



تبیین اثرات احساسات، اعتماد و تنوع‌گرایی سرمایه‌گذاران بر عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها

حسین محمودزاده^۱

زادالله فتحی^۲

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۰/۰۴/۱۸ تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۰/۰۵/۳۱

چکیده

هدف این پژوهش تحلیل اثرات گرایش‌های احساسی و اعتماد سرمایه‌گذاران و تنوع‌گرایی بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک و تعداد ۱۲۸ شرکت طی دوره زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ بررسی شد. روش اقتصادسنجی در این پژوهش روش سیستم معادلات هم‌زمان (3SLS) است. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که اثر اعتماد سرمایه‌گذاران بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مثبت و معنادار است و نشان می‌دهد افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران منجر به افزایش ورود نقدینگی با بازار و افزایش قیمت و سود و در نتیجه افزایش سرمایه‌گذاری خواهد شد. همچنین نتایج تحقیق نشان می‌دهد که گرایش‌های احساسی بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران منفی و معنادار است و نشان می‌دهد که در بلندمدت گرایش‌های احساسی منجر به حرکت‌های رمه‌ای و خروج ناگهانی نقدینگی از بورس و کاهش سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها می‌شود.

کلمات کلیدی

گرایش‌های احساسی، اعتماد، تنوع‌گرایی، سرمایه‌گذاری.

۱- گروه حسابداری، واحد سیرجان، دانشگاه آزاد اسلامی، سیرجان، ایران. hsnmahmoudzade@gmail.com
۲- گروه مدیریت صنعتی، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) zadollahfathi@gmail.com

مکتب یا دیدگاه مالی رفتاری^۱ که از تلفیق روانشناسی^۲ و مالی به وجود آمده است ادعا می‌کند که روانشناسی در تصمیم‌گیری‌های مالی نقش ایفا می‌نماید. خطاهای شناختی و انحرافات از طریق اثرگذاری بر نظریات سرمایه‌گذاری، بر گزینه‌های مالی تأثیر می‌گذارد. ارتباط بین علوم مالی و سایر رشته‌های علوم اجتماعی^۳ که به‌عنوان روانشناسی مالی^۴ معروف شده است، باعث شده که محققان بررسی‌های زیادی در خصوص رفتارهای سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی و عکس‌العمل^۵ آن‌ها در شرایط مختلف به عمل آورند. امروزه ایده رفتار کاملاً عقلایی سرمایه‌گذاران که همواره به دنبال حداکثرسازی مطلوبیتشان^۶ هستند جهت توجیه رفتار و واکنش بازار، کافی نیست. حتی شواهدی وجود دارد که بر اساس آن‌ها بسیاری از الگوهای مالی رفتاری که ریشه در اعماق ذات^۷ افراد دارند، به سختی می‌توان با آموزش بر آن غلبه^۸ کرد. نتایج برخی تحقیقات حاکی از آن است که درآمد سرمایه‌گذاری با اتفاقات قبلی مرتبط نیست و گاهی با اخبار متفاوت فراواکنش^۹ یا فروواکنشی^{۱۰} در قیمت‌ها و تصمیمات حادث می‌شود. همچنین در تحقیقاتی به اثبات رسیده است درآمد تجمعی^{۱۱} با درآمد فعلی همبستگی معکوس دارد. این‌ها همه حاکی از وجود نوعی رفتار خاص در تصمیمات است. بیشتر نظریه‌های مالی بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران به‌طور منطقی به افزایش سرمایه خود می‌اندیشند و به نشانه‌های مالی توجه می‌کنند. سرمایه‌گذاران هنگام انتخاب سرمایه‌گذاری، ابتدا ریسک و بازده آن را با سرمایه‌گذاری‌های بالقوه دیگری که می‌توانند انجام دهند، مقایسه می‌کنند. ضمن اینکه سطح ریسکی که سرمایه‌گذاران حاضر به تحمل آن هستند به خصوصیات روانی آن‌ها بستگی دارد (محافظه کار و ریسک‌پذیر). به‌هرحال، هر سرمایه‌گذار منطقی در صورت تشابه ریسک دو سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری با بازده کمتر را انتخاب نخواهد کرد. اغلب یافته‌های اخیر روان‌شناسی مالی نشان می‌دهد اعتماد سرمایه‌گذاران ممکن است تحت تأثیر عوامل رفتاری داخلی، از قبیل خودشناسی و عوامل رفتاری خارجی مانند چگونگی انتخاب سرمایه‌گذار قرار گیرد. گرایش‌های احساسی را می‌توان "تمایلات سرمایه‌گذاران به سفته‌بازی" تعریف نمود. از این منظر گرایش‌های احساسی منجر به ایجاد تقاضای نسبی برای سرمایه‌گذاری‌های سفته‌بازانه گردیده و این امر اثرات مقطعی در قیمت سهام را در پی خواهد داشت (باکر و ورگلر^{۱۲}، ۲۰۰۶). تعریف دیگری که می‌توان برای گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بیان نمود عبارت است از "حاشیه میزان خوش‌بینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهام" (کیم و ها^{۱۳}، ۲۰۱۰).

فرض می‌شود که در طول دوره‌هایی از بازار که تمایلات گسترده‌تر از سرمایه‌گذار وجود دارد، مدیران شرکت‌ها به شیوه‌ای عمل می‌کنند که درخواست‌های خود را در راستای تمایلات و احساسات

تبیین اثرات احساسات، اعتماد و تنوع‌گرایی سرمایه‌گذاران بر.../ محمودزاده و فتحی

سرمایه‌گذاران به حداکثر برسانند. از این رو، در طول دوره‌های بالاتر از احساسات و تمایلات سرمایه‌گذاران، مدیران سود را از طریق اقلام تعهدی غیرطبیعی مطابق با افزایش انتظارات خوش‌بینانه سرمایه‌گذاران از عملکرد آتی شرکت برآورده می‌سازند. در طول دوره‌هایی که تمایلات و احساسات سرمایه‌گذاران در سطوح پایینی قرار دارد، مدیران ممکن است گزارش‌های محافظه‌کارانه‌تری را (از طریق ارزش‌گذاری بیش‌ازحد اقلام تعهدی و یا با در نظر گرفتن اقلام تعهدی کاهش‌دهنده سود) برای کاهش هزینه‌های ناشی از افشا توسط سرمایه‌گذاران بدبین ارائه دهند. این استدلال نشان می‌دهد که یک ارتباط مثبت بین تمایلات سرمایه‌گذاران در بازار و استفاده مدیران از اقلام تعهدی غیرطبیعی وجود دارد. همچنین در این مطالعه انتظار می‌رود که در دوره‌ای که تمایلات و احساسات سرمایه‌گذاران بالا است، شرکت‌ها سود خود را به سمت بالا مدیریت کنند که هدف آن‌ها جلوگیری از سودهای منفی غیرمنتظره می‌باشد؛ از این رو، انگیزه برای گزارش اقلام تعهدی غیرطبیعی مثبت به منظور رسیدن به مقادیر سود پیش‌بینی شده توسط مدیران افزایش می‌یابد (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲).

زمانی که گرایش احساسی بالا باشد، سرمایه‌گذاران نسبت به چشم‌انداز آینده شرکت‌هایی که دچار بحران مالی هستند خوش‌بین به نظر می‌رسد. در مقابل زمانی که گرایش احساسی پایین باشد سرمایه‌گذاران بسیار بدبین به نظر می‌رسند. با توجه به عدم تقارن استراتژی‌های بر مبنای اقلام تعهدی و جریان نقدی آزاد نسبت به شرکت‌هایی که از نظر مالی دچار بحران هستند، جرارد و همکاران^{۱۴} (۲۰۱۴) دریافتند که استراتژی‌های بر مبنای اقلام تعهدی (جریان نقدی آزاد) به‌طور قابل‌توجهی در دوره‌ای که گرایش احساسی بالاست قوی (ضعیف) عمل می‌کنند و در دوره‌ای که گرایش احساسی پایین است ضعیف (قوی) عمل می‌کنند. بنابراین انتظار می‌رود اقلام تعهدی که نمای مثبتی در شرکت‌هایی که دچار بحران مالی هستند دارند به ارزیابی کیفیت سود می‌پردازند و از سرمایه‌گذاران در طول دوره آشفتگی حفاظت می‌کنند. رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه شکل‌دهنده روند بازار بوده و تأثیری بسیار بر رفتار متقابل شرکت‌ها دارد. از سوی دیگر احساسات و عوامل روانی حاکم بر سرمایه‌گذاران رفتار آن‌ها را هدایت می‌کند. عوامل احساسی مبنای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش سهام و سایر اوراق بهادار را تحت تأثیر قرار می‌دهد. اهمیت این موضوع به‌گونه‌ای است که رویدادهای تکان‌دهنده در بازارهای سهام از جمله ایجاد حباب قیمت، سقوط و همچنین رکود بازار، عمدتاً به عوامل احساسی نسبت داده می‌شود. این گرایش‌های احساسی ناخودآگاه رفتار مدیران را نیز تحت تأثیر قرار داده و زمینه عملکرد خواهد شد (رافائل^{۱۵}، ۲۰۱۳).

بر همین اساس در ادامه، ابتدا مبانی نظری و تحقیقات پیشین موردبررسی قرار گرفته و پس از طرح فرضیه‌ها، روش پژوهش بیان شده و در نهایت به تجزیه و تحلیل داده‌ها و نتیجه‌گیری پژوهش و ارائه پیشنهادها پرداخته می‌شود.

چارچوب نظری و پیشینه پژوهش

شواهد نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران از روش‌های کمی برای تعیین ارزش سهام استفاده نمی‌کنند. قضاوت‌ها بر اساس تخیل ذهنی و اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی در مبادله انجام می‌شود. متغیرهای احساسی بر اساس محدودیت‌های شناختی شرایط روانی شرکت‌کنندگان در بازار سهام را بررسی می‌کنند (لین و ویسواناتان^{۱۶}، ۲۰۱۵). از آنجاکه اساس هر سرمایه‌گذاری فرایند تصمیم‌گیری است و تقریباً همه تصمیمات به صورت نامشخص گرفته می‌شود و این تصمیمات تحت تأثیر احساسات و اعتماد و تنوع‌گرایی سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد (آگراوال و همکاران، ۲۰۱۶). احساسات سرمایه‌گذاران غالباً ناشی از باورهای ذهنی یا اطلاعات مالی غیر مرتبط با عملکرد سرمایه‌گذاری است و می‌تواند باعث خوش‌بینی یا بدبینی سرمایه‌گذاران شود و واکنش‌های شدید یا واکنش‌های پائین به اخبار خوب یا بد در مورد ارزش واقعی سهام ایجاد کند (کامینگ و همکاران، ۲۰۱۹). بنابراین این ویژگی‌های سرمایه‌گذار برای مقابله با عدم قطعیت‌های درک شده بسیار مهم است. خواسته‌های غیرقابل مشاهده، بازارهای غیرقابل پیش‌بینی و شیوه همکاری نامعلوم عواملی هستند که مستلزم داشتن احساسات و اعتماد و تنوع‌گرایی سرمایه‌گذار هستند (اوزی^{۱۷}، ۱۹۹۷، ۱۹۹۹؛ بامنس و کولورت^{۱۸}، ۲۰۱۴). بنابراین، اعتماد به قابلیت‌های کارآفرینان برای پاسخگویی به تغییرات بازار، کلید غلبه بر فقدان اطلاعات بصری و قابل مشاهده برای رسیدگی به خطر و عدم قطعیت موردنیاز است (شین و کابل، ۲۰۰۲). احساسات سرمایه‌گذاران نیز سبب می‌شود که سرمایه‌گذاران در مراحل اولیه به اطلاعات انتخابی اولیه توجه بیشتری نموده و حاضر باشند خود را در معرض ریسک ناشی از اقدامات اولیه قرار دهند (مایر و همکاران، ۱۹۹۵؛ پل و مک دانیل، ۲۰۰۴؛ لویوکی و همکاران، ۲۰۰۶؛ روسو و همکاران، ۱۹۹۸). تنوع‌گرایی نیز سبب می‌شود سرمایه‌گذاران تا حد معینی هم رشد احتمالی بازار و هم تقاضا برای محصول/خدمات ارائه شده توسط یک شرکت را ارزیابی کنند (میسون، ۲۰۰۹).

ادبیات نوپای حسابداری در مورد تمایلات سرمایه‌گذاران به بررسی تأثیر تمایلات سرمایه‌گذاران در افشای پیش‌بینی‌های مدیریت و افشای معیارهای درآمد پرداخته است. با کمال تعجب، شواهد کمی در رابطه با اثر تمایلات سرمایه‌گذاران بر عملکرد وجود دارد، علی‌رغم توجهات گسترده‌ای که در ادبیات مرتبط با این موضوع در مورد تداخل تلاش مدیران با فرآیند گزارشگری مالی وجود دارد. بنابراین، این مطالعه به منظور پر کردن شکاف تجربی این موضوع، به بررسی استفاده استراتژیک از عملکرد مالی در پاسخ به تمایلات سرمایه‌گذاران پرداخته است (کامسترا و همکاران^{۱۹}، ۲۰۰۰). از آنجاکه یافتن عوامل اثرگذار بر سرمایه‌گذاری همواره از موضوعات مورد علاقه پژوهشگران و نیز سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی بوده است، از این رو این پژوهش درصدد تحلیل اثرات گرایش‌های احساسی و اعتماد سرمایه‌گذاران و تنوع‌گرایی بر میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. علی‌رغم وجود

تبیین اثرات احساسات، اعتماد و تنوع‌گرایی سرمایه‌گذاران بر... / محمودزاده و فتحی

تحقیقات گسترده در خارج کشور، در ایران تحقیقات اندکی درباره موضوع پژوهش انجام شده است. بر همین مبنا در ادامه تعداد محدودی از تحقیقات مرتبط، مورد بررسی قرار می‌گیرد.

جیانگ و جین^{۲۰} (۲۰۲۰) در مطالعه‌ای با عنوان "اثرات تمایلات سرمایه‌گذاران بر نوسانات بازده سهام" نمونه‌ای از داده‌های سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار شانگهای از ژانویه ۲۰۱۲ تا دسامبر ۲۰۱۸ مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذاران بر نوسانات بازده سهام تأثیر مثبت می‌گذارد. علاوه بر این مشاهده شده است که این اثر مکانی-زمانی نسبت به عوامل جغرافیایی و اقتصادی حساس است. یافته‌های این تحقیق نشان‌دهنده وجود تأثیر مکانی-زمانی بر نوسانات بازده سهام است و تأکید بر اهمیت درک این اثر برای جلوگیری از دست کم گرفتن ریسک دارد. بنابراین، مدل پیشنهادی می‌تواند برای سرمایه‌گذاران و سیاست‌گذاران استفاده شود.

هان و لی^{۲۱} (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای با عنوان "آیا تمایلات سرمایه‌گذاران می‌تواند برای پیش‌بینی بازده مورد استفاده قرار گیرد؟ شواهدی از کشور چین" این دیدگاه غالب که تمایلات سرمایه‌گذاران متضاد با پیش‌بینی بازده بازار است به چالش کشیده می‌شود. به‌عنوان بخش مهمی از شواهد و یافته‌های این تحقیق، مشاهده شده است که تمایلات سرمایه‌گذاران در کشور چین یک سیگنال حرکتی قابل اعتماد است. همچنین مشاهده شده است که پیش‌بینی حرکت در هر دو مدل رگرسیونی یگانه و رگرسیون چندگانه برقرار می‌باشد و از نظر آماری و اقتصادی در داخل و خارج از نمونه به‌طور قابل توجهی معنادار می‌باشد. از همه مهم‌تر، مشاهده می‌شود که احساسات از پیش‌بینی حرکت کوتاه‌مدت به یک پیش‌بینی متضاد در بلندمدت انتقال پیدا می‌کند. هانگ^{۲۲} (۲۰۱۶) در مطالعه‌ای با عنوان "تمایلات سرمایه‌گذاران، ثبت سفارش و عملکرد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار کشور تایوان" به بررسی احساسات، تصمیم‌گیری‌های مربوط به ثبت سفارش‌ها و عملکرد سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار کشور تایوان پرداخته شده است. برای این منظور، اولاً به‌طور خاص بررسی می‌شود که آیا اعتماد سرمایه‌گذار بر احساسات سرمایه‌گذاران و یا میزان ثبت سفارش آن‌ها تأثیر می‌گذارد. دوم، به‌صورت تجربی رابطه میان احساسات سرمایه‌گذاران و استراتژی‌های ثبت سفارش در کلاس‌های مختلف سرمایه‌گذاران تحلیل می‌شود. سوم، و درنهایت، به بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار، تصمیم‌گیری مربوط به ثبت سفارش، و عملکرد سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت و بلندمدت پرداخته می‌شود. تجزیه و تحلیل‌های انجام گرفته در این تحقیق، یافته‌های زیر را ارائه می‌دهد: (۱) رفتار ثبت سفارش مردم در دوره‌های خوش‌بینانه و بدبینانه کاملاً متفاوت است. (۲) سفارشات خرید و فروش نشان‌دهنده الگوهای مختلف و اثرات نامتقارن است. (۳) حساسیت تصمیم‌گیری‌های ثبت سفارش در مورد اندیشه‌های سرمایه‌گذار در کلاس‌های مختلف معامله‌کنندگان متفاوت است. (۴) صندوق‌های متقابل، در مقایسه با سایر سرمایه‌گذاران، در بورس اوراق بهادار تایوان بهتر عمل می‌کنند. جرارد و همکاران^{۲۳} (۲۰۱۴) در پژوهشی با عنوان «بررسی تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین جریان نقدی،

فصلنامه مدیریت کسب و کار، شماره پنجاه و سه، بهار ۱۴۰۱

اقلام تعهدی و بازده سهام» دریافتند که بین بازده سهام و جریان نقدی و اقلام تعهدی همبستگی قوی و منفی وجود دارد و همچنین زمانی که گرایش احساسی بالا باشد، سرمایه‌گذاران نسبت به چشم‌انداز آینده شرکت‌هایی که دچار بحران مالی هستند خوش‌بین هستند. در مقابل زمانی که گرایش احساسی پایین باشد سرمایه‌گذاران بسیار بدبین هستند در نتیجه که استراتژی‌های بر مبنای اقلام تعهدی (جریان نقدی آزاد) به‌طور قابل توجهی در دوره‌ای که گرایش احساسی بالاست قوی (ضعیف) عمل می‌کنند و در دوره‌ای که گرایش احساسی پایین است ضعیف (قوی) عمل می‌کنند. بنابراین انتظار می‌رود اقلام تعهدی که نمای مثبتی در شرکت‌هایی که دچار بحران مالی هستند دارند به ارزیابی کیفیت سود می‌پردازند و از سرمایه‌گذاران در طول دوره آشفتگی حفاظت می‌کنند. حسینی و مرشدی (۱۳۹۸) در پژوهشی با عنوان «تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر پویایی معاملات بورس اوراق بهادار تهران» بیان می‌کنند که شناسایی الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی به‌عنوان یک عنصر مهم در بورس اوراق بهادار حائز اهمیت می‌باشد. جامعه آماری تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که با استفاده از روش غربالگری تعداد ۱۱۷ شرکت به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. نتایج تحقیق نشان داد احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیمی بر بازده سهام دارد. همچنین بر اساس دیگر یافته‌های تحقیق مشخص شد که تولید ناخالص داخلی تأثیر مستقیم و تورم تأثیر معکوس بر ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده سهام دارند؛ اما رابطه معنی‌داری در خصوص تأثیر هزینه‌های دولت بر ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده سهام به دست نیامد.

رستمی جاز و همکاران (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان «تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و عوامل صرف ریسک بر ارزشیابی سهام» به بررسی اهمیت نسبی عوامل صرف ریسک و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در تبیین انحرافات قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام شرکت‌ها می‌پردازند. به همین منظور با استفاده از داده‌های ۹۵ شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵، تأثیر شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و عوامل صرف ریسک در تبیین انحرافات قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام، با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان داد که انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام می‌تواند با هردو عامل گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و صرف ریسک تبیین شود. اثرات منفی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران منجر به ارزشیابی کمتر از حد قیمت بازار سهام نسبت به ارزش‌های ذاتی آن می‌شود. متغیر بحران مالی نیز تأثیر معناداری بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شرکت‌ها ندارد.

شکرخواه و همکاران (۱۳۹۶) در پژوهشی با عنوان «اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام با توجه به سطح شفافیت شرکتی» به دنبال پاسخ به این سؤال هستند که آیا سطح شفافیت شرکتی (اندازه‌گیری شده به‌وسیله مجموعه‌ای از معیارها شامل مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی، اظهارنظر حسابرسی، کیفیت مؤسسات حسابرسی، مالکیت دولتی و معاملات با اشخاص وابسته) بر میزان خوش‌بینی

تبیین اثرات احساسات، اعتماد و تنوع‌گرایی سرمایه‌گذاران بر... / محمودزاده و فتحی

و بدبینی سرمایه‌گذاران نسبت به قیمت سهام که معمولاً به علت مشکل در ارزش‌گذاری شرکت‌ها رخ می‌دهد تأثیر دارد یا نه؟ برای این منظور داده‌های ماهانه ۷۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ از طریق تحلیل سری زمانی بررسی شده است. یافته‌های این پژوهش حاکی از تأیید فرضیات اول، دوم، چهارم و پنجم تحقیق مبنی بر بیشتر بودن اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران یا به عبارتی تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر قضاوت‌های ذهنی در شرکت‌هایی با مدیریت اقلام تعهدی بیشتر، گزارش حسابرسی غیرمقبول، شرکت‌های تحت کنترل دولتی و معاملات با اشخاص وابسته بیشتر به ترتیب نسبت به شرکت‌هایی با مدیریت اقلام تعهدی کمتر، گزارش حسابرسی مقبول، شرکت‌های تحت کنترل بخش خصوصی و معاملات با اشخاص وابسته کمتر می‌باشد. همچنین در خصوص فرضیه سوم تحقیق که مورد تأیید قرار نگرفت یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تفاوت میان اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام در شرکت‌های حسابرسی شده به‌وسیله سازمان حسابرسی نسبت به شرکت‌های حسابرسی شده توسط سایر مؤسسات، معنی‌دار نمی‌باشد. در مجموع یافته‌های این پژوهش اهمیت شفافیت شرکتی در کاهش تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام را مورد تأیید قرار می‌دهد.

اهمیت موضوع

در شرایط روز جهانی که تغییرات متنوع و سریع ویژگی برجسته آن است رقابت شتاب بیشتری به خود گرفته است. بنابراین واحدهای اقتصادی و به‌ویژه واحدهای تولیدی برای این‌که بتوانند در عرصه به حیات خود ادامه دهند ضرورت دارد که بتوانند به‌عنوان یک مزیت رقابتی منابع خود را به بهترین شکل ممکن به محصولات متنوع و حاوی نوآوری (هدف اصلی) تبدیل کنند، همچنین بسیاری از سازمان‌های امروزی در دنیا به سمت بزرگ‌تر شدن و افزایش محیط فعالیت کسب‌وکارشان پیش می‌روند، شاید یکی از دلایل این امر، پاسخگویی به نیازهای چندگانه مشتریان باشد. مدیران سعی می‌کنند از طریق برآوردن نیازهای چندجانبه مشتریان، آن‌ها را به سازمان وفادارتر سازند. به همین دلیل و دلایل فنی دیگر نظیر برآورده ساختن مواد اولیه و سیستم توزیع پخش محصول نهایی در درون سازمان، بسیاری از سازمان‌ها به تنوع روی آورده‌اند. پرسشی که ممکن است در ذهن مدیران مطرح شود این است که ایجاد تنوع در کسب‌وکارهای شرکت، چه تأثیری بر عملکرد شرکت دارد.

فرضیه‌های پژوهش

۱. احساسات سرمایه‌گذاران (گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران) بر میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
۲. اعتماد سرمایه‌گذاران بر میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.
۳. افزایش تنوع‌گرایی سهام بر میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

متغیرهای پژوهش

از نظر هدف، تحقیقات را می‌توان به بنیادی، کاربردی و اقدام پژوهی طبقه‌بندی کرد. روش تحقیق حاضر از این جهت که نتایج مورد انتظار آن را می‌توان در فرایند ارتقا بینش در خصوص ارائه مدلی برای تحلیل اثرات گرایش‌های احساسی و اعتماد سرمایه‌گذاران و تنوع‌گرایی بر عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها از نوع «کاربردی» می‌باشد. این پژوهش به صورت ترکیبی (کیفی- کمی) انجام خواهد شد، پارادایم حاکم بر قسمت کیفی پژوهش تفسیرگرایی است و در قسمت کمی به دلیل اینکه فرضیه مطرح شده است و بایستی با داده‌های کمی تأیید و یا رد شوند، لذا پارادایم اثبات‌گرایی مد نظر است. در واقع از آنجاکه این پژوهش از راهبرد آمیخته بهره‌جسته و از روش‌های کمی و کیفی استفاده خواهد کرد، لذا بر اساس ویژگی‌های پژوهش، پارادایم حاکم بر آن عملگرایی خواهد بود. در این پژوهش از روش رگرسیونی استفاده شده است و روش تخمین، روش معادلات هم‌زمان می‌باشد.

شاخص احساسات سرمایه‌گذاران

در تحقیق حاضر ابتدا CCI_t های ماهانه بر شاخص‌های کلان شامل نرخ فروش تولیدات صنعتی، مصرف کالاهای باداوم، مصرف کالاهای بی‌داوم، مصرف خدمات، اشتغال و شاخص‌های کسب‌وکار در مدل رگرسیونی ۱، رگرس می‌شود (بکر و وورگلر، ۲۰۰۶).

$$CCI_t = \alpha + \beta_1 Indus_t + \beta_2 Durable_t + \beta_3 NonDurable_t + \beta_4 Service_t + \beta_5 Emoloy_t + \beta_6 Business_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

در معادله فوق، CCI_t نشان‌دهنده انتظارات مصرف‌کننده در سال t می‌باشد (در این مطالعه از شاخص مصرف کل بخش خصوصی در سال $t+1$ یا میزان سرمایه‌گذاری بخش خصوصی در سال $t+1$ به‌عنوان انتظارات مصرف‌کننده در سال t استفاده می‌شود).

$Indus_t$ ، $Durable_t$ ، $NonDurable_t$ ، $Service_t$ ، $Emoloy_t$ و $Business_t$ به ترتیب نشان‌دهنده نرخ رشد تولیدات صنعتی، مصرف کالاهای باداوم، مصرف کالاهای بی‌داوم، مصرف خدمات، اشتغال و شاخص کسب‌وکار در سال t می‌باشد.

به‌منظور به دست آوردن شاخص احساسات سرمایه‌گذاران، از اجزای باقیمانده مدل رگرسیونی شماره (۱) استفاده می‌شود.

به‌عبارت‌دیگر با استفاده از متغیرهای مستقل وابسته، ضرایب آلفا و بتای معادله شماره ۱ با استفاده از نرم‌افزار Eviews تخمین زده می‌شود و سپس مقادیر خطا نشان‌دهنده عوامل غیرقابل پیش‌بینی مصرف و به‌نوعی شاخص احساسات سرمایه‌گذاران را نشان می‌دهد.

نحوه محاسبه متغیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران

متغیر مستقل گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران ($SENT_{it-1}$) است. در این پژوهش برای اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش‌های احساسی بازار سرمایه (EMSI)

تعیین اثرات احساسات، اعتماد و تنوع‌گرایی سرمایه‌گذاران بر.../ محمودزاده و فتیحی

استفاده شده است. این شاخص توسط جونز^{۲۴} (۲۰۰۵) و با تعدیل مدل ارائه شده توسط پرساود^{۲۵} (۱۹۹۶) بسط داده شده است. بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از رابطه ۲، قابل محاسبه می‌باشد:

$$SENT_{Pt} = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_r)(R_{iv} - \bar{R}_v)}{[\sum (R_{it} - \bar{R}_r)^2 \sum (R_{iv} - \bar{R}_v)^2]^{\frac{1}{2}}} \times 100, -100 \leq EMSI \leq +100 \quad (2)$$

که در آن:

R_{it} = رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t ; R_{iv} = رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت i در ماه t . برای محاسبه نوسان‌پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده شد؛ \bar{R}_r = میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های پرتفوی؛ \bar{R}_v = میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت‌های پرتفوی (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲).

شاخص اعتماد سرمایه‌گذاران

در این پژوهش از شاخص زیر به‌عنوان شاخص اعتماد سرمایه‌گذاران استفاده شده است: نرخ بازده تعدیل‌شده (ATR): بیکر و آستین^{۲۶} (۲۰۰۴) نشان می‌دهند که میزان گردش مالی می‌تواند می‌تواند به‌عنوان یک شاخص احساسات عمل کند. اما میزان گردش مالی نمی‌تواند قضاوت کند که آیا اعتماد سرمایه‌گذار خوش‌بینانه یا بدبینانه است. یانگ و ژانگ^{۲۷} (۲۰۱۴) از نرخ گردش تنظیم‌شده به‌عنوان شاخص احساسات سرمایه‌گذار استفاده می‌کنند. به‌طور خاص، نرخ گردش تنظیم‌شده (ATR) به شرح رابطه ۳، است:

$$ATR_{it} = \frac{R_{it}}{|R_{it}|} \times \frac{VOL_{it}}{\text{shares outstanding at time } t} \quad (3)$$

جایی که R_{it} بازده سهام یا پرتفوی در زمان t است، VOL_{it} حجم معاملات سهام یا پرتفوی در زمان t است. اگر بازده بالاتر از صفر باشد، نرخ بازدهی تعدیل‌شده مثبت است که نشان دهد که بازار سهام صعودی است. اگر بازده کمتر از صفر باشد، نرخ بازده تنظیم‌شده منفی است و نشان می‌دهد که بازار سهام نزولی است. با توجه به‌تمامی مدل‌های فوق، طبق رابطه ۴، می‌توان به مدل‌سازی رفتار سرمایه‌گذاران و تحلیل اثرات احساسات و اعتماد سرمایه‌گذاران و تنوع‌گرایی بر میزان سرمایه‌گذاری و حجم معاملات سهام شرکت‌ها پرداخت:

$$Investment_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Sentiment_{it} + \alpha_2 S_{it} + \alpha_3 Divers_{it} + \sum \beta_i \gamma_{it} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

که در آن

$Investment$: میزان سرمایه‌گذاری شرکت؛ $Sentiment$: گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار؛ S : اعتماد سرمایه‌گذار؛ $Divers$: تنوع که از شاخص هرفیندال محاسبه می‌شود. شاخص هرفیندال از

فصلنامه مدیریت کسب و کار، شماره پنجاه و سه، بهار ۱۴۰۱

نسبت فروش شرکت به فروش صنعت محاسبه می‌شود.

سایر متغیرها شامل بازده دارایی، اندازه شرکت، اهرم مالی و رشد شرکت.

بازده دارایی برابر است با نسبت سود خالص به کل دارایی‌های شرکت. اندازه شرکت برابر است با لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت. اهرم مالی که از نسبت بدهی به دارایی شرکت محاسبه می‌شود. رشد شرکت که از تفاوت از فروش سال جاری به فروش سال گذشته تقسیم بر فروش سال گذشته به دست می‌آید. در این تحقیق با بهره گرفتن از مبانی تئوریک، مروری بر الگوهای اقتصادسنجی و ادبیات موضوع و با در نظر گرفتن شرایط شرکت‌های بورسی ایران، فرضیه‌های پژوهش با استفاده از سیستم معادلات هم‌زمان با داده‌های تابلویی مورد تخمین واقع خواهند شد. لذا شیوه پژوهش در این مطالعه مبتنی بر روش همبستگی و علی است.

جامعه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ می‌باشد. در این پژوهش برای این‌که نمونه پژوهش یک نماینده مناسب از جامعه آماری موردبررسی باشد، برای انتخاب نمونه از شیوه غربال‌گری (حذفی) استفاده گردیده است. برای رسیدن به این هدف معیارهای زیر در نظر گرفته شده و در صورتی که یک شرکت کلیه معیارها را دارا باشد به‌عنوان یکی از شرکت‌های نمونه انتخاب گردیده است. (۱) به‌منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند می‌باشد. (۲) تعداد شرکت‌هایی بعد از سال ۹۰ در بورس پذیرفته‌شده‌اند. (۳) جز شرکت‌های واسطه‌گری مالی (بانک‌ها، سرمایه‌گذاری‌ها و لیزینگ‌ها) نباشند. (۴) اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش در دسترس باشد. بعد از مدنظر قراردادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۱۲۸ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش باقیمانده است که تمامی آن‌ها به‌عنوان نمونه تحقیق انتخاب شده‌اند.

روش پژوهش

این تحقیق از نظر هدف، کاربردی و از نظر ماهیت و روش از نوع توصیفی-همبستگی است زیرا ضمن توصیف وضع موجود، با استفاده از تحلیل رگرسیون، به کشف همبستگی بین متغیرها می‌پردازد. لذا پارادایم اثبات‌گرایی مد نظر است. بر اساس ویژگی‌های پژوهش، پارادایم حاکم بر آن عملگرایی خواهد بود. در این پژوهش از روش رگرسیونی استفاده شده است و روش تخمین، روش معادلات هم‌زمان می‌باشد.

یافته‌های پژوهش

بررسی شرط درجه‌ای معادله هم‌زمان

جدول ۱، در مورد شرط درجه‌ای نشان می‌دهد که معادله هم‌زمان این پژوهش از نوع دقیقاً مشخص می‌باشد.

تبیین اثرات احساسات، اعتماد و تنوع‌گرایی سرمایه‌گذاران بر... / محمودزاده و فتحی

جدول ۱: بررسی شرایط تشخیص شرط درجه‌ای سیستم معادلات هم‌زمان

مدل	K	m	k	K-k	m-l	تشخیص
۱	۳	۳	۱	۲	۲	$K-k = m-l$ است، بنابراین رابطه دقیقاً مشخص خواهد بود
۲	۲	۲	۱	۱	۲	$K-k = m-l$ است، بنابراین رابطه دقیقاً مشخص خواهد بود
۳	۲	۲	۱	۱	۲	$K-k = m-l$ است، بنابراین رابطه دقیقاً مشخص خواهد بود

منبع: یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

در جدول ۲، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش آمده است.

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرها

متغیر	تنوع	گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار	اعتماد سرمایه‌گذاران	میزان سرمایه‌گذاری
نماد	DIVERS	SENTIMENT	S	INVESTMENT
میانگین	۱۲۲۴۷۶.۰	۲۷۱۶۹۲.۰	۱۹۶۸۷۹.۰	۱۲۰۱۱۲.۰
میانه	۱۱۳۳۰۶.۰	۲۲۳۲۷۱.۰	۱۷۳۹۰۴.۰	۱۶۷۴۳۸.۰
حداکثر	۴۰۱۱۹۳.۰	۹۲۶۰۳۲.۰	۵۶۱۹۶۶.۰	۷۹۹۳۵۵.۰
حداقل	۰۰۱۲۵۱.۰	۰۰۰۴۴۴.۰	۰۰۰۰۳۹.۰	۰۰۰۸۵۲.۰
انحراف معیار	۸۵۴۶۲۱.۵	۴۷۷۷۶۲.۰	۰۶۶۲۱۶.۰	۱۴۱۳۳۱.۰
متغیر	بازده دارایی	اهرم مالی	اندازه شرکت	رشد شرکت
نماد	ROA	LEV	SIZE	GROWTH
میانگین	11.75142	0.569035	14.20726	0.127335
میانه	9.499804	0.580985	14.01942	0.156580
حداکثر	62.67836	0.975776	19.37431	0.401330
حداقل	-79.73105	0.012734	10.95212	-0.009502
انحراف معیار	14.06044	0.256265	1.373638	0.419751

منبع: یافته‌های پژوهش

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر نسبت میزان سرمایه‌گذاری به دارایی برابر با ۰/۱۲ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی می‌باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود میانه متغیر اعتماد سرمایه‌گذاران برابر با ۰/۱۷ می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین

فصلنامه مدیریت کسب و کار، شماره پنجاه و سه، بهار ۱۴۰۱

است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای متغیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار برابر با ۰/۴۷ می‌باشد.

آزمون مانایی (پایایی) متغیرهای پژوهش

اولین گام برای برآورد الگو بعد از جمع‌آوری آمار، بررسی ویژگی‌های مانایی یا ایستایی متغیرهاست. برای این منظور از آزمون مانایی لوین، لین و چو^{۲۸} داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. بر اساس این آزمون، اگر P-Value کمتر از ۵٪ باشد، کل متغیرهای پژوهش در سطح، پایا هستند. این بدان معناست که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. نتایج بررسی در جدول ۳، نشان‌دهنده مانایی تمام متغیرها می‌باشد.

جدول ۳: مانایی متغیرها

نام متغیر	نماد	آماره t	احتمال
اعتماد سرمایه‌گذاران	S	۱۸,۸۷۹	۰,۰۰۰۰
گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار	SENTIMENT	۱۴,۳۵۵	۰,۰۰۰۰
تنوع	DIVERS	۱۶,۴۹۶	۰,۰۰۰۰
رشد شرکت	GROWTH	۱۰,۵۳۵	۰,۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	۱۹,۸۱۳	۰,۰۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۴۴۱۱,۹۱	۰,۰۰۰۰
بازده دارایی	ROA	۲۲,۸۸	۰,۰۰۰۰

منبع: یافته‌های پژوهش

آزمون هم خطی

در آمار، عامل تورم واریانس (VIF)، شدت هم خطی چندگانه را در تحلیل رگرسیون کمترین مربعات معمولی ارزیابی می‌کند. در واقع یک شاخص معرفی می‌گردد که بیان می‌دارد چه مقدار از تغییرات مربوط به ضرایب برآورد شده بابت هم خطی افزایش یافته است. شدت هم خطی چندگانه را با بررسی بزرگی مقدار VIF می‌توان تحلیل نمود. همان‌طور که مشاهده می‌شود در هر دو مدل مقدار VIF کمتر از ۵ می‌باشد و لذا هم خطی وجود ندارد. در جدول ۴، نتایج آزمون هم خطی مدل پژوهش نشان داده شده است.

تبیین اثرات احساسات، اعتماد و تنوع‌گرایی سرمایه‌گذاران بر... / محمودزاده و فتحی

جدول ۴: نتایج آزمون هم‌خطی بودن مدل پژوهش

متغیر	نماد متغیر	ضریب	عامل تورم واریانس (VIF)
عرض از مبدأ	C	0.019164	NA
اعتماد سرمایه‌گذاران	S	0.001549	2.536912
گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار	SENTIMENT	0.001748	2.781161
تنوع	DIVERS	0.000600	1.477974
رشد شرکت	GROWTH	0.000273	1.962111
اندازه شرکت	SIZE	0.001657	2.095173
اهرم مالی	LEV	0.000909	1.161277
بازده دارایی	ROA	0.004228	2.998018

منبع: یافته‌های پژوهش

تخمین مدل‌های پژوهش

در مدل‌های پژوهش از روش سیستم معادلات هم‌زمان با داده‌های پانل استفاده می‌شود. در ادامه نتایج تخمین مدل‌های پژوهش ارائه می‌شود. بر اساس نتایج حاصل از تخمین این مدل‌ها در جدول ۵،

جدول ۵: نتایج برآورد رگرسیون مدل‌های پژوهش

احتمال	آماره t	انحراف معیار	ضرایب	
0.0003	-3.611577	0.051723	-0.186800	C(1)
0.0294	2.375553	0.030239	0.071834	C(2)
0.0000	-5.424547	0.019241	-0.104372	C(3)
0.0155	2.574554	0.012166	0.031322	C(4)
0.2590	-1.129142	0.000120	-0.000136	C(5)
0.0000	9.124870	0.003515	0.032077	C(6)
0.0000	-11.11401	0.021451	-0.238410	C(7)
0.0060	-2.750440	0.000390	-0.001074	C(8)
0.0052	2.799346	0.002545	0.007123	C(9)
0.0000	-5.187619	0.005322	-0.027607	C(10)
0.0007	-3.381869	1.672821	-5.657262	C(11)
0.0000	4.762576	0.117327	0.558779	C(12)
INVESTMENT=C(1)+C(2)*S+C(3)*SENTIMENT+C(4)*DIVERS+C(5)*GROWTH+C(6)*SIZE+C(7)*LEV+C(8)*ROA				
۰/۷۶	ضریب تعیین			
۰/۷۵	ضریب تعیین تعدیل شده			
۱/۸۰	آزمون دوربین واتسن			

فصلنامه مدیریت کسب و کار، شماره پنجاه و سه، بهار ۱۴۰۱

Equation: $S=C(9)+C(10)*SENTIMENT$	
۰/۵۳	ضریب تعیین
۰/۵۱	ضریب تعیین تعدیل شده
۲/۲۴	آزمون دوربین واتسن
Equation: $DIVERS=C(11)+C(12)*SIZE$	
۰/۶۲	ضریب تعیین
۰/۶۰	ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۶۰	آزمون دوربین واتسن
منبع: یافته‌های پژوهش	

ارائه شده است. بر اساس نتایج جدول ۵، مقدار آماره دوربین واتسن که در مدل‌های پژوهش در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد و این مطلب را تأیید می‌کند که بین اجزاء اخلاص خود عدم همبستگی وجود دارد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون را توضیح می‌دهد. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل اعتماد سرمایه‌گذاران (C2) بر متغیر وابسته میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مثبت و معنادار است و نشان می‌دهد افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران منجر به افزایش ورود نقدینگی با بازار و افزایش قیمت و سود و در نتیجه افزایش سرمایه‌گذاری خواهد شد. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل گرایش‌های احساسی (C3) بر متغیر وابسته میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران منفی و معنادار است و نشان می‌دهد که در بلندمدت گرایش‌های احساسی منجر به حرکت‌های رهم‌ای و خروج ناگهانی نقدینگی از بورس و کاهش سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها خواهد شد. همچنین نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل تنوع‌گرایی (C4) بر متغیر وابسته میزان سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مثبت و معنادار است و نشان می‌دهد افزایش تنوع‌گرایی منجر به افزایش رقابت و کارایی شرکت‌ها و افزایش قیمت و سود و در نتیجه افزایش سرمایه‌گذاری خواهد شد.

بحث و نتیجه‌گیری

همان‌طور که در این تحقیق اشاره شد، پژوهش حاضر به دنبال ارائه مدلی برای تحلیل اثرات گرایش‌های احساسی و اعتماد سرمایه‌گذاران و تنوع‌گرایی بر عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است؛ که از سیستم معادلات هم‌زمان با داده‌های تابلویی جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها مورد استفاده قرار گرفته است. و در نهایت ضمن بیان فرضیه‌ها و یادآوری نتایج حاصل از آزمون‌ها، به بحث درباره آن‌ها پرداخته خواهد شد.

فرضیه اول تحقیق: احساسات سرمایه‌گذاران (گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران) بر میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

تبیین اثرات احساسات، اعتماد و تنوع‌گرایی سرمایه‌گذاران بر... / محمودزاده و فتحی

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل گرایش‌های احساسی بر متغیر وابسته عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران منفی و معنادار است و نشان می‌دهد که در بلندمدت گرایش‌های احساسی منجر به حرکت‌های رماه‌ای و خروج ناگهانی نقدینگی از بورس و کاهش سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها خواهد شد. امروزه مدیریت سود یکی از موضوعات بحث برانگیز و جذاب در پژوهش‌های حسابداری به شمار می‌رود و می‌تواند بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار مؤثر باشد. به دلیل این‌که سرمایه‌گذاران به‌عنوان یکی از فاکتورهای مهم تصمیم‌گیری به رقم سود توجه خاصی دارند، این پژوهش‌ها از جنبه رفتاری، اهمیت خاصی دارد. از آنجاکه گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام شرکت‌ها به شدت تأثیرگذار است، متعاقباً می‌تواند واکنش بعدی مدیران شرکت‌ها را به دنبال داشته باشد و توصیه می‌شود مدیران به سمت مدیریت سود نروند که گرایش احساسی سرمایه‌گذار را کاهش داده و عملکرد سرمایه‌گذاری را افزایش دهند. رویدادهای تکان‌دهنده در بازارهای سهام از جمله ایجاد حباب قیمت، سقوط و همچنین رکود بازار، عمدتاً به عوامل احساسی نسبت داده می‌شود. این گرایش‌های احساسی ناخودآگاه رفتار مدیران را نیز تحت تأثیر قرار داده و زمینه عملکرد خواهد شد. فرضیه دوم تحقیق: شاخص‌های اعتماد سرمایه‌گذاران بر میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل اعتماد سرمایه‌گذاران بر متغیر وابسته عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مثبت و معنادار است و نشان می‌دهد افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران منجر به افزایش ورود نقدینگی با بازار و افزایش قیمت و سود و در نتیجه افزایش سرمایه‌گذاری خواهد شد. هر سرمایه‌گذار منطقی در صورت تشابه ریسک دو سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاری با بازده کمتر را انتخاب نخواهد کرد. اغلب یافته‌های اخیر روان‌شناسی مالی نشان می‌دهد اعتماد سرمایه‌گذاران ممکن است تحت تأثیر عوامل رفتاری داخلی، از قبیل خودشناسی و عوامل رفتاری خارجی مانند چگونگی انتخاب سرمایه‌گذار قرار گیرد و توصیه می‌شود سیاست‌های مناسب جهت جلب اعتماد در نظر گرفته شود.

فرضیه سوم تحقیق: افزایش تنوع‌گرایی سهام بر میزان سرمایه‌گذاری در شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که اثر متغیر مستقل تنوع‌گرایی بر متغیر وابسته عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مثبت و معنادار است و نشان می‌دهد افزایش تنوع‌گرایی منجر به افزایش رقابت و کارایی شرکت‌ها و افزایش قیمت و سود و در نتیجه افزایش سرمایه‌گذاری خواهد شد. بنابراین واحدهای اقتصادی و به‌ویژه واحدهای تولیدی برای این‌که بتوانند در عرصه به حیات خود ادامه دهند ضرورت دارد که بتوانند به‌عنوان یک مزیت رقابتی منابع خود را به بهترین شکل ممکن به محصولات متنوع و حاوی نوآوری (هدف اصلی) تبدیل کنند، همچنین بسیاری از سازمان‌های امروزی در دنیا به

فصلنامه مدیریت کسب و کار، شماره پنجاه و سه، بهار ۱۴۰۱

سمت بزرگ‌تر شدن و افزایش محیط فعالیت کسب‌وکارشان پیش می‌روند، شاید یکی از دلایل این امر، پاسخگویی به نیازهای چندگانه مشتریان باشد. مدیران سعی می‌کنند از طریق برآوردن نیازهای چندجانبه مشتریان، آن‌ها را به سازمان وفادارتر سازند. به همین دلیل و دلایل فنی دیگر نظیر برآورده ساختن مواد اولیه و سیستم توزیع پخش محصول نهایی در درون سازمان، بسیاری از سازمان‌ها به تنوع روی آورده‌اند.

با توجه به نتایج فرضیه‌های پژوهش پیشنهاد می‌شود: (۱) با توجه به نتایج تحقیق که نشان می‌دهد اثر گرایش‌های احساسی بر متغیر عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران منفی و معنادار است، به مدیران مالی شرکت‌ها جهت افزایش عملکرد سرمایه‌گذاری، سیاست‌های مبتنی بر در نظر گرفتن و کاهش گرایش‌های احساسی در بین سرمایه‌گذاران را برنامه‌ریزی کنند، زیرا در بلندمدت گرایش‌های احساسی منجر به حرکت‌های رهم‌ای و خروج ناگهانی نقدینگی از بورس و کاهش سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها خواهد شد. (۲) با توجه به نتایج تحقیق که نشان می‌دهد اثر اعتماد سرمایه‌گذاران بر متغیر عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مثبت و معنادار است، به مدیران مالی شرکت‌ها جهت افزایش عملکرد سرمایه‌گذاری، سیاست‌های مبتنی بر در نظر گرفتن و افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران را در پیش بگیرند، زیرا افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران منجر به افزایش ورود نقدینگی با بازار و افزایش قیمت و سود و در نتیجه افزایش سرمایه‌گذاری خواهد شد. (۳) با توجه به نتایج تحقیق که نشان می‌دهد اثر متغیر مستقل تنوع‌گرایی بر متغیر عملکرد سرمایه‌گذاری شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران مثبت و معنادار است، به مدیران مالی شرکت‌ها جهت افزایش عملکرد سرمایه‌گذاری، سیاست‌های مبتنی بر افزایش تنوع‌گرایی را در پیش بگیرند، زیرا افزایش تنوع‌گرایی منجر به افزایش رقابت و کارایی شرکت‌ها و افزایش قیمت و سود و در نتیجه افزایش سرمایه‌گذاری خواهد شد.

تبیین اثرات احساسات، اعتماد و تنوع‌گرایی سرمایه‌گذاران بر... / محمودزاده و فتحی

منابع

- (۱) حسینی، علی، مرشدی، فاطمه (۱۳۹۸). «تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر پویایی معاملات بورس اوراق بهادار تهران»، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، سال ۱۱، شماره ۴۴، صص ۲۲-۱.
- (۲) حیدرپور، فرزانه، تاری وردی، یداله، محرابی، مریم (۱۳۹۲). «تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام»، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، سال ششم، شماره هفده ام، صص ۱۳-۱.
- (۳) رستمی جاز، حمید، تاری وردی، یدالله، یعقوب نژاد، احمد (۱۳۹۷). «تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و عوامل صرف ریسک بر ارزشیابی سهام»، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، شماره ۳۹، صص ۹۱-۱۱۱.
- (۴) شکرخواه، جواد، بولو، قاسم، و حضرتی، عاصم (۱۳۹۶). اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام با توجه به سطح شفافیت شرکتی، فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری، سال ۷، شماره ۲۶، صص ۳۱-۱.
- 5) Agrawal, A., Catalini, C. and Goldfarb, A. (2016), "Are syndicates the killer app of equity crowdfunding?", *California Management Review*, Vol. 58 No. 2, pp. 111-124.
- 6) Baker, Malcolm. & Wurgler, Jeffrey, (2006) "Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns" *Journal of Finance*, vol 61, pp 1645-1680.
- 7) Bammens, Y. and Collewaert, V. (2014), "Trust between entrepreneurs and angel investors: exploring positive and negative implications for venture performance assessments", *Journal of Management*, Vol. 40 No. 7, pp. 1980-2008.
- 8) Cumming, D.J., Leboeuf, G. and Schwienbacher, A. (2019), "Crowdfunding models: keep-it-all vs all-or-nothing", *Financial Management*, doi: 10.1111/fima.12262.
- 9) Gerard, A., Jiang, F., Tu, J., & Zhou, G. (2014). Investor sentiment, accruals anomaly, and accruals management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 24(3), 415-431.
- 10) Han X, Li Y. (2017). Can investor sentiment be a momentum time-series predictor? Evidence from China. *Journal of Empirical Finance*, Vol. 42, June 2017, PP. 212-239.
- 11) Hung, Z., Clark, E., & Wong, W. K. (2016). Investors' preference towards risk: Evidence from the Taiwan stock and stock index futures markets. *Accounting & Finance*, 54(1), 251-274.
- 12) Jiang, S., & Jin, X. (2020). Effects of investor sentiment on stock return volatility: A spatio-temporal dynamic panel model. *Economic Modelling*.
- 13) Kamstra, M. J., Kramer, L. A., & Levi, M. D. (2000). Losing sleep at the market: The daylight-saving anomaly. *American Economic Review*, 90(4), 1005-1011.

14) Kim, Taehyuk & Ha. Aejin, (2010) "Investor Sentiment and Market Anomalies" 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Available at www.ssrn.com.

15) Lewicki, R.J., Tomlinson, E.C. and Gillespie, N. (2006), "Models of interpersonal trust development: theoretical approaches, empirical evidence, and future directions", *Journal of Management*, Vol. 32 No. 6, pp. 991-1022.

16) Lin, M. and Viswanathan, S. (2015), "Home bias in online investments, an empirical study of an online crowdfunding market", *Management Science*, Vol. 62 No. 5, pp. 1225-1531.

17) Mason, C. (2009), "Public policy support for the informal venture capital market in Europe: a critical review", *International Small Business Journal*, Vol. 27 No. 5, pp. 536-556.

18) Mayer, R.C., Davis, J.H. and Schoorman, F.D. (1995), "An integrative model of organizational trust", *Academy of Management Review*, Vol. 20 No. 3, pp. 709-734.

19) Paul, D.L. and McDaniel, R.R. (2004), "A field study of the effect of international trust on virtual collaborative relationship performance", *MIS Quarterly*, Vol. 28 No. 2, p. 183-227.

20) Raffaele, S. (2013). Unrelated diversification and firm performance: 1980-2007 evidence from Italy. *Australasian Accounting Business and Finance Journal*. 6(1): 75-82.

21) Rousseau, D.M., Sitkin, S.B., Burt, R.S. and Camerer, C. (1998), "Not so different after all: a cross- discipline view of trust", *Academy of Management Review*, Vol. 23 No. 3, pp. 393-404.

22) Shane, S. and Cable, D. (2002), "Network ties, reputation, and the financing of new ventures", *Management Science*, Vol. 48 No. 3, pp. 364-381.

23) Uzzi, B. (1997), "Social structure and competition in interfirm networks: the paradox of embeddedness", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 42 No. 1, pp. 35-67.

24) Uzzi, B. (1999), "Embeddedness in the making of financial capital: how social relations and networks benefit firms seeking financing", *American Sociological Review*, Vol. 64 No. 4, pp. 481-505.

تبيين اثرات احساسات، اعتماد و تنوع گرايي سرمايه گذاران بر... / محمودزاده و فتحي

يادداشت ها :

-
- 1 Behavioral Finance
 - 2 Psychology
 - 3 Social Science
 - 4 Psychological Finance
 - 5 Reaction
 - 6 Utility Maximization
 - 7 Innate
 - 8 Overcome
 - 9 Over Reaction
 - 10 Under Reaction
 - 11 Cumulative (Aggregate)
 - 12 Baker and Wurgler
 - 13 Kim and Ha
 - 14 Jerard
 - 15 Raffaele
 - 16 Lin and Viswanathan
 - 17 Uzzi
 - 18 Bammens and Collewaert
 - 19 Kamstra
 - 20 Shangwei Jiang and Xiu Jin
 - 21 Han and Li
 - 22 Hung
 - 23 Gerard
 - 24 Jones
 - 25 Persaud
 - 26 Baker and Stein
 - 27 Yang and Zhang
 - 28 -Levin, Lin & Chu