

## تحلیل ارتباط معیار ریسک بر رفتار احساسی سرمایه گذاران با تاکید بر نقش مدیریت اثر بخش ریسک و مدیریت سیاسی شرکت

محمد زارع<sup>۱</sup>

<sup>۱</sup> کارشناسی ارشد حسابداری، گروه حسابداری، واحد عسلویه، دانشگاه پیام نور، عسلویه، ایران (نویسنده مسئول)

### چکیده

پژوهش حاضر به بررسی تحلیل ارتباط معیار ریسک بر رفتار احساسی سرمایه گذاران با تاکید بر نقش مدیریت اثر بخش ریسک و مدیریت سیاسی شرکت می‌پردازد. این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی بوده و از بعد روش شناسی همبستگی از نوع علی (پس رویدادی) می‌باشد. جامعه آماری پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده و با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۸۶ شرکت به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده در دوره‌ی زمانی ۹ ساله بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفتند. روش مورد استفاده جهت جمع آوری اطلاعات، کتابخانه‌ای بوده و داده‌های مربوط برای اندازه‌گیری متغیرها از سایت کدال و صورتهای مالی شرکت‌ها جمع آوری شده و در اکسل محاسبات اولیه صورت گرفته سپس برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم افزار استاتا استفاده شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه گذاران رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه گذاران را تعدیل نمی‌کند. مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه گذاران را تعدیل نمی‌کند. بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه گذاران رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه گذاران را تعدیل نمی‌کند. مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه گذاران را تعدیل می‌کند.

**واژه‌های کلیدی:** رفتار احساسی سرمایه گذاران، ریسک سیستماتیک، ریسک مالی، مدیریت ریسک، مدیریت سیاسی

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## مقدمه

احساسات نقش عمده ای در تصمیم‌گیری دارد و در بسیاری موارد سرمایه‌گذاران بین دو طیف عقلانیت و احساسات، به یکی از دو سر طیف متمایل می‌شوند. تورش‌های احساسی، ریشه اصلی بروز تصمیمات مبتنی بر احساسات اند. هنگامی که سرمایه‌گذاران در فرآیند تصمیم‌گیری دچار احساسات (تصمیم‌گیری‌های خوش بینانه و یا بدبینانه) می‌شوند، در طیف تصمیم‌گیری از عقلانیت فاصله گرفته و به سمت احساسات متمایل شده که نتیجه آن اتخاذ تصمیمات مبتنی بر احساسات است (سعیدی و فراهانیان، ۱۳۹۴). تحقیقات رفتاری در حسابداری بینش ارزشمندی در ارتباط با موضوعاتی همچون پردازش اطلاعات حسابداری توسط تصمیم‌گیرندگان، واکنش آن‌ها به اطلاعات و مخابره آن در اختیار می‌گذارد که از این بینش‌ها می‌توان برای بهبود تصمیم‌گیری استفاده نمود. از سویی دیگر به حسابداران کمک می‌کند تا تخصص خود در جمع‌آوری، پردازش و مخابره اطلاعات را افزایش دهند (رهنمای‌رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۸). حسابداری سیستمی است که نتایج آن توسط اشخاص و گروه‌های استفاده‌کننده به کار گرفته می‌شود. آثار رفتاری اطلاعات حسابداری و تأثیر آن بر حسابداران و غیرحسابداران موضوع بحث علوم رفتاری با هدف درک، توضیح و پیش‌بینی رفتار انسان می‌باشد. اگرچه روش رفتاری نسبتاً جدید است، ولی نظرهای زیادی را به خود جلب نموده و در تحقیقات حسابداری انگیزه‌ای ایجاد کرده است که به ساختار رفتاری توجه و برآن تأکید شود. از آنجا که مقصد حسابداری تأمین اطلاعات برای تصمیم‌گیرندگان است، آثار رفتاری اطلاعات حسابداری و واکنش تهیه‌کنندگان و استفاده‌کنندگان از این اطلاعات اخیراً مورد توجه محققین قرار گرفته و بر این اساس مکتب جدیدی در تحقیقات با نام مالی رفتاری در حوزه مالی و حسابداری مدیریت رفتاری در حوزه حسابداری بوجود آمده است. روانشناسان بیش از صد سال است که فرایند تصمیم‌گیری توسط انسان را مورد مطالعه قرار داده و در رابطه با چگونگی رفتار انسان‌ها به تئوری‌هایی قوی دست یافته‌اند. از این رو، تحقیقات روانشناسی می‌توانند دیدگاه‌هایی ارزشمند را در مورد نحوه رفتار مدیران، حساب‌برسان، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران ارائه نمایند.

عمده تحولات در فضای کسب و کار، مانند جهانی شدن و سرعت بالای تغییرات در فناوری، باعث افزایش رقابت و دشواری مدیریت در سازمان‌ها گردیده است. در محیط‌های پیچیده، سازمان‌ها نیازمند مدیرانی هستند که این پیچیدگی‌های ذاتی را در زمان تصمیم‌گیری‌های مهم‌شان لحاظ و تفکیک کنند. مدیریت ریسک مؤثر که بر مبنای اصول مفهومی معتبر قرار دارد، بخش مهمی از این فرایند تصمیم‌گیری را تشکیل می‌دهد لذا می‌توان ادعا کرد که مدیریت ریسک، فرایندشناسایی، ارزیابی و انجام اقدامات کنترلی و اصلاح ریسک‌های اتفاقی بالقوه‌هایی است که مشخصاً پیشامدهای ممکن آن، خسارت یا عدم تغییر در وضع موجود می‌باشد (تاری وردی و دامچی جلودار، ۱۳۹۱). امروزه مدیریت ریسک به‌عنوان یک راهکار مدیریت هوشمند مورد توجه صاحبان سرمایه، مدیران سازمان‌ها، شرکت‌ها و تصمیم‌گیرندگان قرار گرفته است. جهانی شدن و سرعت بالای تغییرات در فناوری، باعث افزایش رقابت و دشواری مدیریت در سازمان‌ها گردیده است. در محیط‌های پیچیده، سازمان‌ها نیازمند مدیرانی هستند که این پیچیدگی‌های ذاتی را در زمان تصمیم‌گیری‌های مهم‌شان لحاظ و تفکیک کنند. مدیریت ریسک مؤثر که بر مبنای اصول مفهومی معتبر قرار دارد، بخش مهمی از این فرایند تصمیم‌گیری را تشکیل می‌دهد. مدیریت ریسک واحد تجاری ریسک را مدیریت می‌کند تا اطمینان قابل قبولی برای دستیابی به اهداف واحد تجاری را فراهم آورد (گوردن لاورس و همکاران، ۲۰۰۹). با رشد رقابت میان سازمان‌های امروزی و تهدیدات و فرصت‌هایی که گریبان‌گیر تمامی سازمان‌ها در سطوح مختلف داخلی و بین‌المللی می‌باشد، مفهوم ریسک اهمیت زیادی پیدا کرده است. تهدیدات یاد شده می‌تواند به حدی باشد که سازمان را با شکست مواجه نماید. از این رو مدیران برای رشد و بقای سازمان باید به فکر راه‌هایی برای کاهش ریسک‌های نامطلوب باشند، امروزه مدیریت ریسک به‌عنوان یک ابزار هوشمند مدیریتی و محرک اقتصادی مهم مورد توجه صاحبان سرمایه، مدیران سازمان‌ها، شرکت‌ها و تصمیم‌گیرندگان قرار گرفته است. هدف مدیریت ریسک، کنترل پیامدهای نامطلوب ناشی از تحمل ریسک است. مدیریت ریسک بنگاه با دیدگاهی سیستماتیک، از ریسک‌های موجود در یک صنعت و بنگاه تجاری حداکثر ارزش را ایجاد می‌نماید (پورتر، ۲۰۰۸). رشد و توسعه اقتصادی یک کشور، مستلزم تجهیز منابع سرمایه‌ای و تخصیص بهینه آن به فعالیت‌های مولد اقتصادی است و تحقق این

امر، نیازمند توسعه بخش مالی اقتصاد و به‌ویژه، گسترش بازار سرمایه و در رأس آن، بورس اوراق بهادار می‌باشد. دست‌یابی به این مهم نیز جز با بسترسازی مناسب جهت ترغیب سرمایه‌گذاران به مشارکت در چنین بازارهایی، میسر نمی‌گردد. در این راستا، سرمایه‌گذاران به اطلاعات نیاز دارند که بر پایه آن، قادر به ارزیابی ریسک ذاتی، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده و تصمیم‌گیری درباره، خرید نگهداری و فروش آن باشند. از سویی دیگر، با توجه به ماهیت و روابط اقتصادی در فضای کسب‌وکار کشور و با عنایت به اینکه تفکیکی میان مالکیت و مدیریت آن‌هم به‌طور محتوایی در اکثر واحدهای تجاری تحت تملک دولت و نهادهای وابسته به آن وجود ندارد به نظر می‌رسد گزارش‌های حسابرسی و در نتیجه کیفیت اطلاعات صورت‌های مالی تحت تأثیر نفوذ و قدرت سیاسی مدیران و سهامداران وابسته به کانون قدرت باشد (رنجبر مناسب آستانه، ۱۳۹۵). امروزه رابطه مثبتی بین ارتباطات سیاسی، رانتهای اقتصادی و ارزش شرکت‌ها در سطح جهان قابل‌مشاهده است. چنین مواردی باعث می‌شود این استدلال تقویت شود که اگر ارتباطات سیاسی در تعیین ارزش شرکت‌ها، بقاء شرکت‌ها، قدرت آن‌ها و دیگر ویژگی‌های شرکت‌ها، دارای اهمیت است، در این صورت بایستی به‌صورت نظام‌مندی در بازار سهام، منعکس شود. فاشیو (۲۰۱۰) نشان داد شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی با اعضای پارلمان، نسبت به سایر شرکت‌هایی که از این ارتباط برخوردار نیستند، دارای قدرت بازار بیشتری هستند (فاشیو، ۲۰۱۰)، حضور و نفوذ صاحب‌منصبان دولتی در ارکان اداره شرکت‌ها، موضوعی است که می‌تواند با توجه به وجود شواهد تجربی به‌عنوان امری بدیهی قلمداد شود. باین‌حال، ارتباطات سیاسی می‌تواند از طرق مختلف بین شرکت‌ها و دولت ایجاد شود، از جمله از طریق ساختار مالکیت، حضور در ترکیب هیئت‌مدیره، تولید محصولات خاص و ارتباطات شبکه‌ای، صرف‌نظر از روش برقراری ارتباط میان شرکت‌ها و دولت، آنچه اهمیت بیشتری دارد، پیامدهای این نوع از ارتباطات برای شرکت‌ها است. در کشور ما به دلیل اینکه عمده شرکت‌ها دولتی هستند و مدیران آن‌ها نیز توسط دولت منصوب می‌شوند. در نتیجه تضاد منافع میان مدیر و مالک مشاهده نمی‌شود. از آنجائی که مدیر و سهامدار عمده به اطلاعات نزدیک هستند، لذا برای تصمیم‌گیری به اطلاعات حسابداری و کیفیت آن توجهی ندارند. مدیران به دنبال حسابرسی هستند تا درباره عملکرد آن‌ها اظهارنظر مطلوب ارائه نمایند؛ بنابراین می‌توان استنباط نمود که صورت‌های مالی و گزارش‌های حسابرسی تحت تأثیر عامل ارتباطات سیاسی قرار دارد (بنی‌مهد و همکاران، ۱۳۹۲).

با توجه به احساس نیاز به شناخت رفتار سرمایه‌گذاران در شرکت‌های بورسی و مقدمه‌ای که بیان شد، این پژوهش در پی یافتن پاسخی برای این سؤال‌ها است. آیا معیارهای ریسک شرکت بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد؟ آیا مدیریت سیاسی و اثر بخشی مدیریت ریسک بر این رابطه تأثیر گذار می‌باشد؟

#### پیشینه تحقیق

#### پیشینه تحقیقات داخلی

پوراحمدی و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهش خود با عنوان تأثیر مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تأمین مالی خارجی و مدیریت سود را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش حاکی از این است که مدیریت ریسک سازمانی بر مدیریت سود و همچنین تأمین مالی خارجی بر مدیریت سود تأثیر دارد. سرانجام مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تأمین مالی خارجی و مدیریت سود تأثیرگذار بود. به عبارتی مدیریت ریسک سازمانی می‌تواند عملکرد عملیاتی و افزایش ارزش شرکت را بهبود بخشیده و شرکت‌هایی که به علت عدم اطمینان محیطی در معرض ریسک بالا هستند از تأثیرات نامطلوب ریسک جلوگیری و کنترل کند و پیامدهای سودمندی را با حداقل رسانده و نوسانات سود را کاهش دهد.

آذربویه دینکی، (۱۳۹۹)، در پژوهش خود با عنوان مروری بر منشا رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و تأثیرات آن بر بازار بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. در تئوری مالی سنتی فرض بر این است که سرمایه‌گذاران رفتار عقلایی دارند و با دردسترس داشتن منابع اطلاعاتی به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت مورد انتظار اند در حالی که دیدگاه مالی رفتاری حاکی از آن است

<sup>۱</sup> - Faccio

که رفتار سرمایه گذاران، در گرو قضاوت ها، گرایش های احساسی و منابع اطلاعاتی غیر رسمی قرار می گیرد. همچنین مطالعات بسیاری نشانگر آن اند که رفتار احساسی سرمایه گذاران بر بازار بورس تاثیر گذار است. در پژوهش پیش رو، با مرور نظام مند مطالعات پیشین، تعداد ۴۵ مقاله و پژوهش بر اساس سه معیار ثبت در نشریات معتبر، ثبت یافته های مورد انتظار و کامل بودن پژوهش مورد مطالعه و بررسی قرار گرفته اند. 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.

تنانی (۱۳۹۹)، در پژوهش خود به بررسی ریسک سقوط قیمت سهام: احساسات سرمایه گذاران و نقش تعدیل گر مدیریت سود پرداخت. در این پژوهش برای محاسبه احساسات سرمایه گذاران از شاخص آرمز و برای ریسک سقوط قیمت سهام از چولگی منفی بازده سهام استفاده شده است و ارتباط بین متغیرها با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره مورد بررسی قرار گرفته است. همچنین جامعه آماری پژوهش متشکل از ۱۰۲ شرکت از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال های ۱۳۹۲ تا ۱۳۹۷ است. نتایج نشان می دهد که هر چه احساسات مثبت و خوش بینانه نسبت به سهام یک شرکت افزایش یابد، ریسک سقوط قیمت آن در سال های بعد بیشتر می شود. همچنین مدیریت سود به عنوان یک عامل تعدیل گر موجب تقویت این تاثیر می گردد.

حسینی و مرشدی (۱۳۹۸)، در پژوهش خود به بررسی تاثیر احساسات سرمایه گذاران بر پویایی معاملات بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. طبق یافته هایشان شناسایی الگوهای رفتاری سرمایه گذاران حقیقی به عنوان یک عنصر مهم در بورس اوراق بهادار حائز اهمیت می باشد. جامعه آماری تحقیق شامل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که با استفاده از روش غربالگری تعداد ۱۱۷ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. برای بررسی فرضیه های این تحقیق از روش رگرسیون و نرم افزار EViews استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان داد احساسات سرمایه گذاران تاثیر مستقیمی بر بازده سهام دارد. همچنین بر اساس دیگر یافته های تحقیق مشخص شد که تولید ناخالص داخلی تاثیر مستقیم و تورم تاثیر معکوس بر ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده سهام دارند؛ اما رابطه معنی داری در خصوص تاثیر هزینه های دولت بر ارتباط بین احساسات سرمایه گذار و بازده سهام به دست نیامد.

بشیری منش و همکاران (۱۳۹۸)، به بررسی رفتار احساسی سرمایه گذاران و مدیریت سود حسابداری پرداختند. دیدگاه مالی رفتاری نشان از تاثیر رفتار احساسی سرمایه گذاران بر تعیین قیمت سهام دارد. انتظار می رود مدیران با آگاهی از تاثیرگذاری مالی رفتاری بر قیمت سهام در تصمیم خود برای مدیریت سود دقت عمل بیشتری داشته باشند. در نتیجه می توان نتیجه گرفت که نگرش های کوتاه مدت سرمایه گذاران بر میزان دستکاری اقلام تعهدی اختیاری تاثیرگذار می باشد. همچنین یافته ها نشان داد سرمایه گذاران و مدیریت سود واقعی رابطه معناداری وجود ندارد.

### پیشینه تحقیقات خارجی

نیتیا و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰)، در پژوهش خود به بررسی تاثیر شیوه های مدیریت ریسک عملیاتی و استراتژیک بر عملکرد شرکت: یک بررسی تجربی پرداختند. نتایج نشان می دهد که در شرایط عدم قطعیت، تصمیم گیری مدیریت تا زمانی که اشکال قابل مشاهده خطرات بروز نکند، محتاطانه بوده و مکانیزم های پاسخ گویی معقولی در پیش گرفته می شوند. این مطالعه نقش تعیین کننده شیوه های اکتشاف و استفاده از زنجیره تامین و تاثیر آنها در توسعه شیوه های مدیریت ریسک شبکه را مشخص کرده و منجر به نتایج مالی رقابتی می شود.

<sup>۲</sup>-Nitya et al

جین جولیس و ریکاردو (۲۰۲۰) در پژوهش خود به بررسی بازاندیشی در زمینه پیاده سازی مدیریت ریسک سازمانی (ERM) به عنوان یک چالش اجتماعی و فنی پرداختند. ارزیابی، پذیرش و مدیریت خطرات بیشماری که ممکن است با آن مواجه شود، پیشنهادگرانه تر و مؤثرتر ظاهر شود. بر این اساس، ERM توسط تعدادی از سازمان های بزرگ و متوسط در سراسر جهان پذیرفته شده است. با این حال، بسیاری از این شرکت ها، در حالی که هنوز به مفهوم ERM اعتقاد دارند، از مسائل مربوط به پیاده سازی آن که مانع از دستیابی به مزایای مورد انتظار ERM می شود، ناامید شده اند. بنابراین، این مقاله یک چارچوب نظری ایجاد می کند که به شناسایی عوامل اجتماعی - عوامل مختص به ساختار و نقش سازمانی، رفتار انسانی و کیفیت کار در سازمان و عوامل فنی می پردازد. عوامل مختص به سیستم کار سازمانی که شامل فناوری، سیاست ها، قوانین مربوط به روش های جاری می باشد، این عوامل برای اجرای موفق ERM از منظر یک فرایند نوآوری پیچیده بسیار مهم می باشند. مطالعه ما نقش عوامل اجتماعی و فنی خاص که بر پیاده سازی موفقیت آمیز ERM تأثیر می گذارد را مشخص می نماید، درک ما از ERM را فراتر از دیدگاه مالی محدود فعلی گسترش می دهد و پیاده سازی ERM را با چالش های موجود در شیوه مدیریت مرتبط می سازد.

ملیک و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهش خود به بررسی مدیریت ریسک سازمانی و عملکرد شرکت: نقش کمیته ریسک پرداختند. یافته های پژوهش نشان می دهد که تشکیل BLRC، صرفاً نوشارویی برای نظارت بر ERM نیست؛ با این حال، وجود یک BLRC بطور ساختاری قوی برای حاکمیت مؤثر ERM بسیار مهم می باشد.

فلورین و الکساندر (۲۰۲۰) در پژوهش خود جلب اعتماد سرمایه گذار: نقش مدیریت سود گذشته را مورد بررسی قرار دادند. آیا مدیریت سود، حتی اگر قانونی باشد، مانع اعتماد سرمایه گذار به سودهای گزارش شده می شود؟ یا آیا سرمایه گذاران، به مدیریت سود به عنوان راهی برای انتقال اطلاعات خصوصی توسط شرکت ها می نگرند یا صرفاً به عنوان یک ویژگی خنثی در گزارشگری مالی می دانند؟ نتایج نشان داد که خودداری از مدیریت سود در گذشته، واکنش های سرمایه گذاران به غافلگیری های سود در آینده را افزایش می دهد. نکته مهم این که، این تأثیر در صنایعی رخ می دهد که اخیراً اعتماد سرمایه گذار از دست رفته است و در گذشته مدیران انگیزه ها و فرصت هایی برای دستکاری سود داشتند. به طور کلی، به نظر می رسد سرمایه گذاران تا حدی مقاومت مدیریت در برابر وسوسه های گزارشگری نادرست را به عنوان "تست لیتموس" برای قابلیت اطمینان تفسیر می کنند.

باست و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهش خود موضوع ارزیابی ریسک، مدیریت و سنجش ریسک در زنجیره تامین را مورد بررسی قرار دادند. امروزه ریسک ها به یک بخش مهمی در زندگی ما تبدیل شده اند، زیرا آنها در تمامی کارهایی که انجام می دهیم و مشارکت می کنیم، وارد می شوند. برخی افراد نمی خواهند کاری را انجام دهند که با ریسک همراه باشد و بعضی خود را در معرض ریسک قرار می دهند. در هر دو گروه، افراد باید ریسک خود را از طریق استفاده از ابزارآلات و اقدامات ایمنی مانند لباس های ضد آتش و کلاه ایمنی برای راننده های مسابقه و طناب ایمنی برای سنگ نوردان، رفع کنند. با استفاده از راهبردهای کاهش ریسک، تمام ریسک ها را می توان به یک سطح قابل کنترل کاهش داد. در زنجیره تامین، فرایند تصمیم گیری حاوی ریسک هایی است که می تواند بر پیشرفت شرکت در معرفی یک محصول جدید، گسترش در بازارهای مختلف و برون سپاری عملیات تولید تاثیر بگذارد. شرکت ها احتمالاً با در نظر گرفتن ریسک ها در تصمیم گیری خود و با به کار بردن استراتژی مناسب کاهش ریسک به خوبی در برابر وقایع غیر منتظره واکنش نشان خواهند داد. فردیت، عدم اطمینان و

<sup>۲</sup> - Jean-Jules & Vicente

<sup>۴</sup> - Malik et al

<sup>۵</sup> - Florian & Alexander

<sup>۶</sup> - Basset et al

ناشناختگی که در واقعیت وجود دارد، عوامل کلیدی هستند که کنترل ریسک‌ها را مشکل می‌سازند. از این رو، تجزیه و تحلیل، کاهش و کنترل ریسک، توصیه‌هایی را برای تصمیم‌گیری مناسب ارائه می‌دهد. به منظور ارزیابی ریسک‌ها در زنجیره تامین، یک روش یکپارچه با فرایند سلسله‌مراتبی تحلیلی نوتروسیفیک (N-AHP) و تکنیک نوتروسیفیک ارائه شده است. هدف آن تطبیق شباهت به راه حل ایده آل (N-TOPSIS) با ترجیح سفارش است. مقادیر نوتروسیفیک در تحقیقات ما می‌توانند به طور موثر و کارآمد با اطلاعات مبهم، غیرقطعی و ناقص که تأثیر قابل توجهی در مدیریت ریسک دارند، مقابله کنند. برای نشان دادن روش پیشنهادی، یک مطالعه موردی واقعی ارائه شده است.

### فرضیه های پژوهش

فرضیه اول: بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.  
فرضیه دوم: اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند.  
فرضیه سوم: مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند.  
فرضیه چهارم: بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.  
فرضیه پنجم: اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند.  
فرضیه ششم: مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند.

### روش شناسی پژوهش

روش پژوهش حاضر از نوع نتیجه‌آزمایی یک پژوهش کاربردی است؛ زیرا از آن در فرایند تصمیم‌گیری استفاده می‌شود. از منظر فرایند اجرا (نوع داده‌ها) یک پژوهش کمی و از منظر بعد زمانی یک پژوهش طولی (پس‌رویدادی) است. داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی موجود در سایت‌های مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، سایت کدال و مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران استخراج شده است. در این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ به عنوان جامعه آماری در نظر گرفته شده است که تعداد آنها در حدود ۵۰۵ شرکت می‌باشد. برای انتخاب نمونه آماری معیارهای زیر در نظر گرفته شده است:

سهام آن‌ها فعال و حداقل از سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۸ در بورس اوراق بهادار تهران مورد معامله قرار گرفته باشد.  
سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

شرکت‌های فهرست شده که گزارش‌های پیش‌بینی سود آن‌ها فاش نشده است.  
در دوره بررسی این شرکت‌ها تغییر در سال مالی وجود نداشته باشد.  
جزء شرکت‌های گروه‌های بانکی و موسسات اعتباری، واسطه‌گری، سرمایه‌گذاری و هلدینگ نباشند. زیرا این شرکت‌ها بعلاوه ماهیت فعالیت خود دارای نسبت‌های بدهی بالاتری در مقایسه با سایر شرکت‌ها هستند.

### جدول ۳-۱) روند انتخاب جامعه

۴۹۸	تعداد کل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس در پایان سال ۹۸
	معیارها:
۱۵۲	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی ۹۸-۹۰ در بورس فعال نبوده‌اند
۷۳	تعداد شرکت‌هایی که بعد از سال ۹۰ در بورس پذیرفته شده‌اند
۹۴	تعداد شرکت‌هایی که جز هلدینگ، سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری، بانک‌ها و یا لیزینگ هاب بوده‌اند
۷۰	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق تغییر سال مالی داده و یا سال مالی آن منتهی به پایان اسفند نمی‌باشد
۲۳	تعداد شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی تحقیق اطلاعات مورد آن‌ها در دسترس نمی‌باشد

بعد از مدنظر قرار دادن کلیه معیارهای بالا، تعداد ۸۶ شرکت به عنوان جامعه غربالگری شده باقیمانده است. بدلیل استفاده از روش توصیفی همبستگی نمونه‌گیری صورت نگرفته و همه آن‌ها به عنوان نمونه انتخاب شده اند. از این رو مشاهدات ما طی بازه زمانی ۱۳۹۰ لغایت ۱۳۹۸ به ۷۷۴ سال - شرکت (۹ سال  $\times$  ۸۶ شرکت) می‌رسد.

### متغیر وابسته: رفتار احساسی سرمایه گذاران

گرایش های احساسی سرمایه گذاران (SENT): دز این پژوهش برای اندازه گیری گرایش های احساسی سرمایه گذاران از شاخص گرایش های احساسی بازار سرمایه استفاده می‌شود. این شاخص توسط جونز (۲۰۰۵، ۹) و با تعدیل مدل ارائه شده توسط پرساود (۱۹۹۶، ۸) بسط داده شده است.

بنابراین گرایش های احساسی سرمایه گذاران با استفاده از رابطه (۲) اندازه گیری می‌شود:

$$SENT = \frac{\sum(R_{it} - R_{rt})(R_{iv} - R_{rv})}{[\sum(R_{it} - R_{rt})^2 \sum(R_{iv} - R_{rv})^2]^{\frac{1}{2}}} \times 100$$

که در آن:

$R_{it}$ : بازده سالانه سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

$R_{iv}$ : رتبه نوسان پذیری بازده سهام شرکت  $i$  که از میانگین که از میانگین انحراف معیار بازده سهام ۲ سال قبل از  $t$  استفاده می‌شود.

$R_r$ : میانگین رتبه بازده سالانه سهام شرکت های پرتفوی (در این پژوهش شرکت های نمونه بر اساس اندازه (لگاریتم طبیعی دارایی ها)، مرتب و بر اساس ۵ پرتفوی از کوچک به بزرگ طبقه بندی می‌شوند؛ به طوری که پرتفوی شماره ۱ شامل شرکت هایی با کمترین مقدار معیار مورد نظر و پرتفوی شماره ۵ شامل شرکت هایی با بیشترین مقدار معیار در آن سال باشد).

$R_v$ : میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت های پرتفوی.

### متغیر مستقل: ریسک سیستماتیک

بتا سهام شدت تغییرات بازدهی سهم موردنظر نسبت به بازار است؛ و از فرمول زیر استفاده شده است.

$$\text{Beta} = \frac{\text{cov}(\text{سهام بازدهی}, \text{بازار بازدهی})}{\text{var}(\text{بازار بازدهی})}$$

و به عنوان معیار ریسک سیستماتیک بصورت سالانه (و نه روزانه) محاسبه شده است.

### متغیر مستقل: ریسک مالی

برای محاسبه ریسک مالی از نسبت کل بدهی به کل دارایی ها استفاده شد.

### متغیر تعدیل گر: اثر بخشی مدیریت ریسک

مدیریت ریسک شرکت مجموعه تکنیک‌های مطرح شده توسط کوزو جهت مدیریت ریسک می‌باشد که در این پژوهش از مدل گوردون و همکاران (۲۰۰۹) برای اندازه‌گیری و کمی کردن اثر بخشی مدیریت ریسک در شرکت ها استفاده می‌شود. مدیریت ریسک شرکت (ERM) شامل مدیریت ریسک های استراتژیک، مدیریت ریسک های عملیاتی، مدیریت ریسک های گزارشگری و مدیریت ریسک های عدم رعایت قوانین و مقررات، تعیین می‌گردد و مجموع این چهار معیار به عنوان مدیریت ریسک به کار می‌رود. تعریف هر یک از ابزارهای مدیریت ریسک به شرح زیر می‌باشد:

### معیار اول: مدیریت ریسک های استراتژیک: Strategy

در شرکت های تولیدی هر صنعت روش های تولید، تأمین مالی و ... تقریباً مشابه است. در این حالت تنها استراتژی که می‌تواند شرکت را جهت ایجاد مزیت رقابتی یاری نماید، استراتژی فروش و مشتری مداری می‌باشد؛ بنابراین در یک سازمان هر

چه فروش و مشتری مداری نسبت به رقیبان همان صنعت خواهد داشت. از این رو عامل استراتژی را نسبت فروش به میانگین فروش صنعت در نظر گرفته می‌شود.

$$\text{Strategy} = (\text{sales}_i - \mu_{\text{sales}}) / \sigma_{\text{sales}}$$

که در آن :

$\text{Sales}_i$  : به معنای درآمد فروش و خدمات.

$\text{M}_{\text{sales}}$  : نشان دهنده میانگین درآمد فروش و خدمات در هر سال در هر صنعت می‌باشد. و

$\sigma_{\text{sales}}$  : نشان دهنده انحراف معیار درآمد فروش و خدمات در هر سال در هر صنعت می‌باشد.

#### معیار دوم: مدیریت ریسک های عملیاتی: *operation*

فرایند مدیر ریسک شرکت به دنبال کاهش ریسک های عملیاتی است که در نهایت باعث افزایش کارایی و عملکرد سازمان می‌گردد. «عملکرد بهتر» یکی از نتایج حاصل از استفاده بهتر از مدیریت ریسک شرکت بوده و باید ریسک های کلی که منجر

به شکست سازمان می‌شود را کاهش داده و در نتیجه کارایی و ارزش سازمان را افزایش دهد. از این رو گردش دارایی ها که

به صورت فروش بر کل دارایی ها تعریف می‌شود به عنوان یک معیار برای کارایی عملکرد بشمار می‌رود. کارایی عملیاتی بالاتر باید ریسک کلی ورشکستگی شرکت را کاهش داده و عملکرد و ارزش شرکت را افزایش می‌دهد.

$$\text{Operation} = (\text{sales}) / (\text{total assets})$$

$\text{Sales}$  : نشان دهنده فروش

$\text{total assets}$  : نشان دهنده جمع کل دارایی هاست

#### معیار سوم: مدیریت ریسک های گزارشگری: *Reporting*

مفهوم گزارشگری در اینجا به معنای قابلیت اتکای گزارشگری است. گزارشگری درست و دقیق برای موفقیت سازمان در همه ابعاد حیاتی است. هدف گزارشگری درست و دقیق باید هدایت کننده اصلی همه فعالیت های  $\text{ERM}$  باشد. برای اندازه گیری

کیفیت گزارشگری مالی، ارزش کامل ارقام تعهدی غیر نرمال مورد استفاده قرار می‌گیرد. در این حالت معیار قابلیت اتکای

گزارشگری شرکت عبارت است از نسبت نسبی ارزش کامل (قدر مطلق) ارقام تعهدی نرمال تقسیم بر جمع ارزش کامل

ارقام تعهدی نرمال و غیر نرمال. علت استفاده از هر دو ارقام این است که ارقام تعهدی نرمال و غیر نرمال می‌تواند منفی باشد لذا قدرت نسبی آن ها بهتر می‌تواند از طریق ارزش های کامل آن ها اندازه گیری شود.

$$\text{reporting} = (|\text{NormalAccruals}|) / (|\text{NormalAccruals}| + |\text{AbnormalAccruals}|)$$

ارقام تعهدی غیر نرمال از طریق مدل جونز (۱۹۹۱) به صورت زیر برآورد می‌شوند.

$$TA_{ijt} / A_{ijt-1} = \alpha_j + \beta_1 \Delta RE_{ijt} / A_{ijt-1} + \beta_2 PPE_{ijt} / A_{ijt-1} + e_{ijt}$$

$TA_{ijt}$  : جمع ارقام تعهدی برای شرکت  $i$  در صنعت  $j$  که عبارت است از سود قبل از ارقام غیرمترقبه منهای جریان های نقد عملیاتی.

$A_{ijt-1}$  : جمع کل دارایی ها برای شرکت  $i$  در صنعت  $j$

$\Delta RE_{ijt}$  : تغییر درآمدها برای شرکت  $i$  در صنعت  $j$

$PPE_{ijt}$  : ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات برای شرکت  $i$  در صنعت  $j$

$e_{ijt}$  : جزء خطا برای شرکت  $i$  در صنعت  $j$  یا همان  $\text{AbnormalAccruals}$

با این توصیف ارقام تعهدی نرمال عبارت است از جمع ارقام تعهدی منهای ارقام تعهدی غیر نرمال.

#### معیار چهارم: مدیریت ریسک های عدم رعایت قوانین و مقررات: *Compliance*

با ورود سازمان به محیط پیچیده و افزایش تعاملات سازمان با محیط بیرونی، سازمان چاره ای جز رعایت قوانین و مقررات حاکم بر این روابط با محیط خارجی ندارد. به همین دلیل سازمان ها در معرض طیف گسترده ای از ریسک های عدم رعایت

قوانین و مقررات قرار می‌گیرد. مدیریت ریسک شرکت، بررسی ریسک های مربوط به عدم رعایت قوانین و مقررات را در تک تک اجزای چارچوب فرایند اجرای مدیریت ریسک شراکت، مانند بافت های محیط داخلی، هدف گذاری، کنترل ریسک و



همچنین در سرتاسر سازمان پیشنهاد می‌کند. یکی از ابزارهای کارآمد در این زمینه استانداردهای پذیرفته‌شده حسابرسی می‌باشد. حسابرس و فرآیند حسابرسی نماینده محیط ناظر بیرونی محسوب می‌شود؛ بنابراین معیار برای اندازه‌گیری قوانین و مقررات استفاده شده در این پژوهش نسبت به حق الزحمه حسابرس به مجموعه دارایی‌ها می‌باشد:

$$(\Delta) \quad \text{Compliance} = (\text{Auditor Fees}) / (\text{Total Assets})$$

Auditor Fees : حق الزحمه حسابرسی

Auditor Fees : جمع کل دارایی‌ها

متغیر تعدیلگر: مدیریت سیاسی:

برای اندازه‌گیری روابط سیاسی از شاخص مدیریت سیاسی استفاده می‌شود. نشانه‌های مدیریت سیاسی شرکت عبارتند از وجود اعضای هیات مدیره وابسته به دولت، مجلس، نهادهای سیاسی و یا وجود سهامدار عمده دولتی و شبه دولتی در ساختار مالکیت شرکت. این متغیر با مقدار یک و صفر نشان داده می‌شود. در صورت وجود مدیریت سیاسی، مقدار آن یک (۱) و در غیراینصورت مقدار صفر (۰) اختصاص می‌یابد (نیکومرام و همکاران، ۱۳۹۲).

متغیرهای کنترلی

بازده دارایی‌ها (ROA): از طریق نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها اندازه‌گیری شده است.

اندازه شرکت (SIZE): از طریق لگاریتم طبیعی دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری شده است.

رشد فروش (GRO): از طریق تغییرات فروش به فروش سال قبل اندازه‌گیری شده است.

سن شرکت (LNAGE): از طریق لگاریتم طبیعی عمر شرکت (از سال جاری تا سال تاسیس) اندازه‌گیری شده است.

روش گردآوری داده‌ها

در پژوهش حاضر نیز برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مربوط به ادبیات موضوع و بررسی پیشینه پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری شده است. بطور کلی در این پژوهش از سایت‌هایی نظیر سازمان بورس و اوراق بهادار، سایت کدال برای گردآوری اطلاعات و داده‌های پژوهش استفاده شده است.

یافته‌های توصیفی

ابتدا جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها، آماره‌های توصیفی داده‌های تحت مطالعه محاسبه می‌گردد. جدول (۱)، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد که بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی برای هر متغیر بصورت مجزا می‌باشد و شامل اطلاعات مربوط به میانگین و انحراف معیار، کمینه و بیشینه است.

جدول (۱): آمار توصیفی متغیرها

نام متغیر	نماد	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
رفتار احساسی سرمایه‌گذاران	sent	۷۷۴	۲۷,۴۳۴	۱۹,۷۱	۱,۳۲۵	۵۶,۵۰۹
ریسک سیستماتیک	sistematic	۷۷۴	۰,۵۶۱	۰,۷۶	۰,۱۵۸	۴/۹۶
ریسک مالی	Risk1	۷۷۴	۰,۵۶	۰,۲۲۹	۰,۰۵۹	۲,۰۷۷
مدیریت ریسک	MRISK	۷۷۴	۱,۳۶۳	۱,۱۸۴	-۰,۴۷	۴,۸۰۱
بازده دارایی‌ها	ROA	۷۷۴	۰,۱۲۱	۰,۱۴۲	-۰,۳۷	۰,۶۲
اندازه شرکت	size	۷۷۴	۱۴,۰۵۷	۱,۳۷۳	۱۰,۳۵۲	۱۹,۶۱۹
رشد فروش	GRO	۷۷۴	۰,۲۵۹	۰,۴۴۷	-۰,۵۲	۲,۸۹
سن شرکت	InAge	۷۷۴	۳,۶۰۹	۰,۳۷۹	۲,۵۶۴	۴,۲۱۹

با توجه به جدول کمترین میزان مدیریت ریسک شرکت ۰/۴۷- درصد و بیشترین مقدار آن طی بازه زمانی پژوهش ۴/۸۰۱ درصد بوده است. ریسک مالی در کمترین حالت حدوداً ۶ درصد می‌باشد و در بیشترین حالت ممکن ۲/۰۷۷ درصد را نشان

می‌دهد. میانگین تامین مالی ۵۶ درصد است که بیانگر این موضوع است که در شرکتهای عضو نمونه به طور میانگین ۵۶ درصد دارایی‌ها از بدهی تشکیل شده است. میانگین رشد فروش ۲۵ درصد است که از افزایش ۲۵ درصدی فروش شرکتهای نسبت به سال قبل خود دارد. کمترین مقدار رشد فروش ۰/۵۲- است یعنی شرکتی وجود دارد که فروش آن نسبت به سال قبل به میزان ۵۲ درصد کاهش داشته است و بیشترین مقدار آن ۲/۸۹ است یعنی شرکتی وجود دارد که فروش آن نسبت به سال قبلش نزدیک به سه برابر افزایش یافته است.

### جدول (۲): نتایج تجزیه و تحلیل توصیفی داده‌های کیفی پژوهش

متغیر	مشاهدات	جواب	فراوانی	درصد فراوانی
روابط سیاسی	۷۷۴	در صورتی که مدیران از روابط سیاسی برخوردار باشند (۱)	۴۰۱	۵۱/۸۱
		در صورتی که مدیران از روابط سیاسی برخوردار نباشند (۰)	۳۷۳	۴۸/۱۹

### آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش ابتدا پیش فرض‌های رگرسیون خطی بررسی می‌شود و در ادامه نتایج فرضیات مطرح می‌شود.

### آزمون اف لیمر (چاو)

فرض‌های مربوط به آزمون اف لیمر (چاو) به شرح زیر است:

فرضیه‌ی صفر: همه‌ی عرض از مبدأها در مدل باهم برابرند.

فرضیه‌ی مقابل: حداقل یکی از عرض از مبدأها با بقیه متفاوت است.

فرض صفر در آزمون چاو بیانگر تشابه عرض از مبدأها در سطح شرکت‌ها و سال‌های مختلف است. لذا، در صورت عدم رد فرض صفر، ساختار pool یا اثرات مقید الگوی مناسب خواهد بود. فرض مقابل نیز حاکی از عدم تشابه عرض از مبدأها در سطح شرکت‌ها یا سال‌های مختلف می‌باشد. لذا، در صورت رد فرضیه صفر، ساختار panel اثرات ثابت یا تصادفی الگوی مناسب خواهد بود (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

### جدول (۳): نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
مدل ۱	۵,۵۶	۰,۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
مدل ۲	۵,۵۵	۰,۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
مدل ۳	۵,۶۲	۰,۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
مدل ۴	۵,۴۲	۰,۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
مدل ۵	۵,۴۳	۰,۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
مدل ۶	۵,۴۴	۰,۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی

طبق نتایج آزمون چاو در جدول ۳ مشاهده می‌شود سطح معناداری آزمون برای تمامی فرضیه‌ها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر پذیرش الگوی داده‌های تابلویی (پانل) می‌باشد.

### آزمون بریوش پاگان

برای اطمینان از رویکرد داده‌های تابلویی آزمون بریوش پاگان اجرا می‌شود و اگر سطح معناداری آزمون کمتر از ۵ درصد بیانگر تایید نتایج آزمون اف لیمر بوده و اطمینان بیشتری راجع به استفاده از روش داده‌های تابلویی حاصل می‌شود.

## جدول (۴) نتایج آزمون بریوش پاگان

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
مدل ۱	۳۲۹,۸۵	۰,۰۰۰۰	اطمینان از پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
مدل ۲	۳۳۴,۰۲	۰,۰۰۰۰	اطمینان از پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
مدل ۳	۳۳۱,۷۷	۰,۰۰۰۰	اطمینان از پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
مدل ۴	۳۲۲,۴۵	۰,۰۰۰۰	اطمینان از پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
مدل ۵	۳۲۶,۲۴	۰,۰۰۰۰	اطمینان از پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
مدل ۶	۳۲۳,۹۸	۰,۰۰۰۰	اطمینان از پذیرش الگوی داده‌های تابلویی

طبق نتایج آزمون چاو در جدول ۴، مشاهده می‌شود سطح معناداری آزمون برای تمامی فرضیه‌ها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر اطمینان از پذیرش الگوی داده‌های تابلویی (پانل) می‌باشد.

## آزمون هاسمن

فرض‌های مربوط به آزمون هاسمن به شرح زیر است:

فرضیه‌ی صفر: عدم وجود همبستگی بین عرض از مبدأها و متغیرهای توضیحی

فرضیه‌ی مقابل: وجود همبستگی بین عرض از مبدأها و متغیرهای توضیحی

فرض صفر در این آزمون بیانگر عدم وجود همبستگی بین مقادیر عرض از مبدأها در بین سال‌ها و شرکت‌های مختلف با متغیرهای توضیحی است. لذا، در صورت عدم رد فرض صفر، ساختار panel با اثرات تصادفی الگوی مناسب‌تری می‌باشد. فرض مقابل نیز حاکی از وجود همبستگی بین مقادیر عرض از مبدأ در بین سال‌ها و شرکت‌های مختلف با متغیرهای توضیحی می‌باشد. لذا، در صورت رد فرض صفر، ساختار panel با اثرات ثابت الگوی مناسب‌تری خواهد بود (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

## جدول (۵): نتایج آزمون هاسمن

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
مدل ۱	۷,۵۹	۰,۱۸۰۵	اثرات تصادفی عرض از مبدأ
مدل ۲	۵,۳۸	۰,۶۱۴۳	اثرات تصادفی عرض از مبدأ
مدل ۳	۸,۶۶	۰,۲۷۸۲	اثرات تصادفی عرض از مبدأ
مدل ۴	۴,۰۹	۰,۵۳۶۰	اثرات تصادفی عرض از مبدأ
مدل ۵	۳,۳۹	۰,۸۴۶۴	اثرات تصادفی عرض از مبدأ
مدل ۶	۴,۵۴	۰,۷۱۵۴	اثرات تصادفی عرض از مبدأ

طبق نتایج آزمون هاسمن در جدول ۵، اثرات تصادفی برای عرض از مبدأهای مدل‌های رگرسیونی پذیرفته شده است چون سطح معناداری آزمون هاسمن بیشتر از ۵ درصد است.

## آزمون خودهمبستگی

یکی از فرض‌های اساسی در تخمین مدل رگرسیون به روش OLS عدم خودهمبستگی بین جملات خطا یا همبستگی سریالی است. چون مقادیری که متغیرهای توضیحی در مدل به خود می‌گیرند تصادفی هستند، بنابراین مقادیر خطا نیز باید در کل تصادفی باشند؛ یعنی، بین مقادیر جملات خطا همبستگی و ترتیب خاصی وجود نداشته باشد و در طول زمان به‌طور منظم تغییر نکند، زیرا اگر چنین باشد، تغییرات جملات خطا تصادفی نبوده و به مقادیر متغیرهای توضیحی وابسته خواهد بود. همبستگی بین مقادیر خطا ممکن است در بین سال‌های مختلف و یا در بین مقاطع مختلف وجود داشته باشد (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

فرضیه‌های آماری و پژوهش در آزمون به شرح زیر است:

فرضیه‌ی صفر: عدم وجود خودهمبستگی

فرضیه‌ی مقابل: وجود خودهمبستگی

#### جدول (۶): نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
مدل ۱	۱۷۳,۳۶۱	۰,۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
مدل ۲	۱۷۴,۶۵۶	۰,۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
مدل ۳	۱۷۵,۱۷۸	۰,۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
مدل ۴	۱۵۷,۵۹۵	۰,۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
مدل ۵	۱۶۰,۹۱۸	۰,۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی
مدل ۶	۱۵۷,۰۲۹	۰,۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی سریالی

با توجه به نتایج جدول شماره ۶ مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون والد ریچ برای مدل‌ها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر عدم وجود خودهمبستگی سریالی در مدل‌ها می‌باشد. که در تخمین نهایی مدل‌ها با اجرای دستور *Auto Correlation* اقدام به رفع خود همبستگی سریالی شده است.

#### نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

##### نتیجه آزمون مدل اول

فرضیه اول بیان می‌دارد: بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد. از این رو فرضیه را می‌توان به صورت زیر نوشت:

فرضیه صفر: بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود ندارد.

فرضیه مقابل: بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.

مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول:

$$\text{sent } t = a_0 + a_1 \text{ sistematic} + a_2 \text{ ROA} + a_3 \text{ SIZE} + a_4 \text{ GRO} + a_5 \text{ LNAGE} + \text{et}$$

#### جدول (۷): نتیجه آزمون مدل اول

متغیر وابسته: رفتار احساسی سرمایه‌گذاران					
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
ریسک سیستماتیک	sistematic	۱,۰۶۸	۰,۴۵	۲,۳۷	۰,۰۱۸
بازده دارایی‌ها	ROA	-۳,۱۵۸	۴,۴۹۲	-۰,۷۰	۰,۴۸۲
اندازه شرکت	SIZE	۲,۰۳۶	۱,۰۵۴	۱,۹۳	۰,۰۵۴
رشد فروش	GRO	۰,۲۵۷	۰,۷۹۵	۰,۳۲	۰,۷۴۶
سن شرکت	LNAGE	-۰,۱۰۰۷	۲,۷۱۲	-۰,۰۴	۰,۹۷
عرض از مبدأ	cons	-۰,۰۴۶	۱۲,۳۷۷	-۰,۰۰	۰,۹۹۷
سایر اطلاعات آماری					
ضریب تعیین		۰,۳۳۱۱			
آماره والد		۱۳,۱۶			
سطح معناداری والد		۰,۰۲			

نتایج جدول ۷، نشان می‌دهد که متغیر ریسک سیستماتیک با ضریب مثبت و سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد (۰,۰۱۸) ارتباط مستقیم و معناداری با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران دارد و فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. متغیرهای کنترلی سن شرکت، اندازه شرکت، رشد فروش و بازده دارایی‌ها ارتباط معناداری با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران ندارند. ضریب تعیین برابر با ۰/۳۳۱۱ می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۳/۱۶ سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### نتیجه آزمون مدل دوم

فرضیه دوم بیان می‌دارد: اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل میکند. از این رو فرضیه را می‌توان به صورت زیر نوشت:

فرضیه صفر: اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل نمی‌کند.

فرضیه مقابل: اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند.

مدل رگرسیونی آزمون فرضیه دوم:

$$\text{sent } t = a_0 + a_1 \text{ sistematic} + a_2 \text{MRISK} + a_3 (\text{systematic} * \text{MRISK}) + \alpha_4 \text{ROA} + a_5 \text{SIZE} + a_6 \text{GRO} + a_7 \text{LNAGE} + \epsilon_t$$

جدول (۸): نتیجه آزمون مدل دوم

متغیر وابسته: رفتار احساسی سرمایه‌گذاران					
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
ریسک سیستماتیک	sistematic	۱,۱۶۴	۰,۵۳۹	۲,۱۶	۰,۰۳۱
اثر بخشی مدیریت ریسک	MRISK	-۰,۲۶۲	۰,۷۱۸	-۰,۳۷	۰,۷۱۵
ریسک سیستماتیک* اثر بخشی مدیریت ریسک	Systematic*MRISK	-۰,۰۱۵	۰,۲۳۰	-۰,۰۷	۰,۹۴۵
بازده دارایی‌ها	ROA	-۲,۸۳	۴,۴۴۳	-۰,۶۴	۰,۵۲۴
اندازه شرکت	SIZE	۲,۰۶۲	۱,۰۸۴	۱,۹۰	۰,۰۵۷
رشد فروش	GRO	۰,۲۵۷	۰,۸۱۱	۰,۳۲	۰,۷۵۱
سن شرکت	LNAGE	-۰,۰۹۴	۲,۸۷۵	-۰,۰۳	۰,۹۴۷
عرض از مبدأ	cons	-۰,۰۸۲	۱۲,۶۷۶	-۰,۰۱	۰,۹۹۵
سایر اطلاعات آماری					
ضریب تعیین		۰,۲۲۲۹			
آماره والد		۱۴,۴۰			
سطح معناداری والد		۰,۰۴			

نتایج جدول ۸، نشان می‌دهد که متغیر ریسک سیستماتیک\* اثر بخشی مدیریت ریسک با سطح معنی‌داری بیشتر از ۵ درصد (۰,۹۴) ارتباط معناداری با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران ندارد و فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد. یعنی، اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل نمی‌کند. متغیرهای کنترلی سن شرکت، اندازه شرکت، رشد فروش و بازده دارایی‌ها ارتباط معناداری با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران ندارند. ضریب تعیین برابر با ۰/۲۲۲۹ می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۲۲

درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۴/۴۰ سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

### نتیجه آزمون مدل سوم

فرضیه سوم بیان می‌دارد: مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند. از این رو فرضیه را می‌توان به صورت زیر نوشت:

فرضیه صفر: مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل نمی‌کند.

فرضیه مقابل: مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند.

مدل رگرسیونی آزمون فرضیه سوم:

$$\text{sent } t = a_0 + a_1 \text{ systematic} + a_2 \text{GOV} + a_3 (\text{systematic} * \text{GOV}) + \alpha_4 \text{ROA} + a_5 \text{SIZE} + a_6 \text{GRO} + a_7 \text{LNAGE} + \epsilon_t$$

جدول (۹): نتیجه آزمون مدل سوم

متغیر وابسته: رفتار احساسی سرمایه‌گذاران					
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
ریسک سیستماتیک	systematic	۱,۱۶۰	۰,۶۶	۱,۷۶	۰,۰۷۹
مدیریت سیاسی	GOV	۲,۱۸۵	۲,۰۰۴	۱,۰۹	۰,۲۷۵
ریسک سیستماتیک* مدیریت سیاسی	Systematic*GOV	-۰,۰۰۸۷	۰,۷۸	-۰,۰۱	۰,۹۹۱
بازده دارایی‌ها	ROA	-۲,۳۹۴	۴,۶۶۵	-۰,۵۱	۰,۶۰۸
اندازه شرکت	SIZE	۱,۵۹۵	۱,۲۳۷	۱,۲۹	۰,۱۹۷
رشد فروش	GRO	۰,۱۸۲	۰,۸۰۴	۰,۲۳	۰,۸۲۰
سن شرکت	LNAGE	۰,۰۰۴۸	۲,۹۹۱	۰,۰۰	۰,۹۹
عرض از مبدأ	cons	۴,۴۶۳	۱۴,۸۸۴	۰,۳۰	۰,۷۶۴
سایر اطلاعات آماری					
ضریب تعیین			۰,۲۲۴۰		
آماره والد			۱۴,۶۳		
سطح معناداری والد			۰,۰۴		

نتایج جدول ۹، نشان می‌دهد که متغیر ریسک سیستماتیک\* مدیریت سیاسی با سطح معنی‌داری بیشتر از ۵ درصد ارتباط معناداری با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران ندارد و فرضیه سوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد. یعنی، مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل نمی‌کند. متغیرهای کنترلی سن شرکت، اندازه شرکت، رشد فروش و بازده دارایی‌ها ارتباط معناداری با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران ندارند. ضریب تعیین برابر با ۰/۲۲۴۰ می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۲۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۱۴/۶۳ سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

## نتیجه آزمون مدل چهارم

فرضیه چهارم بیان می‌دارد: بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد. از این رو فرضیه را می‌توان به صورت زیر نوشت:

فرضیه صفر: بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود ندارد.

فرضیه مقابل: بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.

مدل رگرسیونی آزمون فرضیه چهارم:

$$\text{sent } t = a_0 + a_1 \text{ Frisk} + \alpha_2 \text{ ROA} + a_3 \text{ SIZE} + a_4 \text{ GRO} + a_5 \text{ LNAGE} + \epsilon_t$$

## جدول (۱۰): نتیجه آزمون مدل چهارم

متغیر وابسته: رفتار احساسی سرمایه‌گذاران					
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
ریسک مالی	Frisk	۱۲,۷۷۶	۳,۸۴۴	۳,۳۲	۰,۰۰۱
بازده دارایی‌ها	ROA	۶,۴۷۲	۶,۴۲۴	۱,۰۱	۰,۳۱۴
اندازه شرکت	SIZE	۱,۶۷۷	۰,۵۱۷	۳,۲۴	۰,۰۰۱
رشد فروش	GRO	۰,۲۵۰	۱,۱۳۵	۰,۲۲	۰,۸۲۶
سن شرکت	LNAGE	۱,۸۶۲	۱,۸۶۸	۱,۰۰	۰,۳۱۹
عرض از مبدأ	cons	-۱۰,۸۸۴	۱۰,۳۳۱	-۱,۰۵	۰,۲۹۲
سایر اطلاعات آماری					
ضریب تعیین		۰,۱۳۹۳			
آماره والد		۳۵,۱۰			
سطح معناداری والد		۰,۰۰۰۰			

نتایج جدول ۱۰، نشان می‌دهد که متغیر ریسک مالی با ضریب مثبت و سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد (۰,۰۰۱) ارتباط مستقیم و معناداری با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران دارد و فرضیه چهارم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. متغیر کنترلی اندازه شرکت با ضریب مثبت نشان می‌دهد ارتباط مستقیم با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران دارد. ضریب تعیین برابر با ۰/۱۳۹۳ می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۱۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۳۵/۱۰ سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

## نتیجه آزمون مدل پنجم

فرضیه پنجم بیان می‌دارد: بین اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند. از این رو فرضیه را می‌توان به صورت زیر نوشت:

فرضیه صفر: اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل نمی‌کند.

فرضیه مقابل: اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل می‌کند.

مدل رگرسیونی آزمون فرضیه پنجم:

$$\text{sent } t = a_0 + a_1 \text{ Frisk} + a_2 \text{ MRISK} + a_3 (\text{Frisk} * \text{MRISK}) + \alpha_4 \text{ ROA} + a_5 \text{ SIZE} + a_6 \text{ GRO} + a_7 \text{ LNAGE} + \epsilon_t$$

## جدول (۱۱): نتیجه آزمون مدل پنجم

متغیر وابسته: رفتار احساسی سرمایه گذاران					
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
ریسک مالی	Frisk	۲,۲۰۱	۱,۲۱۹	۱,۸۱	۰,۰۷۱
اثر بخشی مدیریت ریسک	MRISK	۰,۲۰۱	۰,۳۴۳	۰,۵۹	۰,۵۵۸
ریسک مالی * اثر بخشی مدیریت ریسک	Frisk * MRISK	-۰,۳۰۵	۰,۶۴۲	-۰,۴۸	۰,۶۳۵
بازده دارایی ها	ROA	۰,۲۷۴	۱,۳۸۱	۰,۲۰	۰,۸۴۲
اندازه شرکت	SIZE	۱,۳۰۵	۰,۲۷۵	۴,۷۴	۰,۰۰۰
رشد فروش	GRO	۰,۲۵۷	۰,۲۰۷	۱,۲۴	۰,۲۱۶
سن شرکت	LNAGE	۰,۹۹۰	۱,۲۷۴	۰,۷۸	۰,۴۳۷
عرض از مبدأ	cons	۳,۸۸۱	۵,۵۸۸	۰,۴۸۷	۰,۴۸۷
سایر اطلاعات آماری					
ضریب تعیین		۰,۲۳۰۲			
آماره والد		۲۲,۸۲			
سطح معناداری والد		۰,۰۰			

نتایج جدول ۱۱، نشان می دهد که متغیر ریسک مالی \* اثر بخشی مدیریت ریسک با سطح معنی داری بیشتر از ۵ درصد (۰,۶۳) ارتباط معناداری با رفتار احساسی سرمایه گذاران ندارد و فرضیه پنجم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار نمی گیرد. یعنی، اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه گذاران را تعدیل نمی کند. متغیرهای کنترلی سن شرکت، رشد فروش و بازده دارایی ها ارتباط معناداری با رفتار احساسی سرمایه گذاران ندارند. ولی متغیر کنترلی اندازه شرکت دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد و ضریب مثبت است بنابراین تاثیر مستقیم بر رفتار احساسی سرمایه گذاران دارد. ضریب تعیین برابر با ۰/۲۳۰۲ می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۲۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۲۲/۸۲ سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

## نتیجه آزمون مدل ششم

فرضیه ششم بیان می دارد: مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه گذاران را تعدیل میکند. از این رو فرضیه را می توان به صورت زیر نوشت:

فرضیه صفر: مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه گذاران را تعدیل نمی کند.

فرضیه مقابل: مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه گذاران را تعدیل می کند.

مدل رگرسیونی آزمون فرضیه ششم:

$$\text{sent } t = a_0 + a_1 \text{ Frisk} + a_2 \text{ GOV} + a_3 (\text{Frisk} * \text{GOV}) + \alpha_4 \text{ ROA} + a_5 \text{ SIZE} + a_6 \text{ GRO} + a_7 \text{ LNAGE} + \varepsilon_t$$



## جدول (۱۲): نتیجه آزمون مدل ششم

متغیر وابسته: رفتار احساسی سرمایه گذاران					
متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری
ریسک مالی	Frisk	۱۷,۵۶۲	۶,۲۷۲	۲,۸۰	۰,۰۰۵
مدیریت سیاسی	GOV	۱۲,۲۶۶	۳,۵۲۳	۳,۴۸	۰,۰۰۰
ریسک مالی * مدیریت سیاسی	Frisk * GOV	-۲۰,۹۳۷	۵,۹۲۱	-۳,۵۴	۰,۰۰۰
بازده دارایی ها	ROA	۲,۴۲۳	۶,۴۴۴	۰,۳۸	۰,۷۰۷
اندازه شرکت	SIZE	۲,۳۸۷	۱,۰۵۶	۲,۲۶	۰,۰۲۴
رشد فروش	GRO	۰,۰۷۶	۰,۸۲۵	۰,۰۹	۰,۹۲۶
سن شرکت	LNAGE	۲,۷۷۲	۲,۸۳۲	۰,۹۸	۰,۳۲۸
عرض از مبدأ	cons	-۲۵,۴۹	۱۵,۳۸۴	-۱,۶۶	۰,۰۹۸
سایر اطلاعات آماری					
ضریب تعیین		۰,۳۲۰۵			
آماره والد		۲۲,۲۵			
سطح معناداری والد		۰,۰۰			

نتایج جدول ۱۲، نشان می دهد که متغیر ریسک مالی \* مدیریت سیاسی با سطح معنی داری کمتر از ۵ درصد (۰,۰۰) و ضریب منفی ارتباط معناداری با رفتار احساسی سرمایه گذاران دارد و فرضیه ششم در سطح اطمینان ۹۵ درصد مورد پذیرش قرار می گیرد. یعنی، مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه گذاران را تعدیل می کند. متغیرهای کنترلی سن شرکت، رشد فروش و بازده دارایی ها ارتباط معناداری با رفتار احساسی سرمایه گذاران ندارند. ولی متغیر کنترلی اندازه شرکت دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد و ضریب مثبت است بنابراین تاثیر مستقیم بر رفتار احساسی سرمایه گذاران دارد. ضریب تعیین برابر با ۰/۳۲۰۵ می باشد که نشان می دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته اند ۳۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۲۲/۲۵ سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می باشد از این رو می توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

## بحث

**فرضیه اول:** بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه گذاران رابطه معناداری وجود دارد.

با توجه به نتایج تحقیق می توان بیان کرد که ریسک سیستماتیک بر رفتار احساسی سرمایه گذاران تاثیر مثبت دارد در حقیقت شرکت ها با ریسک بازار بالاتر بیشتر رفتار احساسی سرمایه گذاران را شاهد هستند

**فرضیه دوم:** اثر بخشی مدیریت ریسک ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه گذاران را تعدیل می کند.

نتایج تحقیق نشان می دهد که ضریب متغیر اثر بخشی مدیریت ریسک به عنوان یک معیار تعدیل کننده نقش معناداری بر رابطه ریسک بازار و رفتار احساسی سرمایه گذاران ندارد.

**فرضیه سوم:** مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه گذاران را تعدیل می کند. نتایج تحقیق نشان می دهد که ضریب متغیر مدیریت سیاسی بر رابطه ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه گذاران تاثیر معنادار ندارد بدین معنا که نوع مالکیت شرکت ها نمیتوانند برای رفتار احساسی سرمایه گذاران دارای محتوای اطلاعاتی باشد.

**فرضیه چهارم:** بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه گذاران رابطه معنا داری وجود دارد.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که متغیر ریسک مالی بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر معنادار دارد ( $p < 0.05$ ). بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد تایید شده و با توجه به مقدار مثبت ضریب ریسک‌های مالی میتوان گفت اهرم مالی بالا رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را به دنبال خواهد داشت.

#### فرضیه پنجم: اثربخشی مدیریت ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل میکند

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که ضریب متغیر اثر بخشی مدیریت بر رابطه ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر معناداری ندارد.

#### فرضیه ششم: مدیریت سیاسی ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل میکند.

نتایج تحقیق نشان می‌دهد که ضریب متغیر مدیریت سیاسی به عنوان یک متغیر تعدیل کننده بر رابطه ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر معناداری دارد تعدیل کننده ریسک مالی برای شرکت‌های مورد مطالعه معنادار است ( $p < 0.05$ ). پس شرکت هرچقدر مدیریت سیاسی قوی تری داشته باشد بیشتر میتواند ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را تعدیل کند.

با بررسی های بعمل آمده پژوهش مطابق با تحقیق حاضر یافت نشد اما اهداف و نتایج تحقیقات باستو همکاران (۲۰۱۹)، پورا احمدی و همکاران (۱۴۰۰) با این پژوهش مرتبط می باشد

#### پیشنهادها

با توجه به نتایج بدست آمده پیشنهاد می گردد که:

اطلاعات نقش بسیار قوی در تصمیم گیری های سرمایه گذاری سهامداران و سرمایه گذاران ایفا می کند. براین اساس هر اندازه که دامنه ی اطلاعات در دسترس، گسترده و از صحت و دقت بالایی برخوردار باشد موجبات تصمیم گیری بهتر و صحیح تری را برای هر سرمایه گذاران فراهم خواهد آورد. به سرمایه گذاران پیشنهاد می گردد تا نتایج این پژوهش و رابطه مثبت بین ریسک سیستماتیک و رفتار احساسی سرمایه گذاران را در تصمیمات خود در نظر بگیرند. تا حدالامکان در بازار سرمایه رفتار احساسی و هیجانی نداشته باشند.

تحلیلگران بازار سرمایه می توانند نتایج و آثار بررسی حاصل از این پژوهش را در بورس اوراق بهادار تهران را به صورت دقیق و جامع تری بررسی و درک نمایند و از این طریق که تاثیر ریسک سیستماتیک بر رفتار احساسی سرمایه گذاران مثبت است بتوانند درباره ایجاد ارزش افزوده برای واحد اقتصادی را تحلیل نمایند.

با توجه به ارتباط مثبت بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه گذاران، به سهامداران و سرمایه گذاران پیشنهاد می شود برای اتخاذ تصمیم گیری درست و به دور از رفتار هیجانی و احساسی به ریسک مالی شرکت ها توجه ویژه نمایند و در شرکتهایی که ریسک مالی آنها کمتر است در آن معامله سهام آن شرکتهای سرمایه گذاران رفتار معقولانه تر و منطقی تری دارند. با توجه به ارتباط مثبت بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه گذاران، سازمان بورس اوراق بهادار و نهادهای قانون گذار پیشنهاد می شود برای کاهش رفتار احساسی سرمایه گذاران شرکتهای را ملزم به افشای اطلاعات اختیاری بیشتری در مورد شرکت کنند تا آگاهی سهامداران افزایش یافته و رفتار احساسی آنها کمتر شود.

به شرکتهایی که ریسک مالی بیشتری دارند پیشنهاد می شود راه کارهای لازم را جهت کنترل رفتار احساسی سهامداران بخصوص در مواقع انتشار اخبار بد در نظر داشته باشند تا در این مواقع که رفتار احساسی سهامداران زمینه را برای کاهش ارزش شرکت فراهم می کند جلوگیری کنند.

با در نظر گرفتن نتایج این فرضیه و تاثیر مدیریت سیاسی بر ارتباط بین ریسک مالی و رفتار احساسی سرمایه گذاران و با توجه به اینکه دانشگاهها و موسسات پژوهشی به عنوان تولیدکنندگان علم همواره بایستی از آفرینش یافته های علمی آگاه باشند. آنها می توانند یافته های تحقیقات دیگران را بکار بسته و تحقیقات جدیدی را در پیش گرفته و از این طریق به تولید علوم جدید بپردازند. دانشگاهیان و مراکز علمی نیز می توانند این موضوع مهم را گسترده تر و شفاف تر آموزش دهند. لذا به

دانشگاهها و مراکز علمی پیشنهاد می‌گردد واحد درسی و یا سرفصلی برای رفتار احساسی سهامدار در بازار سرمایه را اختصاص دهند.

تحلیلگران بازار سرمایه می‌توانند نتایج و آثار بررسی حاصل از این پژوهش را در بورس اوراق بهادار تهران را به صورت دقیق و جامع تری بررسی و درک نمایند و از این طریق بتوانند درباره ایجاد ارزش افزوده برای واحد اقتصادی را تحلیل نمایند آنها می‌توانند در شرکتهایی که مدیریت آنها سیاسی است رادر جهت کاهش رفتار هیجانی سهامداران مد نظر قرار دهند.

## منابع

- آذربویه دینکی، نرگس،(۱۳۹۹)، مرورری بر منشا رفتار احساسی سرمایه گذاران و تاثیرات آن بر بازار بورس، ششمین کنفرانس ملی پژوهش های کاربردی در مدیریت، حسابداری و اقتصاد سالم در بانک، بورس و بیمه، تهران
- بشیری منش، نازنین؛ اورادی، جواد. (۱۳۹۷). رفتار احساسی سرمایه گذاران و مدیریت سود حسابداری. پژوهش های تجربی حسابداری، ۹(۳۳)، ۷۷-۹۹.
- بنی مهد، بهمن، مرادزاده فرد، مهدی، زینالی، مهدی(۱۳۹۲)، " رابطه بین تغییر حسابرس مستقل و تغییر اظهارنظر حسابرس"، مجله دانش حسابداری دانشگاه شهید باهنر کرمان، ۱۴(۲)، ۴۳-۷۶
- پوراحمدی، محمدحسین، فرسادامان الهی، غلامرضا(۱۴۰۰). تأثیر مدیریت ریسک سازمانی بر رابطه بین تأمین مالی خارجی و مدیریت سود، نشریه پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی) ۱۳(۴۹)، ۷۳-۹۸
- تاری وردی، یداله، دامچی جلودار، زهرا.(۱۳۹۱). رابطه مدیریت ریسک و عملکرد شرکت، نشریه: پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، ۴(۱۵)، ۴۳-۶۲
- تنانی، محسن (۱۳۹۹)، ریسک سقوط قیمت سهام: احساسات سرمایه گذاران و نقش تعدیلگر مدیریت سود، مجله تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۴۷(۱۸) ۱۱۵-۱۳۲
- حسینی، سیدعلی؛ مرشدی، فاطمه(۱۳۹۸). تاثیر احساسات سرمایه گذاران بر پویایی معاملات بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱(۴۴)، ۵۶-۷۶
- رنجبر مناسب استانه، علی(۱۳۹۵). روابط سیاسی، مشوق های مدیریتی و انتخاب حسابرسان باکیفیت شواهد تجربی از شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق
- رهنمای رودپشتی؛ فریدون، بنی مهد، بهمن، ایمانی، محسن(۱۳۹۸). رابطه دستکاری فعالیت های واقعی و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی با استفاده از رویکرد سیستم معادلات بازگشتی، ۸(۲۹)، ۱-۱۴
- Basset, M. Gunasekaran, M, Mai, M. Naveen, Ch, (2019). A framework for risk assessment, management and evaluation: Economic tool for quantifying risks in supply chain, Future Generation Computer Systems, 3(6), 45-76
- Faccio, M. (2010). Differences between politically-connected and non-connected firms: a cross country analysis. Financial Management, 39, (3), 905-928.
- Florian, E, Alexander, F. W(). Earning investor trust: The role of past earnings management, Journal of Business Finance & Accounting published, Journal of Business Finance and Accounting, 6(5). 354-476

-Gordon Lawrence A. Martin P. Loeb A, Chih-Yang Tseng. (2009). Enterprise risk management and firm performance: a contingency perspective. Account. Public Policy, 123-159

-Jean-Jules,J & Ricardo, V(2020).Rethinking the implementation of enterprise risk management (ERM) as a socio-technical challenge. Journal of Risk Research,۶(۴).۳۴-۷۶

-Malik,M,Zaman,M, Buckby,Sh(2020).Enterprise risk management and firm performance: Role of the risk committee, Journal of Contemporary Accounting and Economics

-Nitya,P .S,Paul. C.H(2020).Impact of strategic and operational risk management practices on firm performance: An empirical investigation, European Management Journal ۳۸, (۵),۷۲۳-۷۳۵

-Porter, M. (2008). The five competitive forces that shape strategy. Harvard Business review, ۷۸-۹۳

