشد بازده مازاد می گردد. به عبارتی دیگر، با توجه به مجموع سهام صندوق سرمایه گذاری میتوان در خرید و فروش سهام از آن استفاده نمود که این کار می تواند بازده مازاد را به همراه داشته باشد. این نتایج با پژوهش افی کاگلار و همکاران (۲۰۲۱)، دیوید ابودی و همکاران (۲۰۲۰)، باحقیقت و اسماعیل زاده مقری (۱۴۰۰)، هم راستا و سازگار می باشد.

نتایج فرضیه فرعی چهارم پژوهش حاکی از آن است که بین سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه گذاری مشترک و بازده مازاد در بورس اوراق بهادار تهران رابطه علی معناداری وجود دارد؛ پس فرضیه ویژه چهارم نیز مورد تأیید قرار می گیرد؛ بنابراین سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه گذاری مشترک نیز می تواند بازده مازاد سهام

شرکت را تحت تأثیر قرار دهد؛ به طوری که رابطه میان این دو متغیر نیز مثبت و مستقیم می‌باشد. به عبارتی دیگر، زمانی که در شرکت سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه گذاری مشترک مشخص و به کار گرفته شود، میتوان میزان معاملات سهام را بیشتر نمود و در نهایت منجر به رشد بازده مازاد می گردد. به عبارتی دیگر، با توجه به سهم بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه گذاری مشترک میتوان در خرید و فروش سهام از آن استفاده نمود که این کار می تواند بازده مازاد سهام را به همراه داشته باشد و منجر به رشد آن شود. این نتایج با پژوهش افی کاگلار و همکاران (۲۰۲۱)، لوپز-کابارکوس (۲۰۲۰)، سیدیان و همکاران (۱۳۹۹)، هم‌راستا و سازگار می‌باشد.

نتایج فرضیه فرعی پنجم پژوهش حاکی از آن است که بین نسبت گردش مالی و بازده مازاد در بورس اوراق بهادار تهران رابطه علی معناداری وجود دارد؛ پس فرضیه ویژه پنجم نیز مورد تأیید قرار می‌گیرد؛ بنابراین نسبت گردش مالی نیز می‌تواند بازده مازاد سهام شرکت را تحت تأثیر قرار دهد؛ به طوری که رابطه میان این دو متغیر نیز مثبت و مستقیم می‌باشد. به عبارتی دیگر، زمانی که در شرکت نسبت گردش مالی مثبت باشد و یا رو به افزایش باشد، میتوان میزان معاملات سهام را بیشتر نمود و در نهایت منجر به رشد بازده مازاد می گردد. به عبارتی دیگر، با توجه به نسبت گردش مالی میتوان خرید و فروش سهام را تقویت نمود که این کار می تواند بازده مازاد سهام را به همراه داشته باشد و منجر به رشد آن گردد. این نتایج با پژوهش افی کاگلار و همکاران (۲۰۲۱)، ژو و نیو (۲۰۱۹)، تقوی و همکاران (۱۳۹۹)، هم‌راستا و سازگار می‌باشد.

پیشنهادهای کاربردی و برای محققان آتی

با توجه به نتایج فرضیه اصلی، می‌توان پیشنهاد نمود به سازمان بورس اوراق بهادار و مدیران شرکت‌ها تا جهت ایجاد و تقویت بازده مازاد شرکت، از استراتژی‌ها و الگوهایی استفاده نمایند تا با رعایت آن بتوان در اجرا و بکارگیری شاخص های احساسات سرمایه گذاران موفق ظاهر شوند و فرایند تصمیم‌گیری‌های سازمانی را نیز بهبود بخشند. همچنین وجود شاخص های احساسات سرمایه گذاران باعث می‌شود که مدیریت دقت بیشتری در فعالیت‌ها و عملکرد مالی شرکت یا خرید و فروش سهام داشته باشد و با تصمیمات به موقع مانع از ورشکستگی و انحلال شرکت شود و برعکس آن حجم معاملات سهام شرکت را بالا ببرد؛ در نتیجه با ایجاد بازده مازاد، سرمایه‌گذاران بیشتری را به سمت خود جلب نماید.

با توجه به نتایج فرضیه فرعی اول، می‌توان پیشنهاد نمود به مدیران شرکت‌ها تا جهت تقویت و ایجاد بازده مازاد سهام به تخفیف صندوق سرمایه گذاری مشترک با سرمایه محدود توجه نمایند و با بهره گرفتن از آن بتوانند میزان حجم معاملات سهام شوند و در نتیجه بازده اضافی از سهام ایجاد می گردد؛ همچنین می توان در این راستا نیز میزان سرمایه گذاری خود را در صندوق های سرمایه گذاری تقویت نمایند، آن همه طوری که از بازده سهام ایجاد شده به عنوان ذخایر استفاده نمایند و در سال های آتی بتوانند از آن بهره ببرند و در خرید و فروش سهام به کار گیرند؛ این فرآیند خود منجر به ایجاد بازده مازاد می گردد و سود بیشتری را عاید سهامداران می سازد.

با توجه به نتایج فرضیه فرعی دوم، می‌توان پیشنهاد نمود به مدیران شرکت‌ها تا جهت ایجاد و تقویت بازده مازاد سهام به جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک توجه نمایند، چراکه جریان نقدی و رشد آن در صندوق سرمایه گذاری می‌تواند باعث شود حجم معاملات سهام نیز بیشتر گردد و با فروش بیشتر سهام و خرید و فروش مربوط به آن میزان بازده اضافی ناشی از فروش سهام کسب گردد؛ در این راستا نیز می‌بایست آموزش‌های لازم را در اختیار سهامداران قرار دهند؛ بنابراین برای ایجاد بازده مازاد سهام می‌بایست از طریق جریان نقدی صندوق سرمایه گذاری مشترک و کمک

گرفتن از آن، بتوان معاملات سهام را در زمان مشخص انجام داد تا با فعالیت به موقع، مانع از کاهش فروش سهام و کسب سود گردید.

با توجه به نتایج فرضیه فرعی سوم، می توان پیشنهاد نمود به مدیران شرکت ها جهت ایجاد و تقویت بازده سهام به سهام اوراق بهادار به مجموع سهام صندوق سرمایه گذاری مشترک توجه نمایند؛ چراکه با توجه به نتایج هرچه این سهام افزایش پیدا نماید می تواند در حجم معاملات و خرید و فروش سهام موفق تر ظاهر شود و در نتیجه منجر به بازده مازاد گردد؛ برای این منظور نیز باید خط مشی هایی طراحی گردد و در اختیار سهامداران و فروشندگان سهام قرار گیرد تا با اقدامات به موقع، بتوانند فروش سهام را افزایش دهند و باعث ایجاد بازده مازاد گردند؛ همچنین می توانند عملکرد ماهانه خود را به صورت چارت تنظیم نمایند تا میزان فعالیت های خود را کنترل نمایند.

با توجه به نتایج فرضیه فرعی چهارم، می توان پیشنهاد نمود به مدیران شرکت ها جهت ایجاد و تقویت بازده سهام به سهام بازخرید اوراق بهادار در صندوق سرمایه گذاری مشترک توجه نمایند؛ چراکه با توجه به نتایج بدست آمده رابطه مثبت بین این دو متغیر وجود دارد؛ پس برای این منظور نیز سهامداران باید حواسشان به مبلغ خرید و فروش سهام باشد و برای بازخرید سهام می بایست در زمان حداقل ترین قیمت به خریداری آن پردازد و در زمان مناسب به فروش رساند. از این رو می توان جهت بهبود این فرایند قیمت ها را به صورت آنلاین مورد بررسی قرار دهند و آنها را در یک جدول مرتب نمایند و برای حداقل ترین قیمت با رنگ بندی مشخص گردد که کمتر دچار اشتباه شوند؛ همچنین خط مشی های طراحی شده توسط اقتصاددانان و کارشناسان در این زمینه نیز می تواند به سهامداران کمک نماید.

با توجه به نتایج فرضیه فرعی پنجم، می توان پیشنهاد نمود به مدیران شرکت ها جهت ایجاد و تقویت بازده سهام به نسبت گردش مالی توجه نمایند؛ چراکه با توجه به نتایج بدست آمده رابطه مثبت بین این دو متغیر وجود دارد؛ در این زمینه نیز باید به گردش مالی توجه نمود تا بتوان با وجود میزان نقدینگی و بهبود وضعیت مالی بتوان در زمان معین به خرید و فروش سهام پرداخت. به عبارتی سهام را با حداقل ترین قیمت خریداری و با حداکثرترین قیمت به فروش برسانند که برای این منظور نیز می بایست الگوها و آموزش های اعلام شده توسط کارشناسان و اقتصاددانان را مدنظر قرار داد و بر مبنای دستورات تنظیم شده به فعالیت و خرید و فروش سهام بپردازند تا بتوانند بازده اضافی ایجاد نمایند.

با توجه به نتایج پژوهش می توان برای پژوهشگران آتی پیشنهاد نمود:

- ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت ها با توجه به مدیریت ریسک و مدیریت سود شرکت ها مورد سنجش قرار دهند.
- ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت ها را با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی بررسی نمایند.
- ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت ها با توجه به توانایی مالی مدیران و رقابت بین آنها بررسی نمایند.
- ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت ها با توجه به تصمیمات سرمایه گذاری و کیفیت گزارشگری مالی بررسی نمایند.
- ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت ها را با توجه به افشای مسئولیت پذیری اجتماعی مورد بررسی قرار دهند.

- ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت‌ها را با توجه به تمرکز مالکیت و ساختار آن، توسعه مالی مورد بررسی قرار دهند.
- ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت‌ها با توجه به فرصت‌های رشد و ساختار سرمایه مورد آزمون قرار دهند.
- ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده مازاد شرکت‌ها با توجه به سازوکارهای نظام راهبری شرکت مورد آزمون قرار دهند.

یادداشت‌ها:

1. Kiyilar, M., & Akkaya, M 2. Verma, R and etal
3. Closed-end fund discount 4. Mutual fund flows
5. Share of equity issues in aggregate issues 6. Repo shares in mutual funds
7. Turnover ratio 8. Efe Caglar and etal
9. Uygur, U 10. Valentinyi-Endresz, M
11. Andreou, E., & Ghysels, E 12. Huang, D and etal
13. Lemmon, M., & Portniaguina, E 14. Canbas,, S., & Kandır, S. Y
15. Li and etal 16. Ling, D and etal
17. Ashis c and etal 18. David Aboody and etal

منابع و مأخذ

- آقای، محمدعلی، امری اسرمی، محمد (۱۴۰۰). تأثیر بیش اعتمادی مدیریت بر رابطه بین نگهداشت وجه نقد با بازده مازاد، فصلنامه علمی مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۸(۷۲)، ۵۷-۷۷.
- باحقیقت، الهام، اسماعیل زاده مقری، علی (۱۴۰۰). تأثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۳(۵۱)، ۲۱-۴۰.
- راعی، رضا؛ و سعیدی، علی (۱۳۸۳). مبانی مهندسی مالی و مدیریت ریسک، تهران، انتشارات سمت.
- سیدیان، منیر سادات، زنجیردار، مجید، رفیعی، نوید (۱۳۹۸). تأثیر تمایلات و احساسات سرمایه گذار و محدودیت آربیتراژ بر بازده پرتفوی در سطوح مختلف وجه نقد مازاد، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، ۳(۱۳)، ۲۶۳-۲۸۲.
- شهرزادی، مهشید، فروغی، داریوش، امیری، هادی (۱۳۹۸). اثر ریسک دنباله چپ بر بازده مازاد مورد انتظار و پیامد آن بر استمرار بازده دنباله چپ، تحقیقات مالی، ۲۱(۴)، ۵۹۳-۶۱۱.
- شیبیت الحمدی، سیداحمد؛ محمد همتی و مهدی اسفندیار (۱۳۹۳). کاربرد الگوریتم ژنتیک چندهدفه در انتخاب پرتفوی بهینه در بورس اوراق بهادار، فصلنامه مدیریت، ۳۴؛ ۲۱-۳۴.
- قربان نژاد اسطلکی، کریم (۱۳۸۵). بررسی رابطه ی سهام شناور شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با نرخ بازده آنها. (پایاننامه کارشناسی ارشد). کرمان: دانشگاه شهید باهنر.
- مریدی پور، حمید، همت فر، محمود، جنانی، محمدحسن (۱۴۰۱). تبیین نقش گرایش احساسی سرمایه گذاران بر نقدشوندگی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری، ۱۱(۳)، ۴۳۵-۴۵۳.

Andreou, E., & Ghysels, E. (2009). Structural breaks in financial time series. Handbook of financial time series. Berlin: Springer.

- Ashis c. mehta, Abha moradia. (2021). " A Study Of Individual Investor Behavior For Stocks And Gold". *International Journal of Research in Commerce, Economics & Management*. 11(2). 8-16.
- Canbas,, S., & Kandır, S. Y. (2009). Investor sentiment and stock returns: Evidence from Turkey. *Emerging Markets Finance and Trade*, 45(4), 36e52.
- David Aboody, Omri Even-Tov, Reuven Lehavy (2020) "Overnight Returns and Firm-Specific Investor Sentiment". *Journal of Financial and Quantitative Analysis (JFQA)*, *Forthcoming*.
- Efe Caglar. C, Zeliha C. E., Durukan. M. B. (2021). The causal linkages between investor sentiment and excess returns on Borsa Istanbul. *Borsa _Istanbul Review* 20-3 (2020) 214e223.
- Huang, D., Jiang, F., Tu, J., & Zhou, G. (2015). Investor sentiment aligned: A powerful predictor of stock returns. *Review of Financial Studies*, 28, 791e837.
- Kıyılar, M., & Akkaya, M. (2016). Davranışsal finans. Istanbul: *Literatu'r yayınları*.
- Lemmon, M., & Portniaguina, E. (2006). Consumer confidence and asset prices: Some empirical evidence. *Review of Financial Studies*, 19(4), 1499e1529.
- Li, Xiafei, Luo, Di, (2016). Investor Sentiment, Limited Arbitrage and the Cash Holding Effects (July 31, 2015). *28th Australasian Finance and Banking Conference*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2638291>
- Ling, D., Naranjo,A. Scheik B., (2010). Investor Sentiment and Asset Pricing in Public and Private Markets. Available at www.ssrn.com.
- Uygur, U. (2015). The effects of investor sentiment on conditional volatility of asset returns: Evidence from international stock markets. (Unpublished PhD dissertation). Istanbul: *Istanbul Technical University Graduate School of Science Engineering and Technology*.
- Valentinyi-Endresz, M. (2004). Structural breaks and financial risk management. *MNB working papers*. <https://ideas.repec.org/p/mnb/wpaper/2004-11.html>. (Accessed 5 July 2018).
- Verma, R., Baklaci, H., & Soydemir, G. (2008). The impact of rational and irrational sentiments of individual and institutional investors on DJIA and S&P500 index returns. *Applied Financial Economics*, 18(16), 1303e1317.

An Investigating the causal relationship between investor sentiments and excess returns of companies listed on the Tehran Stock Exchange

Sepehr Haghi ^{*1}
Abbas Allahyari ²

Date of Receipt: 2022/08/26 Date of Issue: 2022/11/16

Abstract

According to the study of Efi Kaglar and his colleagues in 2021, companies are trying to strengthen the return of shares or make them surplus according to investor sentiments; Therefore, Efi Kaglar and his colleagues have addressed the issue of whether it is possible to influence stock returns by creating relationships between investor sentiments and lead to its increase or not, or under what conditions investor sentiments can be used to change returns. Shares of companies and its increase used; therefore, this study has tried to determine the appropriate answer for the above title. In order to analyze the hypotheses of the research, the statistical population was selected from the years 2016 to 2021 and for 6 years, and they included listed companies, and the statistical sample was selected using the elimination method, with the number of 77 companies. The research method used is a descriptive-analytical method, and historical research data was collected and classified by referring to financial statements and reports of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The panel data method was used to analyze the statistical data; And in the analysis section, descriptive and inferential statistics and various related tests were performed and data analysis was done using Eviews version 9 software. According to the analysis of the regression model, the research findings show that there is a positive and significant causal relationship between investor sentiments and excess returns in the Tehran Stock Exchange; Therefore, the managers of the companies should pay attention to the indicators of investor sentiments, such as the discount of the mutual investment fund with limited capital, the cash flow of the mutual investment fund, the share of securities to the total shares of the mutual investment fund, the share of the redemption of securities in the mutual investment fund, the ratio Pay attention to the financial turnover so that they can create the profit of the stock.

Keywords

Investor sentiment, excess return, cash flow, investor fund, share of securities, turnover ratio

1. Corresponding author: Sepehr Haghi, Senior Expert in Financial Management, Islamic Azad University, Lamard, Iran (sepehr.haghi@yahoo.com)

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Islamic Azad University, Lamerd Branch, Iran (allahyari.abbas@gmail.com)