

تأثیر احساسات مشتری بر ارزش شرکت در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

سمیرا شاه پسندی^۱، هادی سعیدی^۲، قاسم الهی^۳

^۱ دبیر آموزش پرورش و دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد واحد شیروان.

^۲ استادیار دانشگاه آزاد شیروان، رشته حسابداری.

^۳ استادیار دانشگاه آزاد شیروان، رشته اقتصاد.

نام نویسنده مسئول:

سمیرا شاه پسندی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۱/۱۶

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۳/۲۳

چکیده

توسعه اقدامات برای جلب احساسات مشتری یک ضرورت استراتژیک برای بهبود سودآوری شرکت و ارزش سهامداران است. این مطالعه به بررسی تأثیر احساسات مشتری بر بازده سهام برای ۱۳۱ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۹ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته اند، پژوهش حاضر از نظر هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. از نظر روش و ماهیت از نوع پژوهش همبستگی و از آزمون کلموگوروف-اسمیرنوف جهت نرمال بودن داده ها و به کمک آزمونهای آماری t به بررسی فرضیه های آماری تحقیق پرداخته شد. نتایج حاصل از تحلیل داده ها نشان داد که یک رویکرد از بالا به پایین برای ایجاد یک شاخص احساسات مبتنی بر پروکسی مالی که با احساسات استخراج شده از اخبار بورس اتخاذ شد. شاخص احساسات افزوده شده با اخبار و نظرات مشتریان، امکان پیش بینی دقیق تر حرکت قیمت سهام را فراهم کرد. این بدان معناست که احساسات مشتری محرک اصلی احساسات سرمایه گذار و به نوبه خود بر بازار سهام و ارزش شرکت تأثیر می گذارد.

واژگان کلیدی: احساسات مشتری، بازده سهام.

مقدمه

شرکت‌ها در تلاش‌های مداوم برای حفظ مشتریان فعلی شرکت می‌کنند در حالی که به طور مستمر برای جذب مشتریان جدید گام برمی‌دارند (بیوجنان و همکاران، ۲۰۰۶). برای بهبود حفظ نرخ خرید، شرکت‌ها بر کسب وفاداری مشتری تمرکز می‌کنند (فریرینگ و ماینور، ۲۰۱۳) تا شاخص رضایت مشتری را بهبود می‌بخشند. از این رو، وفاداری مشتری در طول زمان با مدیریت تجارب شخصی‌سازی شده به منظور رضایت مشتری تقویت می‌شود (کراسبی و جانسون، ۲۰۰۷)، جایی که تجربه مشتری سفری در امتداد مدیریت زنجیره ارزش استراتژیک است. فرآیند ایجاد «ارزش جامع مشتری، دستیابی به تمایز و مزیت رقابتی پایدار» می‌باشد (ورهوف و همکاران، ۲۰۰۹). هم وفاداری و هم تجربه مشتری بر احساسات مشتری تأثیر می‌گذارند که نشان‌دهنده انتظارات از نمایه ریسک-بازده سهام است که با اطلاعات موجود توجیه نمی‌شود. اجزای غیرعقلانی به طور مستقل در سطح کل مشتری و سرمایه‌گذار همزیستی دارند. احساسات مشتری بر تصویر برند شرکت و فروش آن تأثیر می‌گذارد (کریم، ۲۰۱۱). نظرات مشتریان بر گردش مالی شرکت تأثیر می‌گذارد که به نوبه خود بر پتانسیل درآمد، نرخ رشد، ارزش بازار و بازده سهام تأثیر می‌گذارد. علاوه بر این، تغییرات در احساسات مشتری می‌تواند مستقیماً بر احساسات سرمایه‌گذار تأثیر بگذارد و این باورها اغلب بر بازده سهام تأثیر می‌گذارد (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۶؛ مرین و همکاران، ۲۰۱۳). تجزیه و تحلیل احساسات مشتری نظرات را در مورد هر یک از ویژگی‌های یک محصول ارزیابی می‌کند و شرکت را با جلب نیازهای مشتری و بازخورد ۳۶۰ درجه آنها برای شکل دادن به محصولات، راه حل‌های بازاریابی و محصولات پس از فروش، به مشتریان فعلی یا بالقوه خود نزدیک می‌کند (لیو و همکاران، ۲۰۱۹). خدمات بهتر به مشتریان با اقدامات پیشگیرانه مقرون به صرفه به توسعه تجارت و افزایش درآمد کمک می‌کند و در نتیجه بازده دارایی را بهبود می‌بخشد (برد و همکاران، ۲۰۰۱). احساسات مشتری در طول قبل و بعد از مصرف ثبت می‌شود و اندازه‌گیری آن به داده‌هایی در مورد دیدگاه‌های مشتری، بررسی‌های کارشناسان نیاز دارد. اخبار، اطلاعیه‌های شرکت و تمام اطلاعات تکمیلی دیگر (پای و لیو، ۲۰۱۸). به طور خلاصه، احساسات مشتری مجموعه‌ای ترکیبی از شاخص رضایت مشتریان است، یعنی قطبیت مثبت، همزیستی با قطب مخالف و احساسات خنثی. رضایت مشتری معیاری است که نشان می‌دهد چگونه خدمات/محصولات یک شرکت انتظارات مشتری را برآورده می‌کنند یا از آن فراتر می‌روند، در حالی که احساسات مشتری یک واکنش عاطفی نسبت به یک نام تجاری/خدمات یا محصول است که ممکن است حتی بدون مصرف محصول توسعه یابد (میکائیل، ۲۰۱۹). رضایت مشتری یک واکنش پس از مصرف و تجربه خودساخته است (ایکسان سو، ۲۰۲۱). "به طور خاص بر اساس استفاده از محصول یا تجربه خدمات است و بنابراین نشان‌دهنده بخش محدودتری از تجربه مشتری است" (میتل فرنزا، ۲۰۱۰)؛ به عبارت دیگر، احساسات مشتری یک پاسخ عاطفی ناشی از تعصبات انسانی است. با این حال، رضایت مشتری نشان‌دهنده یک واکنش واقعی است که تا حد زیادی مستقل از سوگیری است، تنها پس از تجربه یا اشتراک گذاری تجربه مصرف محصول. در نتیجه، این مطالعه نقش احساسات مشتری را در ایجاد احساسات سرمایه‌گذار در بازار پررنگ تر می‌کند. هدف اصلی این مطالعه اندازه‌گیری تأثیر احساسات مشتری استخراج شده از منابع مختلف بر بازده شرکت است. مطالعات کمی نقش احساسات مشتری را در شکل‌دهی ارزش شرکت‌ها بررسی کرده‌اند. اینکه آیا احساسات مشتری، ارزش شرکت‌ها را افزایش می‌دهد، هنوز ناشناخته است. لذا مسئله اصلی پژوهش حاضر این است: آیا احساسات مشتری بر ارزش شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است؟

مبانی نظری

احساسات بازار عبارت است از فضای رونق یا رکود بازار. دنگامی که بازار در حالات رونق است، سرمایه‌گذاران مایلند سهام را حتی به ایامات بالاتر از ارزش واقعی خریداری نمایند. در این حالت سرمایه‌گذاران گرایش به پذیرش ریسک بیشتری دارند که این حاکی از اعتماد به بازار و شرایط اقتصادی است. در ایام حالات انتظار آنها از بازار، ادامه روند است و پیش‌بینی میکنند قیمت‌ها باز هم افزایش خواهد یافت (کیم و همکاران، ۲۰۱۶) در بازارهای سرمایه، مجموعه‌ای از اطلاعات ناشی از

احساسات اجتماعی در کنار اطلاعات منطقی وجود دارد، اینکه فرد به چه میزان بتواند بر احساسات اجتماعی خود غلبه کند و به ندای منطقی گوش فرا دهد، مبین میزان موفقیت او در سرمایه گذاری مبتنی بر عقل است

گرایشهای احساسی را میتوان "احساسات سرمایه گذاران به سفته بازی" تعریف نمود. از این منظر گرایشهای احساسی منجر به ایجا تقاضای نسبی برای سرمایه گذاری های سفته بازانه گردیده این امر اثرات مقطعی در قیمت سهام را در پی خواهد داشت اما سؤالی که اینجا مطرح میشود این است که چه عواملی منجر میشود تا یک سهام در مقابل احساسات سرمایه گذاران به سفته بازی آسیب پذیر باشد؟ شاید مهمترین علت این موضوع را بتوان به ذهنی بودن ارزش گذاری آنها مربوط دانست (بیکر و ورگر، ۲۰۰۶). تعریف دیگری که میتوان برای گرایش های احساسی سرمایه گذاران بیان نمود عبارت است از "حاشیه میزان خوش بینی بدبینی سهامداران نسبت به یک سهام (کیم و ها، ۲۰۱۰).

بیکر و آستین (۲۰۰۴) در پژوهش خود بیان نمودند که گردش ملی سهام (حجم معاملات سهام) باعث ایجاد دیدگاهی در سرمایه گذاران میشود که گرایش های ذهنی آنها را درخصوص معاملات آتی سهام تحت تأثیر قرار میدهد. آنها بیان نمودند که با افزایش حجم معاملات یک سهم، سرمایه گذاران آن سهم را یهل معامله تلقی نموده و به دلیل وجود بازار فعال برای فروش آن، تمایل به خرید آن را پیدا میکنند. این تمایل، احساسات مثبت سرمایه گذار را نشان می دهد. از سوی دیگر، فردریکسون و زولوتای (۲۰۱۶) دو ویژگی اساسی را برای ایجاد اولویت میان اوراق بهادار از دیدگاه سرمایه گذاران مطرح می نمایند. آنها استدلال مینمایند که هر چه شرکت از قابلیت دیده شدن بیشتری برخوردار باشد، با احتمال بیشتری مورد توجه قرار میگیرند و بدین ترتیب بیشتر باعث انحراف ذهن سرمایه گذاران از سایر شرکتها میشوند.

بیشینه تحقیق

اچمپاتی و همکاران (۲۰۲۲) به بررسی اینکه آیا احساسات مشتری می تواند بر ارزش شرکت تأثیر بگذارد؟ نتایج نشان داد که شاخص احساسات و نظرات مشتریان، امکان پیش بینی دقیق تر حرکت قیمت سهام را فراهم می کند. این بدان معناست که احساسات مشتری محرک اصلی احساسات سرمایه گذار است که به نوبه خود بر بازار سهام و ارزش شرکت تأثیر می گذارد. وو و همکاران (۲۰۲۰) به بررسی احساسات مشتری در مورد خدمات خرده فروشی آنلاین پرداختند نتایج نشان داد که با استفاده از تکنیک های متن کاوی، این مطالعه هفت موضوع را در مورد خدمات خرده فروشی آنلاین در پست های آنلاین شناسایی شد: محصول، تبلیغ خرده فروش، تحویل، پرداخت، ارتباط، بازگشت/بازپرداخت و قیمت. موضوعات با قطبیت احساسات پست های خریداران آنلاین مرتبط است. تفاوت هایی در احساسات این دو گروه در مورد محصول و پرداخت وجود دارد. علاوه بر این، تفاوت هایی در احساسات منفی دو گروه (خشم، غم و ترس) در مورد تحویل، ارتباط و بازگشت/بازپرداخت وجود دارد.

گنگ و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی به بررسی ارتباط غیرخطی بین احساسات سرمایه گذار و بازده سهام و نوسانات پرداختند. آنها بر اساس الگوی DSSW دریافتند که تأثیر احساسات سرمایه گذار در بازده بازار سهام چین به صورت نامتقارن بوده است و زمانی که بازار در حال تعادل یا رکود بود، به دلیل وجود اثر فریدمن، احساسات خوشبینانه اثر غیرخطی معناداری در بازده سهام داشت و نیز زمانی که بازار در تعادل بود، با اثر فضایی در بازار، احساسات بدبینانه اثر غیرخطی در نوسانات بازار سهام داشت.

پایی و همکاران (۲۰۱۸) به بررسی پیش بینی فروش خودرو با تحلیل احساسات داده های توییتر و ارزش های بازار سهام پرداختند نتایج نشان داد امتیازات احساسی توییترها، ارزش های بازار سهام و برای پیش بینی کل فروش ماهانه خودرو در ایالات متحده نقش مهمی دارند؛ بنابراین، هم داده های رسانه های اجتماعی و هم ارزش سهام برای پیش بینی کل فروش ماهانه خودرو ضروری هستند و روش های فصل زدایی می تواند دقت پیش بینی را در پیش بینی کل فروش ماهانه خودرو بهبود بخشد.

یانگ و همکاران (۲۰۱۷) به بررسی تاثیر احساسات سرمایه گذاران بر بازار سهام پرداختند نتایج نشان داد که احساسات سرمایه گذاران به طور گسترده بر پیش بینی بازار سهام تاثیر دارد با افزایش حجم توجه برای هر سهام از پلت فرم های معاملات سهام، تأثیر احساسات سرمایه گذاران اندازه گیری می شود.

دوجین ریو و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان «احساسات سرمایهگذار، رفتار معاملاتی و بازده سهام در بورس اوراق بهادار کره» چگونگی تأثیر احساسات سرمایه گذار و رفتار معاملاتی در بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که احساسات بالای سرمایه گذاران سبب افزایش بازده سهام میشود. همچنین دریافتند که معاملات فردی رابطه ای مثبت با بازده سهام داشته و در نهایت اینکه احساسات سرمایه گذار نقشی مهم در توضیح رفتار معاملاتی سرمایهگذار بر بازدهی سهام دارد

آذر بویه (۱۳۹۹) به بررسی مروری بر منشا رفتار احساسی سرمایه گذاران و تأثیرات آن بر بازار بورس پرداختند نتایج نشان داد که جستجوی نظام مند مطالعات پیشین حاکی از آن است که گروه های فرهنگی، گروه های موثر در بازار سهام (شفافیت، کارایی، گروه های پیشرو و...) و گروه های موثر در موسسات مالی بر رفتار احساسی سرمایه گذاران موثر اند. همچنین رفتار و گرایش احساسی سرمایه گذاران منجر به تغییر بازدهی های سری زمانی، مشوش شدن جو بازار و بی نظمی بازار، تغییر در الگوهای قیمت گذاری و قیمت سهام و کاهش سطح اعتماد به منابع خبرگزاری رسمی می شود.

حیدریور و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی با عنوان «تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران در بازده سهام» تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران در بازده سهام پرتفوی های مرتب شده بر اساس اندازه، قیمت، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی در قلمرو زمانی ۱۳۸۰ لغایت ۱۳۸۸ را مورد بررسی قرار دادند و به وجود رابطه مثبت و معنادار میان رفتارهای احساسی سرمایه گذاران با بازده سهام شرکتهای دارای کمترین اندازه نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی پی بردند.

نیکبخت و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام، طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ از طریق روش همبستگی دریافتند که رفتار احساسی سرمایه گذاران، رشد عایدات مورد انتظار را تغییر میدهد و سپس بر روی قیمت سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر میگذارد. هرچند رفتار احساسی سرمایه گذاران در نرخ بازده موردتوقع تأثیر معناداری ندارد.

روش شناسی پژوهش

فرضیه های پژوهش با بهره مندی از مدل های رگرسیونی چندمتغیره و به کمک داده های ترکیبی آزمون شده اند. داده ها و اطلاعات مالی از طریق مراجعه به صورت ای مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک های اطلاعاتی نظیر ره آورد نوین به دست آمده است. با توجه به اعمال محدودیت های زیر، تعداد نمونه پژوهش ۱۳۱ شرکت یا به بیان دیگر ۹۱۷ سال شرکت است.

اطلاعات مالی شرکت برای دوره زمانی پژوهش موجود باشد؛ ۲. طی دوره پژوهش در بورس حضور داشته باشد ۳. سال مالی آن منتهی به اسفند باشد ۴. دوره مالی شرکت طی بازه زمانی پژوهش تغییر نکرده باشد ۵. از شرکتهای بیمه، سرمایه گذاری، مؤسسات مالی و اعتباری، بانک ها و لیزینگ نباشد.

مدل پژوهش و نحوه اندازه گیری متغیرها

مدل این مطالعه بر گرفته از مطالعه اچمپاتی و همکاران (۲۰۲۲) می باشد که در ذیل نمایش داده شده است:

$$RET_{it} = \beta_0 + \beta_1 SENTIMENT_{it} + \beta_2 SMCAP_{it} + \beta_3 Profitability_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SGA/Sales_{it}$$

تعریف عملیاتی متغیرها

متغیر وابسته

RET: بازده سالانه سهام برابر است تغییرات قیمت اول دوره و آخر دوره ی سهام، به علاوه سایر عواید ناشی از خرید سهم، مانند مزایای ناشی از حق تقدم، سهام جایزه و سود نقدی سهام، تقسیم بر قیمت سهام در اول دوره

متغیر مستقل

SENTIMENT احساسات مشتری با ارتباط متنی همراه است. اطلاعات متنی را از اعلان های محصولات مختلف یا اعلان های مشتری که توسط شرکت های فوق و همچنین اخبار مربوط به شرکت ها منتشر می شود استخراج می شود

متغیرهای کنترلی

LEV هرم مالی: سبت بدهی کل به دارایی کل

Profitability سودآوری برابر است با نسبت درآمد به ارزش سهام

SGA/Sales برای نشان دادن کارآمدی شرکت در مورد هزینه های فروش، عمومی و اداری استفاده می شود

یافته های پژوهش

در این قسمت نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل مدل های پژوهش ارائه خواهد شد. ابتدا آمار توصیفی متغیرهای پژوهش ارائه می شود. در مرحله بعدی به آمار استنباطی پژوهش و آزمون فرضیه ها با استفاده از مدل تشریح شده پرداخته خواهد شد. اولین گام در تحلیل آماری، تعیین مشخصات خلاصه شده داده ها و محاسبه شاخص های توصیفی می باشد. هدف از این تحلیل، شناخت روابط درونی متغیرها و نشان دادن رفتار آمودنی هاست تا مقدمات تحلیل آماری فراهم شده و خصوصیات توصیفی برای تحلیل بیشتر آشکار شود. شاخص های توصیفی مورد نظر شامل میانگین، انحراف معیار، مقدار حداقل و حداکثر در جدول (۱) آورده شده است.

جدول (۱): آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش

متغیر	میانگین	میان	انحراف معیار	کوچک ترین	بزرگ ترین
بازده سالانه سهام	۰/۴۹	۰/۴۸	۰/۴۲	۰/۰۰۰۴	۱/۳۸
اهرم مالی	۰/۶۳	۰/۶۳	۰/۱۸	۰/۰۲	۱/۰۷
اندازه شرکت	۵/۸۴	۵/۷۸	۰/۵۴	۴/۵۶	۸/۰۵
سودآوری	۰/۳۷	۰/۱۵	۰/۷۲	-۰/۶۶	۲/۸۱
کارایی گذشته شرکت	۰/۰۵	۰/۰۶	۰/۰۵	۰/۰۰۰۸	۰/۰۹
احساسات مشتری	۰/۳۶	۰/۳۱	۰/۲۹	۰/۰۰۳	۳/۱۹

قبل از تجزیه و تحلیل داده های پژوهش، پایایی متغیرهای پژوهش مورد بررسی قرار گرفت. پایایی متغیرهای پژوهش، به این معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال های مختلف ثابت بوده است. در نتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی شود. بدین منظور آزمون لوین، لین و هادری استفاده شد و نتایج نشان داد که مقدار **P-Value** برای تمامی متغیرها از ۰.۵٪ کمتر است و نتایج حاصل شد که همه متغیرهای مورد مطالعه در سطح ۵ درصد معنی دار بوده و فرض صفر قابل رد کردن است. به این ترتیب، تمام متغیرهای مدل ایستا در سطح هستند.

سپس از آزمون **F** لیمر برای بررسی ناهمگنی واحدها یا انتخاب مدل اثرات ثابت در مقابل مدل لیمر برای بررسی ناهمگنی واحدها یا انتخاب مدل اثرات ثابت در مقابل مدل ادغام شده استفاده می شود آماره آزمون فوق به صورت زیر می باشد:

$$F = (n-1, nt-n-k) = \frac{(RSS_R - RSS_{UR}) / (n-1)}{RSS_{UR} / (nt-n-k)}$$

در این تابع n تعداد بخش ها، t طول دوره زمانی، k تعداد پارامترها، RSS_R مجموع مجذورات پسماندهای مقید، RSS_{UR} مجموع مجذورات پسماندهای غیر مقید، UR مشخص کننده مدل غیر مقید و R نشان دهنده مدل مقید با یک عبارت ثابت برای کلیه ی گروه ها می باشد. اگر F محاسبه شده از F جدول با درجه آزادی های $(n-1)$ و $(nt-n-k)$ بزرگتر باشد، فرضیه صفر رد می شود، در این مطالعه مشاهده می شود F محاسبه شده بزرگتر از F جدول می باشد و فرضیه صفر رد می شود و باید از روش های اثرات ثابت یا تصادفی استفاده کرد. جدول (۲) نتایج حاصل از تخمین مذکور را نشان می دهد.

جدول (۲) نتایج انتخاب مدل مطالعه (آزمون F لیمر و آزمون هاسمن)

نوع آزمون	آماره آزمون	مقدار آماره آزمون	احتمال آماره
F لیمر	F	۲۲/۳۸	۰/۰۰۰
هاسمن	H	۸۲/۰۸	۰/۰۰۰

دیده می شود که مدل های مورد بررسی، بصورت ادغام شده نمی باشد و باید یکی از مدل های اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی را انتخاب شوند. برای انتخاب اینکه از کدام روش باید استفاده شود آزمون هاسمن مورد بررسی قرار گرفته می شود در آزمون هاسمن، فرضیه صفر و فرضیه مقابل آن به این صورت بیان می شوند؛ فرضیه صفر در آزمون هاسمن به این معنی است که ارتباطی بین جزو اخلاص مربوط به عرض از مبدأ و متغیرهای توضیحی وجود نداشته و از یکدیگر مستقل هستند. در حالی که فرضیه مقابل به این معنی است که بین جزو اخلاص مورد نظر و متغیر توضیحی همبستگی وجود دارد. در صورت رد شدن فرضیه صفر روش اثرات ثابت سازگار است. در این پژوهش با بررسی آزمون هاسمن نتایج جدول (۲) نشان دهنده این هستند که مدل نشان دهنده این هستند که با رد فرض صفر مبنی بر سازگاری ضرایب، از روش اثرات ثابت استفاده شود. قبل از برآورد پنل به بررسی نرمال بودن باقی مانده ها پرداخته شد یکی از نکاتی که هنگام کار با رگرسیون باید به آن توجه داشت نرمال بودن باقی مانده هاست. به همین دلیل از آزمون جاکوب برای بررسی نرمال بودن باقی مانده ها در معادلات رگرسیون استفاده می شود.

توزیع باقی مانده ها نرمال است: H_0

توزیع باقی مانده ها نرمال نیست: H_1

تحلیل این آزمون بدین صورت است که چنانچه سطح معنی داری خروجی مدل از سطح معنی داری در آزمون های اصلی تحقیق بالاتر باشد، نتایج موید پذیرش فرض این آزمون می باشد. جدول زیر نتایج حاصل از آزمون پیش گفته را برای مدل تحقیق را نشان می دهد.

جدول شماره ۳- نتایج آزمون جاکوب برای

الگو	سطح معناداری	نتیجه آزمون
مدل (۱)	۰/۳۱	تایید H_0

همانطور که در جدول (۳) مشاهده می شود چون سطح معناداری بیشتر از سطح خطا می باشد فرض H_1 تایید نمی گردد، بنابراین باقی مانده دارای توزیع نرمال می باشد

در بررسی نتایج آزمون ناهمسازی واریانس در مدل ها حاکی از آن است که سطح معنی داری هر سه مدل بیشتر از ۰/۵ بوده است. لذا فرض صفر رد نمی شود، این بدان معنا است متغیرهای تحقیق دارای همسانی واریانس می باشند. در بررسی خود همبستگی از آزمون دوربین واتسون استفاده شد که اگر مقدار آن عددی بین ۱,۵ تا ۲,۵ باشد نشان دهنده عدم خود همبستگی می باشد و با توجه به اینکه مقدار این آماره در مدل برابر ۱/۶۸ می باشد که نشان می دهد خود همبستگی وجود ندارد

در نهایت الگو تصریح شده برای بررسی اثر متغیرهای توضیحی بر ارزش شرکت به روش ثابت تخمین زده شده و نتایج مربوطه در جدول (۴) گزارش شده است.

جدول (۴): نتایج حاصل از برآورد پنل برای مدل مطالعه

متغیر	ضریب	آماره t	احتمال
اهرم مالی	-۰/۱۴	-۲/۵۶	۰/۰۰۹
اندازه شرکت	۰/۱۰	۱/۵۵	۰/۱۲
سودآوری	۰/۷۱	۱/۹۵	۰/۰۵
کارایی گذشته شرکت	۰/۴۱	۲/۶۲	۰/۰۰۸
احساسات مشتری	۰/۲۱	۲/۳۲	۰/۰۱
ضریب تعیین	۰/۵۳	آماره دوربین	۱/۶۸
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۵	واتسون	

با توجه جدول (۴-۶) ضریب متغیر احساس مشتری ۰/۲۱ و با توجه به سطح معناداری ۰/۰۱ که کمتر از ۰/۰۵ سطح معنادار تعریف شده، بین احساس مشتری و بازده شرکت رابطه معناداری وجود دارد. بر اساس ضریب برآورد افزایش یک واحد در متغیر احساس مشتری منجر به افزایش ۰/۲۱ در بازده شرکت می شود. نتایج همچنین حاکی از آن است که تأثیر اهرم مالی بر بازده سهام شرکتها منفی و معنادار است. این موضوع نشان میدهد که در شرکتها دارای نسبت بالای اهرم مالی هستند چون بدهی های شرکت بیشتر است بازده سهام نیز کمتر می شود. همچنین سود آوری شرکت بر بازده سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد.

بحث و نتیجه گیری

در دهه های اخیر پژوهشگران به اثرگذاری گرایش احساسی سرمایه گذاران در تصمیم گیری های مالی اشاره دارند و اعتقاد دارند که سرمایه گذاران در اتخاذ تصمیم های مالی خود به مقوله ریسک و قیمت های آینده سهام و بازدهی آن ها به گونه ای کاملاً متفاوت از تئوری های مدرن نگاه می کند و اعتقاد دارند که بسیاری از سرمایه گذاران به هنگام تصمیم گیری به مفاهیم و فرضیه های زیربنایی تئوری ها و مدل های انتخاب طرح ها و سبدهای سرمایه گذاری توجهی ندارند و گاهی آن ها را نمی شناسند. لذا تکیه بیش از حد بر تئوری ها و مدل های مدرن انتخاب و اداره سرمایه گذاری کار چندان صحیحی نیست و معتقدند که: اولاً: بازار ناکارآمد است و یا حداقل از آن کارایی که تئوری ها بر آن بنا شده اند برخوردار نمی باشند. دوماً: رفتار سرمایه گذاران فردی در انتخاب سبدهای اوراق بهادار بسیار متفاوت از یکدیگرند؛ و سوماً: الزاماً بین ریسک و بازده یک رابطه خطی و با شیب مثبت وجود ندارد. بنابر این با توجه به اینکه سرمایه گذاران در تصمیم گیری های سرمایه گذاری از عوامل رفتاری و گرایش های احساسی تاثیر می پذیرند.

سهامی که دارای حجم معاملات بیشتری در بازار سهام است، معمولاً بیشتر مورد توجه و استقبال سهامداران خواهد بود و به دلیل افزایش تقاضا برای خرید آن، قیمت سهام افزایش یافته و بازده مقطعی آن افزایش خواهد یافت. همچنین، سهامی که روند صعودی قیمت آن نسبت به روند نزولی قیمت آن بیشتر است، باعث جلب توجه هر چه بیشتر سرمایه گذاران شده و اطمینان معقولی برای سرمایه گذاری فراهم می آورد که در نتیجه بازده سهام را افزایش خواهد داد.

اثر تمایلات احساسی مشتری تأیید شده در این مقاله و درک کاملی از نقش آن در بازار سرمایه، میتواند باعث تقویت فرآیند ارزشگذاری گردد و در تبیین بیشتر بازده موثر واقع شود، لذا به سرمایه گذاران پیشنهاد میگردد که گرایش های احساسی به عنوان یک عامه مهم در تغییرات بازار مالی توجه ویژه ای مبذول دارند.

منابع

- [۱] آذر بویه، نرگس (۱۳۹۹) مروری بر منشا رفتار احساسی سرمایه گذاران و تاثیرات آن بر بازار بورس جغرافیا و روابط انسانی. دوره ۳، شماره ۲
- [۲] حیدریور، فرزانه. تازی وردی، یدالله و مریم محرابی (۱۳۹۲) تأثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، شماره ۱۷ صص ۱-۱۳
- [۳] نیکبخت، محمدرضا. حسین پور، امیرحسین (۱۳۹۵) بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام". پژوهشهای تجربی حسابداری، شماره ۲۲ صص ۲۱۹-۲۴۵
- [4] Bird, R., Gerlach, R., Hall, A.D., 2001. The prediction of earnings movements using accounting data: an update and extension of Ou and Penman. *J. Asset Manag.* 2 (2), 180–195
- [5] Baker, M., Wurgler, J., 2006. Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *J. Finance* 61 (4), 1645–1680
- [6] Beaujean, M., Davidson, J., Madge, S., 2006. The ‘moment of truth’ in customer service. *McKinsey Quarterly* 1, 62–73.
- [7] Baker, M. & Wurgler, J, (2006), "Investor Sentiment and the Cross- Section of Stock Returns", *Journal of Finance*, Vol. 61, PP. 164–168
- [8] Crosby, L.A., Johnson, S.L., 2007. Experience required: Managing each customer’s experience might just be the most important ingredient in building customer loyalty. *Mark. Manag.* 16 (4), 20–.
- [9] Doojin, R. Kim, H & Yang, H (2017). "Investor sentiment, trading behavior and stock Returns". *Journal of Economics Letters*. Volume 24, 2017 - Issue 12
- [10] Eachempati, P., Srivastava, P, Kumar, A., Munoz de prat, J., Delen, A(2022) Can customer sentiment impact firm value? An integrated text mining approach. *Technological Forecasting & Social Change* 174 (2022) 121265
- [11] Frederickson, J.R., Zolotoy, L. (2016). Competing earnings announcements: Which announcement do investors process first? *Accounting Review*, 91(2), 441-462.
- [12] Fraering, M., & Minor, M.S. (2013). Beyond loyalty: customer satisfaction, loyalty, and fortitude. *J. Services Mark*
- [13] Gang, H. Shuzhen, Z. Haifeng, G. (2020)."The Nonlinear Relationship between Investor Sentiment, Stock Return, and Volatility". *Discrete Dynamics in Nature and Society*. Volume 2020, Article ID 5454625, 11 pages.
- [14] Kim, T & Ha. A, (2010), "Investor Sentiment and Market Anomalies", 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=1663649>, PP. 1-24
- [15] Karim, B., 2011. Corporate name change and shareholder wealth effect: empirical evidence in the French stock market. *J. Asset Manag.* 12 (3), 203–213
- [16] Liu, Y., Jiang, Cuiqing, Zhao, Huimin, 2019. Assessing product competitive advantages from the perspective of customers by mining user-generated content on social media. *Decis. Support Syst.* 123, 113079–113091.
- [17] Mittal, V., Frennea, C., 2010. Customer satisfaction: a strategic review and guidelines for managers. *MSI Fast Forward Series*. Marketing Science Institute, Cambridge, MA.
- [18] Michelle (2019). How to track customer sentiment and become a master of emotion. Retrieved from: <https://www.userlike.com/en/blog/customer-sentiment>.
- [19] Merrin, R.P., Hoffmann, A.O., Pennings, J.M., 2013. Customer satisfaction as a buffer against sentimental stock-price corrections. *Mark. Lett.* 24 (1), 13–27
- [20] Pai, P.F., Liu, C.H., 2018. Predicting vehicle sales by sentiment analysis of Twitter data and stock market values. *IEEE Access* 6, 57655–57662.
- [21] Verhoef, P.C., Lemon, K.N., Parasuraman, A., Roggeveen, A., Tsiros, M., Schlesinger, L. A., 2009. Customer experience creation: determinants, dynamics and management strategies. *J. Retailing* 85 (1), 31–41

- [22] Yang, Z.H., Liu, J.G., Yu, C.R., Han, J.T., 2017. Quantifying the effect of investors' attention on the stock market. PLoS ONE 12 (5), e0176836
- [23] Wu, J., Chang, S(2020) Exploring customer sentiment regarding online retail services: A topic-based approach. Journal of Retailing and Consumer Services. Vol55. 102145.