



تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام

الهام باحقیقت^۱

علی اسماعیل‌زاده مقری^۲

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۰۸

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۴/۰۵

چکیده

مقاله حاضر با هدف بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به اجرا درآمد. این پژوهش از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی می‌باشد. در این تحقیق اطلاعات مربوط به ۱۴۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که نمونه آماری را تشکیل داده‌اند در دوره زمانی ۱۳۹۰-۱۳۹۸ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. نتایج این مدل نشان رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد عمومی بر قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد همچنین ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰,۴۴۶ می‌باشد. به این معنی است که متغیرهای مستقل مدل تحقیق می‌تواند ۴۴,۶ درصد از واریانس‌های متغیر وابسته قیمت سهام را توضیح دهد.

واژه‌های کلیدی: رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، اعتماد عمومی، قیمت سهام.

۱- گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران ebahaghighat@gmail.com
۲- گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. نویسنده مسئول aies3951@gmail.com

۱- مقدمه

امروزه عوامل روانشناختی سرمایه‌گذاران با سویه شناختی می‌توانند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد. دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار هیچ دلیل بنیادی نداشته و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کند (کیم و ها، ۲۰۱۰). در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال زا و آربیتراژگران منطقی، قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام معامله‌گرهای اختلال‌زای بیشتر و یا معامله‌گرهای منطقی کم‌تری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیر است (می- چن لین، ۲۰۱۰)؛ بنابراین، تغییرات قیمت سهام نه تنها بر ارزش ذاتی (ارزش مبتنی بر اطلاعات حسابداری)، بلکه بر رفتار غیر منطقی سرمایه‌گذاران نیز متکی می‌باشد که می‌تواند از طریق رفتار احساسی سرمایه‌گذاران اندازه‌گیری شود. بی‌قاعدگی‌های تغییر قیمت سهام معمولاً با استفاده از آزمون‌های تجربی انجام شده بر روی مدل‌های قیمت، تشخیص داده می‌شوند (زارعی و همکاران، ۱۳۹۷). بدون شک، هر دو رفتار غیر منطقی سرمایه‌گذاران و بنیادهای اقتصادی می‌توانند بر روی ارزش بازار دارایی‌های مالی تأثیرگذارند. در واقع صف‌های خرید و فروش در بورس تهران سبب می‌شوند معامله‌گران فارغ از ارزنده بودن یا نبودن قیمت یک سهم به تبعیت از رفتار سایر فعالان بازار اقدام به قرار گرفتن در این صف‌ها کنند که این موضوع خود عاملی برای تحریک و تشدید هیجان در زمان رونق و رکود بازار است. این گونه رفتارهای غیر عقلایی، باعث ناکارایی بازار و همچنین قیمت‌گذاری نادرست اوراق بهادار خواهد شد و در صورت تشدید و تداوم آن، موجبات بی‌اطمینانی و فرار سرمایه‌گذاران از بازار را فراهم خواهد نمود که نمونه آن در ریزش قیمت سهام سال ۹۹ مشاهده می‌شود. دانش مالی رفتاری برای توضیح برخی از رفتارهای افراد و سرمایه‌گذاران ظهور کرد. دانش مالی رفتاری تنها به توجیه منطقی حوادث و رفتارها نمی‌پردازد، بلکه رفتار سرمایه‌گذاران را از دیدگاه احساسات بررسی کرده و آن را توضیح می‌دهد. اینکه آیا احساسات سرمایه‌گذاران بازده سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد یکی از موضوعات مهم در ادبیات دانشگاهی اخیر بوده است. بررسی مطالعات قبلی نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار می‌تواند عاملی مؤثر بر بازده سهام باشد. اگرچه مطالعات مختلف از روش‌های مختلفی برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذاران استفاده کرده‌اند، اما یافته‌های اکثر مطالعات نشان می‌دهد که احساسات بالا، اثر منفی بر بازده سهام دارد و بالعکس، یعنی احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند بازده سهام را در یک سری زمانی به صورت منفی پیش‌بینی کند (تران و ناین، ۲۰۱۳).

از طرفی اعتماد به عنوان بارزترین مشخصه سرمایه اجتماعی و مهمترین بعد فرهنگی؛ محرک رفتاری شناخته شده است که فرد بر اساس ذهنیت خود دست به انجام عملی می‌زند که ممکن

است برای فرد مفید باشد و یا سبب رساندن حداقل زیان به وی شود (گامبتا، ۱۹۸۸). از آنجا که اعتماد تصور ذهنی فرد نسبت به محتمل بودن تقلب می‌باشد (گیوسو و همکاران، ۲۰۰۸) اثر بالقوه‌ای در واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به قیمت سهام شرکت دارد. همچنین بر اساس تئوری اقتصاد، اعتماد می‌تواند نقش مهمی در تعاملات بین مدیران و سرمایه‌گذاران در قراردادهای ناتمام ایفا کند. مدیران می‌توانند با انگیزه دستکاری نتایج گزارشات مالی نتایج واقعی شرکت پنهان کرده و مانع نظارت مؤثر سرمایه‌گذاران شوند. شناسایی انگیزه مدیران سبب می‌شود تا سرمایه‌گذاران نسبت به گزارشات مالی شرکت با محافظه‌کاری واکنش نشان دهند (قادری و همکاران، ۱۳۹۹). لذا با وجود اینکه اعتماد در انتقال اطلاعات از مدیران به سرمایه‌گذاران عامل مهمی می‌باشد و در پی اعتماد معاملات با احساسات بیشتری انجام می‌شود، همچنین پیرامون آن تحقیقات زیادی صورت گرفته و همچنان یک موضوع ناشناخته می‌باشد؛ بنابراین بررسی واکنش بازار سهام ایجاد شده توسط احساسات با در نظر گرفتن نقش اعتماد اجتماعی به عنوان یکی از مشخصه‌های مهم سرمایه اجتماعی و فرهنگی ضروری به نظر می‌رسد. با این حال تاکنون اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با نقش تعدیلگر اعتماد اجتماعی بر قیمت سهام به صورت تجربی بررسی نشده است. با توجه به موارد فوق این سؤال در بازار سرمایه کشور ما که در مسیر توسعه قرار دارد مطرح می‌گردد که آیا گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با توجه به نقش تعدیلگر اعتماد اجتماعی، بر قیمت سهام تأثیرگذار است یا خیر؟ برای یافتن پاسخی به این پرسش تحقیق حاضر در دستور کار قرار گرفته است.

۲- چارچوب نظری و پیشینه تحقیق

اوایل دهه‌ی ۸۰ میلادی، نظریه‌ی بازار کارا به بیشترین کاربرد خود در مطالعات دانشگاهی رسید. بیشتر مدل‌های مالی در آن زمان به بررسی رابطه‌ی بین قیمت دارایی‌ها و متغیرهای کلان اقتصادی پرداخته و با استفاده از نظریه‌ی انتظارات عقلایی، سعی در مرتبط کردن علوم مالی و اقتصادی در یک نظریه‌ی جذاب داشتند؛ اما وجود برخی شواهد تجربی مانند استثناهای بازار که توسط مدل‌های رایج فرضیه‌ی بازار کارا قابل تبیین نمودند، زمینه‌ساز پیدایش نظریه‌ی مالی رفتاری گردید. بیشتر نظریه‌های اقتصادی بر این اساس بنا شده‌اند که افراد در مواجهه با رویدادهای اقتصادی به صورت منطقی عمل می‌کنند و تمامی اطلاعات موجود را در فرایند تصمیم‌گیری در نظر می‌گیرند. این فرضیه مبنای اصلی فرضیه‌ی بازار کارا است؛ اما پژوهشگران به این فرضیه خدشه وارد نمودند و مدارکی پیدا کردند که نشان‌دهنده‌ی نبود رفتار منطقی در مبحث سرمایه‌گذاری است؛ مثلاً سرمایه‌گذاران به جای اینکه دنبال نقطه‌ی بهینه باشند، معمولاً به نقطه‌ی

راضی شدن اکتفا می‌کنند (باربرز و همکاران^۱، ۲۰۰۲). از طرفی روزانه تعداد زیادی اخبار خوب و بد اقتصادی، سیاسی در بازار به سمع سرمایه‌گذاران می‌رسد که باعث برانگیخته شدن احساسات سرمایه‌گذاران و در نتیجه باعث تغییر قیمت سهام و به دنبال آن تغییر بازده سهام می‌شود؛ برای نمونه، لی^۲ (۲۰۱۴) در پژوهش خود متوجه شد که اخبار خوب و بد، می‌تواند بر بازده سهام شرکت‌ها تأثیرگذار باشد. پژوهش‌های انجام شده در این زمینه (برای مثال، آنتونیس و همکاران^۳، ۲۰۱۴؛ لی، ۲۰۱۴) نشان می‌دهد که احساسات، تأثیر با اهمیتی بر بازده سهام دارد؛ ولی این تأثیرگذاری معمولاً در روزها و هفته‌های بعد اثر خود را بر بازده سهام نشان می‌دهد؛ بنابراین انتظار می‌رود که به دنبال برانگیخته شدن احساسات سرمایه‌گذاران، به ویژه زمانی که این احساسات زودگذر نباشد، قیمت سهام شرکت‌هایی که اخبار خوب یا بد مربوط به آن‌ها باعث تحریک احساسات سرمایه‌گذاران شده است، تغییر کند.

در دیدگاه مالی سنتی، تأثیر عوامل روانشناسی مدنظر قرار نمی‌گیرد و نتایج پژوهش‌های مالی رفتاری نشان داده است که گرایش احساسی فردی و ساختاریافته‌ی سرمایه‌گذاران، تأثیر مهمی بر بازده سهام دارد (لیستون^۴، ۲۰۱۶). در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال‌زا و آربیتراژگران منطقی، قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام، معامله‌گرهای اختلال‌زای بیشتر یا معامله‌گرهای منطقی کمتری داشته باشد، نوسانات قیمتی آن چشمگیر است (لی، ۲۰۱۴).

با توجه به وجود استثناهای بازار سرمایه و در نظر گرفتن نظریه‌ی مالی رفتاری، به نظر می‌رسد همراه با متغیرهای کلان اقتصادی و حسابداری، عوامل رفتاری سرمایه‌گذاران نیز می‌تواند بر قیمت سهام شرکت‌ها تأثیرگذار باشد. باربریز و همکاران (۱۹۹۸) در مطالعات خود در بورس اوراق بهادار آمریکا، در ابتدا بر اساس اطلاعات شرکت‌ها در پرتفوی تشکیل دادند که یکی عملکردی خوب و دیگری عملکردی ضعیف داشت. آنان سپس عملکرد سه سال بعد این دو پرتفوی را محاسبه و مشاهده کردند که عملکرد پرتفوی موفق نسبت به عملکرد پرتفوی بازنده بدتر بوده است؛ به عبارت دیگر، پرتفوی بازنده در بلندمدت به پرتفوی برنده و پرتفوی برنده در بلندمدت به پرتفوی بازنده تبدیل می‌شود. آنان از این موضوع با عنوان اثر برگشت بلندمدت یاد کردند. از طرفی این پژوهشگران بر اساس اطلاعات شش‌ماهه‌ی شرکت‌ها، دو پرتفوی تشکیل دادند که یکی عملکردی خوب و دیگری عملکردی ضعیف داشت. آنان سپس عملکرد شش‌ماهه‌ی بعد این دو پرتفوی را محاسبه نمودند و مشاهده کردند که عملکرد پرتفوی موفق نسبت به عملکرد پرتفوی بازنده بهتر بوده است؛ به عبارت دیگر، سهام با عملکرد ضعیف در دوره‌ی کوتاه‌مدت به عملکرد گذشته‌ی خود وفادار است. آن‌ها از این موضوع با عنوان اثر حرکات کوتاه‌مدت (مومنتوم) یاد کردند. آنان در ابتدا بر اساس متغیر بازده غیر عادی در دوره‌ی تشکیل شرکت‌ها به دو پرتفوی موفق و ناموفق تقسیم

نمودند؛ سپس در دوره‌ی بعد که به دوره‌ی آزمون معروف است، نرخ بازده غیر عادی دو پرتفوی برنده و بازنده را با یکدیگر مقایسه کردند.

بر اساس تئوری چشم‌انداز، ترجیحات افراد به این موضوع بستگی دارد که یک مشکل چگونه به وجود آمده است؛ به عبارت دیگر، در تئوری چشم‌انداز تابع سود، یک تابع کار و تابع بر اساس اطلاعات شرکت‌ها در پرتفوی تشکیل دادند که یکی عملکردی خوب و دیگری عملکردی ضعیف داشت. آنان سپس عملکرد سه سال بعد این دو پرتفوی را محاسبه و مشاهده کردند که عملکرد پرتفوی موفق نسبت به عملکرد پرتفوی بازنده بدتر بوده است؛ به عبارت دیگر، پرتفوی بازنده در بلندمدت به پرتفوی برنده و پرتفوی برنده در بلندمدت به پرتفوی بازنده تبدیل می‌شود. آنان از این موضوع با عنوان اثر برگشت بلندمدت یاد کردند. از طرفی این پژوهشگران بر اساس اطلاعات شش‌ماهه‌ی شرکت‌ها، دو پرتفوی تشکیل دادند که یکی عملکردی خوب و دیگری عملکردی ضعیف داشت. آنان سپس عملکرد شش‌ماهه‌ی بعد این دو پرتفوی را محاسبه نمودند و مشاهده کردند که عملکرد پرتفوی موفق نسبت به عملکرد پرتفوی بازنده بهتر بوده است؛ به عبارت دیگر، سهام با عملکرد ضعیف در دوره‌ی کوتاه‌مدت به عملکرد گذشته‌ی خود وفادار است. آن‌ها از این موضوع با عنوان اثر حرکات کوتاه‌مدت (مومنتوم) یاد کردند. آنان در ابتدا بر اساس متغیر بازده غیر عادی در دوره‌ی تشکیل شرکت‌ها به دو پرتفوی موفق و ناموفق تقسیم نمودند؛ سپس در دوره‌ی بعد که به دوره‌ی آزمون معروف است، نرخ بازده غیر عادی دو پرتفوی برنده و بازنده را با یکدیگر مقایسه کردند.

بر اساس تئوری چشم‌انداز، ترجیحات افراد به این موضوع بستگی دارد که یک مشکل چگونه به وجود آمده است؛ به عبارت دیگر، در تئوری چشم‌انداز تابع سود، یک تابع کار و تابع سهم (به منزله‌ی پرتفوی برنده) و نسبت پایین قیمت به سود هر سهم (به‌منزله‌ی پرتفوی بازنده) تقسیم نمودند؛ سپس میانگین نسبت هر دو پرتفوی را در یک سال بعد محاسبه کردند. آنان مشاهده کردند که میانگین نسبت P/E سال بعد پرتفوی برنده در مقایسه با سال جاری کمتر است. درباره‌ی پرتفوی بازنده عکس این مطلب صادق بود. نتایج پژوهش نیکومرام و همکاران (۱۳۹۱) و حیدریور و همکاران (۱۳۹۲) در ایران نشان داد که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به طور سیستماتیک بر قیمت سهام شرکت‌های کوچک تأثیر دارد؛ در نتیجه انتظار می‌رود هر شرکت کوچک‌تر باشد، احساسات سرمایه‌گذاران بیشتر برانگیخته شود. از طرفی اثر متغیرهای حجم سهام و نسبت سرمایه‌ی سهام و مازاد سود تقسیمی نیز از سوی پژوهشگرانی مانند باکر و ور گلر^۵ (۲۰۰۶) و (۲۰۰۷) برای محاسبه‌ی گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به کار گرفته شده است.

راجرز^۶ (۲۰۲۱) برای اولین بار اثر روز هفته و بازده سهام را با گرایش احساسی سرمایه‌گذار در بازار بورس چین مرتبط کردند. تخمین‌های تجربی حاکی از آن است که نقش اثر روز هفته بر بازده، مشابه نقش گرایش احساسی سرمایه‌گذار بر بازده است و متعلق به سهامی با ارزیابی ذهنی بالاست. به عنوان مثال سهام دارای ارزش بازار پایین در زمانی که اثر روز هفته قوی‌تر است، بیشتر تحت تأثیر گرایش‌های احساسی قرار می‌گیرند. همچنین در این تحقیق، ارتباط بالایی بین گرایش احساسی و بازده کشف شد

بیکر و همکاران^۷ (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان "تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام" پرتفوی‌های مرتب شده بر اساس اندازه قیمت، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی در قلمرو زمانی ۲۰۱۴ لغایت ۲۰۱۹ را مورد بررسی قرار دادند. بازده ماهانه هر پرتفوی بر اساس بازده ماهانه هر شرکت و با استفاده از رویکرد وزن برابر محاسبه شد و در آخر با اجرای روش رگرسیون چند متغیره به صورت سری زمانی بر روی مدل، ضرایب مربوطه تخمین زده شد. بدین منظور مدل چهار عاملی پرتفوی بازار، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به بازار و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در تبیین بازده مورد استفاده قرار گرفت. نتایج این تحقیق حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی بود.

ژو و نیو^۸ (۲۰۱۹)، در پژوهشی در کشور چین، به این نتیجه رسیدند که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع را تغییر می‌دهد؛ هرچند این تأثیر در دوره بدبینی و خوش‌بینی سرمایه‌گذاران متفاوت است. همچنین نتایج آن‌ها نشان داد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به همراه اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام تأثیر معنی‌داری می‌گذارد.

بن آیسیا^۹ (۲۰۱۸) تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی بر بازده سهام برای دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۷ مورد بررسی قرار داد. او به این نتیجه رسید که احساسات سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی بر بازده سهام تأثیر معناداری دارند. همچنین به این نتیجه رسید که جانب‌داری از سهام داخل کشور یکی از اجزای مهم احساسات سرمایه‌گذار است. نی و همکارانش^{۱۰} (۲۰۱۵) اثر غیرخطی احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده ماهانه سهام در بازار سهام چین را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران از یک ماه تا ۲۴ ماه معنادار است. همچنین نتایج نشان داد که تأثیر احساسات برای سهام با بازده بالا در کوتاه‌مدت مثبت، درحالی‌که برای سهام با بازده پایین در بلندمدت به صورت منفی است. این اثر معکوس وجود یک رفتار افراطی قوی در بازار بورس چین را تأیید می‌کند. آن‌ها همچنین دریافتند که سرمایه‌گذاران چینی دارای تعصب شناختی و تمایل به حدس و گمان قابل توجهی هستند.

تاکنون پژوهشگران زیادی (مثلاً رضایی و شفیع دیزجی، ۱۳۹۲) به بررسی عوامل بنیادی تأثیرگذار بر قیمت سهام پرداخته‌اند؛ اما قیمت سهام شرکت‌ها تحت تأثیر عوامل رفتاری سرمایه‌گذاران نیز می‌باشد. علی‌رغم پژوهش‌های زیادی که در این زمینه انجام شده است، هنوز این عوامل به صورت کامل شناسایی نشده‌اند و بین پژوهش‌گران مالی اختلاف نظر وجود دارد (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۰). از طرفی پژوهش‌های اثباتی حسابداری طی دو دهه‌ی اخیر در بازار سرمایه‌ی کشورهای صنعتی شتاب گرفته و هدف اصلی آن‌ها نیز عمدتاً پیش‌بینی قیمت اوراق بهادار بوده است. فرض اولیه و اساسی این پژوهش‌ها، مساوی بودن قیمت سهام با ارزش شرکت است و ارزش‌داری‌ها نیز مطابق با مدل قطعیت فیشر می‌باشد؛ بنابراین تفاوت ناشی از قیمت با ارزش ذاتی ناشی از کارا نبودن بازار سرمایه، فوراً به‌منزله‌ی منعکس نشدن اطلاعات در قیمت سهام تلقی می‌شود. به این ترتیب، تفاوت بین قیمت و ارزش عمدتاً به نارسایی‌های سیستم حسابداری منتسب می‌شود و پژوهش‌ها تلاش دارند که ارتباط اطلاعات حسابداری را با قیمت اوراق بهادار بررسی کنند.

در بازار بورس ایران، وجود عواملی چون سرمایه‌گذاران فرصت‌طلب، دخالت‌های دولت و وجود شواهدی دال بر کارا نبودن بازار، باعث نابرابری قیمت با ارزش شده است و نتایج حاصل از پژوهش‌هایی که فرضیه‌های بازار کارا را در نظر نمی‌گیرند، نمی‌تواند نتیجه‌بخش باشد. در نتیجه پژوهش‌های حسابداری، باید بیشتر حول محورهای کلان اقتصادی و شناخت دقیق‌تر رفتار سرمایه‌گذاران و رفتار دولت در برخورد با بازار بورس متمرکز شود (احمدی و همکاران، ۱۳۹۸).

۳- پرسش اصلی پژوهش

- ۱) آیا احساسات سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام تأثیر دارد؟
- ۲) آیا اعتماد عمومی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و قیمت سهام را تعدیل می‌کند؟

۴- فرضیه‌های پژوهش

- ۱) احساسات سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام تأثیر دارد
- ۲) اعتماد عمومی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و قیمت سهام را تعدیل می‌کند.

۵- جامعه و نمونه آماری تحقیق

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار می‌باشد که دارای شرایط جدول ۱ باشند.

جدول ۱. مراحل مختلف نمونه‌گیری

تعداد	مراحل مختلف نمونه‌گیری
۵۳۲	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۰
(۹۴)	جزء بانک‌ها، مؤسسات مالی، سرمایه‌گذاری، هلدینگ و لیزینگ نباشد زیرا به دلیل ماهیت فعالیت خاص آن‌ها، رابطه مؤلفه‌های مورد بررسی در این پژوهش برای چنین مؤسساتی متفاوت بوده و قابل تعمیم به سایرین نمی‌باشد.
(۱۱۸)	شرکت تا پایان سال ۱۳۹۰ در بازار سرمایه تهران پذیرفته شده و طی سال‌های ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۸ از شرکت‌های عضو بازار سرمایه نیز خارج نشده باشد
(۵۲)	برای رعایت قابلیت مقایسه‌پذیری، سال مالی شرکت منتهی به ۲۹ اسفندماه هر سال باشد.
(۸۱)	شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۸ تغییر سال مالی نداشته باشد.
(۴۵)	صورت‌های مالی و اطلاعات شرکت‌ها در دسترس باشند.
۱۴۲	تعداد شرکت‌ها

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۶- روش تحقیق

از نظر شیوه گردآوری و تحلیل اطلاعات، این تحقیق توصیفی و از نوع همبستگی است و از نظر هدف کاربردی و از نظر روش اسنادی می‌باشد

۷- مدل تحقیق

مدل رگرسیونی ۱ جهت آزمون فرضیات تحقیق مورد استفاده قرار خواهند گرفت
رابطه (۱)

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t} + \beta_2 Trust_{i,t} + \beta_3 SENT * Trust_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۷-۱- متغیر وابسته تحقیق

بازده (R)

طبق تعریف، بازده شامل تغییر در اصل سرمایه (قیمت سهام) و سود نقدی می‌باشد. در نتیجه در تحقیق حاضر از بازده سهام به عنوان معیاری جهت نشان دادن تغییرات در قیمت سهام استفاده گردیده است. متغیر وابسته این تحقیق برابر است با:

$$R_{it} = \frac{P_1 - P_0}{P_0}$$

که در آن P_0 قیمت تعدیل شده سهم در ابتدای سال و P_1 قیمت تعدیل شده سهم در انتهای سال می‌باشد.

۲-۷- متغیرهای مستقل تحقیق

• احساسات سرمایه‌گذاران (SENT)

طبق تعریف حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، میزان خوش‌بینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهم می‌باشد و معمولاً به علت مشکل در ارزش‌گذاری شرکت‌ها رخ می‌دهد که منجر به تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر قضاوت‌های ذهنی می‌شود. گرایش‌های احساسی را می‌توان "احساسات 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؛ اما سؤالی که اینجا مطرح می‌شود این است که چه عواملی منجر می‌شود تا یک سهام در مقابل احساسات سرمایه‌گذاران به سفته‌بازی آسیب‌پذیر باشد؟ شاید مهمترین علت این موضوع را بتوان به ذهنی بودن ارزش‌گذاری آن‌ها مربوط دانست (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۶: ۳۰). تعریف دیگری که می‌توان برای گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بیان نمود عبارت است از "حاشیه میزان خوش‌بینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهم (کیم و ها، ۲۰۱۰).

در این مطالعه برای اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش‌های احساسی بازار شاخص آرمز استفاده شده است که با استفاده از رابطه زیر مورد محاسبه قرار خواهد گرفت. در شاخص آرمز معیار این است که آیا حجم معاملات در بازار صعودی بیشتر است یا نزولی اگر این شاخص زیر یک باشد حجم معاملات بیشتر در بازار صعودی رخ می‌دهد و این اخطار خوبی می‌باشد و اگر بالای یک باشد بیانگر حجم معاملات بیشتر در بازار نزولی است و اخطار بدی است. شاخص آرمز یک اندیکاتور معکوس است که با جهت بازار نسبت مخالف دارد. در تحقیقی مشابه سرلک و همکارانش (۱۳۹۱) از این شاخص استفاده نمودند.

$$SENT_{it} = \frac{NUM_PAscending_{it} \cdot AVE_VDescending_{it}}{NUM_PDescending_{it} \cdot AVE_VAscending_{it}}$$

NULL_PAscending: تعداد پیشرفت (افزایش) قیمت‌ها

NULL_PDecending: تعداد پسرفت (کاهش) قیمت‌ها

AVE_VDecending: متوسط پیشرفت (افزایش) حجم معاملات

AVE_VAscending: متوسط پسرفت (کاهش) حجم معاملات

• اعتماد عمومی (Trust)

اعتماد عمومی یک پدیده شناخته شده و مستند شده در روانشناسی است. روانشناسان یک فرد با ویژگی‌های رفتاری فرا اطمینانی را به عنوان فردی تعریف می‌کنند که اعتقاد دارد اطلاعات و دانش ایشان بسیار دقیق است بیش از آنچه که واقعیت دارد. نخست افراد برآورد بیش از واقع از توانایی‌های خود دارند. دوم، افراد یک رویداد را معین‌تر از آنچه که واقعاً هست، می‌بینند. در هر یک از موارد، کارگزاران اقتصادی بر این باور هستند که اطلاعاتشان دقیق‌تر از دیگران است. در حال حاضر، اقتصاددانان مالی بیشتر علاقمند شده‌اند تا بازتاب فرا اطمینان را بر روی تصمیمات مالی و عملکرد بازارهای مالی مشاهده کنند. اطمینان بیش از حد آنچنان پدیده روانشناختی قوی است که تجربه نیز نمی‌تواند آن را حذف کند (آلن و ایونس، ۲۰۰۵).

برای اندازه‌گیری این متغیر از طریق متوسط سالیانه نسبت تعداد سهامی که قیمت آن‌ها به نسبت روز قبل افزایش داشته به تعداد سهامی که قیمت آن‌ها کاهش داشته اندازه‌گیری می‌شود (بونلرت^{۱۱}، ۲۰۱۷). بونلرت اعتقاد داشت اگر این نسبت هر روز بیشتر شود یعنی اعتماد و اطمینان زیادی در بازار به وجود آمده است که منجر به جذب سرمایه‌گذاران جدید از طریق تبلیغات و ورود نقدینگی تازه به بازار می‌شود. با توجه به تحقیقات رونکی^{۱۲} (۲۰۱۴)، ورود نقدینگی تازه به بازار با اعتماد عمومی رابطه معنی‌دار دارد.

$$Trust = \sum_{1}^n \frac{Inc_{it}}{Dec_{it}}$$

که در آن:

Inc: تعداد سهامی که نسبت به روز t-1 قیمتشان افزایش پیدا کرده است.

Dec: تعداد سهامی که نسبت به روز t-1 قیمتشان کاهش پیدا کرده است.

۳-۷- متغیرهای کمکی

ROA = بازده دارایی‌ها

LEV = اهرام مالی

MB = نسبت دارایی‌های کل به ارزش بازار سهام

SIZE = اندازه شرکت

۸- نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها

واکاوی اطلاعات فرایندی چندمرحله‌ای است که طی آن پس از گردآوری داده‌ها و محاسبه مقادیر متغیرهای مورد نظر برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، اطلاعات حاصله مورد آزمون قرار گرفته و بر اساس یافته حاصل از آزمون‌ها، نسبت به تأیید یا رد و تفسیر آن‌ها اقدام می‌گردد.

این قسمت مشتمل بر دو گفتار اصلی است: گفتار نخست به آمار توصیفی اختصاص دارد که در آن داده‌های پژوهشی با استفاده از شاخص‌های مرکزی و پراکندگی تشریح می‌گردند، در گفتار دوم نیز پس از تعیین الگوی داده‌های مورد بررسی و آزمون مفروضات مدل‌های رگرسیونی و اطمینان از برقراری آن‌ها معادله رگرسیون برازش گردیده و بر فرضیه‌های پژوهشی مورد آزمون قرار می‌گیرند.

جدول ۳. آمار توصیفی

چولگی	کشدگی	انحراف استاندارد	کمترین	بیشترین	میانه	میانگین	شرح
۰/۰۳۵	۱/۸۶	۱/۱۱۴	-۰/۷۹۰	۳/۱۹۳	۱/۱۵۳	۱/۱۷۷	R
۰/۰۶۲	۲/۳۹	۰/۷۶۵	۰/۱۰۴	۳/۰۹۵	۱/۵۶۱	۱/۵۹۱	SENT
۰/۰۳۰	۲/۱۹	۰/۲۵۶	۲/۵۰۰	۳/۴۹۹	۲/۹۹۰	۲/۹۹۴	Trust
-۰/۰۲۸	۲/۳۰	۰/۱۲۳	-۰/۲۵۰	۰/۲۵۰	۰/۰۰۱	۰/۰۰۱	ROA
۰/۰۰۴	۱/۸۱	۰/۰۸۶	۰/۱۰۰	۰/۴۰۰	۰/۲۴۷	۰/۲۴۸	LEV
۰/۰۱۱	۱/۸۸	۰/۱۱۳	۰/۱۰۰	۰/۵۰۰	۰/۲۹۸	۰/۲۹۹	MB
-۰/۰۰۵	۲/۱۴	۱/۰۱۸	۴/۰۰۲	۷/۹۹۹	۶/۰۹۳	۶/۰۵۳	SIZE

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۱- آزمون همبستگی بین متغیرها

آزمون ضریب همبستگی متغیرهای پژوهش نتایج ارائه شده در جدول ۴ نشان می‌دهد که بین ساختار مالکیت و پریشانی مالی همبستگی معکوس وجود دارد علاوه بر این نتایج حاصل از آزمون ضریب همبستگی نشان می‌دهد که بین اندازه هیأت مدیره و جبران خسارت مدیریت و پریشانی مالی همبستگی مستقیمی وجود دارد.

جدول ۴. همبستگی بین متغیرهای پژوهش

SIZE	MB	LEV	ROA	Trust	SENT	R	
						۱	R
					۱	-۰/۵۵۰	SENT
				۱	۰/۳۲۴	-۰/۴۴۰	Trust
			۱	۰/۱۵۵	۰/۲۵۲	۰/۳۱۴	ROA
		۱	-۰/۰۱۶	-۰/۰۳۶	۰/۰۰۹	۰/۰۱۵	LEV
	۱	۰/۰۰۷	۰/۰۰۶	۰/۰۱۶	-۰/۰۲۹	-۰/۰۱۶	MB
۱	۰/۰۲۲	۰/۰۰۹	-۰/۱۸۹	-۰/۲۶۹	-۰/۳۲۴	-۰/۴۲۶	SIZE

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۲- آزمون مانایی متغیرها

آزمون مانایی عمدتاً به منظور جلوگیری از رگرسیون‌های کاذب انجام می‌گیرد. برای جلوگیری از رگرسیون کاذب بایستی متغیرها مانا باشند. در غیر این صورت بایستی از تفاضل متغیرها که معمولاً مانا هستند، استفاده نمود. با توجه به جدول ۵ مقادیر به دست آمده مشاهده می‌شود که قدر مطلق آماره ADF برای تمامی متغیرها بیشتر از قدر مطلق مقادیر بحرانی مک‌کینون است و ریشه واحد وجود ندارد که نشان‌دهنده مانا بودن آن‌هاست

جدول ۵. نتایج حاصل از آزمون مانایی (دیکی-فولر) در سطح با عرض از مبدأ و روند

متغیر	روند	عرض از مبدأ	تعداد وقفه	آماره ADF	مقادیر بحرانی مک‌کینون		
					۱ درصد	۵ درصد	۱۰ درصد
R	-	C	0	-۳۵/۷۸۲	-۳/۴۳۵	-۲/۸۶۴	-۲/۵۶۸
SENT	-	C	0	-۳۵/۷۳۳	-۳/۴۳۵	-۲/۸۶۴	-۲/۵۶۸
Trust	-	C	0	-۳۴/۴۹۶	-۳/۴۳۵	-۲/۸۶۴	-۲/۵۶۸
ROA	-	C	0	-۳۶/۱۹۲	-۳/۴۳۵	-۲/۸۶۴	-۲/۵۶۸
LEV	-	C	0	-۳۵/۲۵۴	-۳/۴۳۵	-۲/۸۶۴	-۲/۵۶۸
MB	-	C	0	-۳۵/۲۷۰	-۳/۴۳۵	-۲/۸۶۴	-۲/۵۶۸
SIZE	-	C	0	-۳۵/۷۰۰	-۳/۴۳۵	-۲/۸۶۴	-۲/۵۶۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۳- آزمون همسانی واریانس باقی مانده‌ها

در ترکیب داده‌های مقطعی و سری زمانی تا حد زیادی مشکلات مربوط به ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی را رفع می‌کند. به هر حال زمانی که داده‌های پژوهش از نوع ترکیبی است و قصد بررسی فروض کلاسیک وجود داشته باشد، از بین فروض مذکور صرفاً فرض‌های ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی سریالی مورد تأیید قرار می‌گیرد. در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون وایت مورد بررسی قرار گرفت؛ که نتایج آن در جدول زیر نشان می‌دهد که احتمال معناداری در مدل بیشتر از ۵٪ بوده و لذا در سطح اطمینان ۹۵٪ دلیلی برای رد فرض صفر وجود نداشته و بدین ترتیب، یکی از فروض رگرسیون مبنی بر ثابت بودن واریانس باقیمانده برقرار است. نتایج به صورت جدول ۶ می‌باشد.

جدول ۶. ناهمسانی واریانس مدل

معناداری	درجه آزادی	آماره آزمون
۰/۹۶۵۱	(۸/۱۲۶۲)	۰/۹۳۲/۳۰۲ (آزمون فیشر)
۰/۹۶۳۹	۸	۲/۴۵۱۸۳۰ (آزمون کای دو)

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۴- عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای مستقل

موضوع بعدی بررسی همخطی شدید میان متغیرها می‌باشد به این معنا که زمانی که متغیرهای مستقل تحقیق با یکدیگر همبستگی بالایی داشته باشند، این موضوع منتهی به کاهش کارایی مدل می‌گردد. یکی از روش‌ها، آزمون عامل تورم واریانس می‌باشد زمانی که آماره مذکور کمتر از عدد ۱۰ باشد، می‌توان نتیجه گرفت که هم خطی قابل اغماض می‌باشد نتایج این آزمون در جدول ۵ نشان می‌دهد که میزان عامل تورم واریانس تمامی متغیرها از ۱۰ کمتر می‌باشد پس رابطه هم خطی متغیرهای مستقل قابل اغماض است. نتایج به صورت جدول ۷ می‌باشد.

جدول ۷. آزمون عامل تورم واریانس مدل

متغیر	ضریب واریانس	عامل تورم واریانس
SENT	۰/۰۱۰۰۰۲	۵/۸۷۶۳۴۳
Trust	۰/۰۱۳۴۵۱	۱/۶۳۵۱۱۹
SENT× Trust	۰/۰۰۱۱۱۳	۲/۷۹۱۴۳۳
ROA	۰/۰۳۸۷۹۹	۱/۰۹۰۷۳۷
LEV	۰/۰۷۲۸۳۴	۱/۰۰۳۸۷۸

پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی
شماره ۵۱/ پاییز ۱۴۰۰

متغیر	ضریب واریانس	عامل تورم واریانس
MB	۰/۰۴۲۰۰۹	۱/۰۰۲۸۵۱
SIZE	۰/۰۰۰۶۰۹	۱/۱۷۵۳۴۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۸-۵- تخمین مدل و تجزیه و تحلیل نتایج

مطابق با داده‌های جدول ۸ نظر به این که معناداری آماره F کمتر از ۰,۰۵ است، بنابراین می‌توان بیان کرد که مدل رگرسیون تحقیق معنی‌دار است. معنادار بودن آماری به این معناست که مدل محاسبه شده با درجه معینی از اطمینان، با صفر تفاوت دارد. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر ۰,۴۴۶ می‌باشد. به این معنی است که متغیرهای مستقل مدل تحقیق می‌تواند ۴۴,۶ درصد واریانس‌های متغیر وابسته قیمت سهام را توضیح دهد.

جدول ۸. نتایج برازش مدل

$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t} + \beta_2 Trust_{i,t} + \beta_3 SENT * Trust_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 MB_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	معنی‌داری
SENT	-۰/۲۳۸۲۸۵	۰/۱۰۰۰۱۱	-۲/۳۸۲۵۹۶	۰/۰۱۷۳
Trust	۰/۸۶۳۳۸۹	۰/۱۱۵۹۷۹	۷/۴۴۴۳۴۴	۰/۰۰
SENT× Trust	۰/۱۰۴۲۱۳	۰/۰۳۳۳۶۱	۳/۱۲۳۷۶۸	۰/۰۰۱۸
ROA	۱/۲۷۲۳۶۴	۰/۱۹۶۹۷۴	۶/۴۵۹۵۵۸	۰/۰۰
LEV	۰/۲۸۴۸۳۶	۰/۲۶۹۸۷۹	۱/۰۵۵۴۲۴	۰/۲۹۱۴
MB	-۰/۰۳۹۸۳۴	۰/۲۰۴۹۶۲	-۰/۱۹۴۳۵۰	۰/۸۴۵۹
SIZE	-۰/۲۲۹۷۰۲	۰/۰۲۴۶۸۷	-۹/۳۰۴۴۴۷	۰/۰۰
C	-۰/۹۶۱۱۷۲	۰/۳۹۷۹۸۲	-۲/۴۱۵۱۱۲	۰/۰۱۵۹
ضریب تعیین	۰/۴۴۹۶۶۹	انحراف معیار متغیر وابسته	۱/۱۱۴۰۴۹	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۴۶۶۳۶	میانگین متغیر وابسته	۱/۱۷۷۰۶۹	
آماره F	۱۴۸/۲۴۳۴	خطای استاندارد مدل	۰/۸۲۸۷۲۳	
معناداری آماره F	۰/۰۰	آماره - دوربین واتسون	۲/۰۲۰۱۰۷	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

۹- بحث و نتیجه‌گیری

• بررسی فرضیه اول تحقیق

در مدل ضریب متغیر احساسات سرمایه‌گذاران (SENT) برابر ۰,۲۳۸- می‌باشد. با توجه به ضریب منفی متغیر احساسات سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر عکس دارد به عبارتی دیگر با افزایش احساسات سرمایه‌گذاران، قیمت سهام شرکت کاهش می‌یابد. به طور کلی نتایج به دست آمده نشان‌دهنده تأیید فرضیه اول این پژوهش است یعنی احساسات سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر دارد نتایج این فرضیه سازگار با نتایج پژوهش انجام شده توسط ژوو نیو (۲۰۱۶) و کرنل و همکاران (۲۰۱۶) می‌باشد. سهامداران باید بر اساس تعاریف و فرمول‌های این تحقیق احساسات سرمایه‌گذاران را هر چند روز یک بار اندازه بگیرند و بر اساس آن برای سرمایه‌گذاری خود تصمیم بگیرند و همچنین در صورت فعالیت در بازارهای مالی که احساسات سرمایه‌گذاران بالا است و رفتار توده‌ای در آن حاکم است حرکت حقوقی‌ها و عرضه و تقاضاهای که از طرف سهامداران حقیقی بزرگ روی می‌دهد مدنظر قرار بدهند و بر اساس آن تصمیم به خروج یا ورود سرمایه خود کنند

• بررسی فرضیه دوم تحقیق

در مدل ضریب متغیر احساسات سرمایه‌گذاران ضرب در اعتماد عمومی (SENT× Trust) برابر ۰,۱۰۴ می‌باشد. با توجه به ضریب مثبت متغیر احساسات سرمایه‌گذاران ضرب در اعتماد عمومی بر قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اثر مستقیم دارد به عبارتی دیگر با افزایش احساسات سرمایه‌گذاران ضرب در اعتماد عمومی، قیمت سهام شرکت افزایش می‌یابد. به طور کلی نتایج بدست آمده نشان‌دهنده تأیید فرضیه دوم این پژوهش است یعنی اعتماد عمومی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را تعدیل می‌کند. نتایج این فرضیه سازگار با نتایج پژوهش انجام شده توسط بیکر و وارگلر (۲۰۰۷) و سرلک و همکارانش (۱۳۹۵) می‌باشد. دولت و هر نهادهای بزرگ دیگری لازم است قبل از دعوت مردم به بورس و هر بازار مالی دیگر حتماً اعتماد عمومی و رفتار توده‌ای و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را در آینده نزدیک بررسی کنند لذا قبل دعوت حتماً باید این پیشامدها را بررسی کرده و راهکارهای مناسب برای این پیشامدها در نظر بگیرند.

پیشنهادهایی مبتنی بر تحقیق به شرح زیر می‌باشد

۱) سهامداران باید بر اساس تعاریف و فرمول‌های این تحقیق احساسات سرمایه‌گذاران را هر چند روز یک بار اندازه بگیرند و بر اساس آن برای سرمایه‌گذاری خود تصمیم بگیرند و

همچنین در صورت فعالیت در بازارهای مالی که احساسات سرمایه‌گذاران بالا است و رفتار توده‌ای در آن حاکم است حرکت حقوقی‌ها و عرضه و تقاضاهای که از طرف سهامداران حقیقی بزرگ روی می‌دهد مدنظر قرار بدهند و بر اساس آن تصمیم به خروج یا ورود سرمایه خود کنند.

۲) دولت و هر نهادهای بزرگ دیگری لازم است قبل از دعوت مردم به بورس و هر بازار مالی دیگر حتماً اعتماد عمومی و رفتار توده‌ای و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را در آینده نزدیک بررسی کنند لذا قبل دعوت حتماً باید این پیشامدها را بررسی کرده و راهکارهای مناسب برای این پیشامدها در نظر بگیرند.



فهرست منابع

- ۱) ابراهیم پور، حبیب اله، طاهر روشندل اربطانی و عبدالرضا امیری، (۱۳۹۱)، "بررسی عوامل نگرشی مؤثر در تبیین اعتماد عمومی به پلیس (مطالعه موردی: پلیس تهران)"، فصلنامه پژوهش‌های مدیریت انتظامی، ۷ (۳)، صص ۳۰۱-۳۲۷.
- ۲) احمدی و همکاران، (۱۳۹۸)، "بررسی تأثیر معیارهای اعتماد بیش از حد مدیران ارشد بر خطر سقوط آتی قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دانشکده اقتصاد و حسابداری واحد تهران مرکز، شماره ۴۱، دوره ۱۱
- ۳) جمشیدی حمیدرضا و علیرضا عطری، (۱۳۹۲)، "بررسی رفتار سرمایه‌گذاران در زمان اعلام و پیش‌بینی شرکت‌های حاضر در بازار سرمایه"، پایان‌نامه دانشگاه علوم تحقیقات ساوه.
- ۴) جهانشاد، آزیتا و حمزه ملکیان، (۱۳۹۴)، "نقش اعتماد بر واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اعلان سود با تأکید بر الزامات نهادهای رسمی و عدم تقارن اطلاعاتی"، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال هفتم، شماره ۲۶، صص ۱۰۷-۹۲.
- ۵) چارلز پی، نو، (۱۳۸۸)، "مدیریت سرمایه‌گذاری"، ترجمه دکتر رضا تهرانی و عسگر نوربخش، چاپ پنجم، انتشارات نگاه دانش.
- ۶) حیدرپور، فرزانه، یداله تاری وردی و مریم محرابی، (۱۳۹۲)، "تأثیر رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۶ (۱۷).
- ۷) حیدرپور، فرزانه، یداله تاری وردی و مریم محرابی، (۱۳۹۲)، "تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام"، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۷، صص ۱-۱۳.
- ۸) خانزاده، زینب، (۱۳۹۰)، "رابطه بین اعتماد عمومی و پاسخگویی در شرکت مخابرات از دیدگاه شهروندان"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، تهران، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی.
- ۹) خواجه‌وی، شکراله، حمید الهیاری ابهری و میثم قاسمی، (۱۳۹۰)، "آزمون مدل بازده و مدل قیمت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوی پانل با داده‌های وزنی"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴، صص ۵۵-۷۰.
- ۱۰) راعی، رضا و سعید باجلان، (۱۳۹۴)، "شناسایی و مدل‌سازی اثرات تقویمی بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل‌های ARCH & GARCH"، فصلنامه علمی و پژوهشی پژوهش‌های اقتصادی، سال، هشتم، شماره چهارم
- ۱۱) راعی، رضا و احمد تلنگی، (۱۳۹۳)، "مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته"، تهران: سمت.

۱۲) رضایی، فرزین و هادی شفیع‌ی دیزجی، (۱۳۹۲)، "بررسی روند تدریجی رابطه‌ی متغیرهای حسابداری و قیمت سهام در چرخه‌ی عمر شرکت؛ تحلیل بیز سلسله مراتبی"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۲، صص ۱۰۹-۱۲۶.

۱۳) رضائیان، علی، (۱۳۹۳)، "مبانی مدیریت رفتار سازمانی"، تهران، انتشارات سمت.

۱۴) زارعی، علی و رویا دارایی، (۱۳۹۷)، "تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دانشکده اقتصاد و حسابداری واحد تهران مرکز، شماره ۳۷، دوره ۱۰

۱۵) سرلک، کبری، زهرا علیپور درویش و حمیدرضا وکیلی فرد، (۱۳۹۱)، "تأثیر تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران و متغیرهای تکنیک بنیادی بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)، شماره شانزدهم، دوره پنجم، صص ۱۲.

۱۶) سرمد، زهره، عباس بازرگان و الهه حجازی، (۱۳۸۷)، "روش‌های تحقیق در علوم رفتاری"، چاپ شانزدهم، تهران، نشر آگاه.

۱۷) قاضی زاده، مصطفی، (۱۳۹۰)، "روان‌شناسی بازار خدمات مالی"، چاپ اول، تهران، انتشارات رسا

۱۸) قادری و همکاران، (۱۳۹۹)، "مدل مدیریت ریسک شرکتی و پیامدهای آن در کنترل مؤثر ویژگی‌های سود شرکت"، فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، دانشکده اقتصاد و حسابداری واحد تهران مرکز، شماره ۴۶، دوره ۱۲

۱۹) کدخدایی، حسن، (۱۳۹۵)، "تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص سهام"، نشریه ابرار اقتصادی، صص ۱۰

20) Ahmed, S & Ullah, N, (2013), "Investor Sentiment and Stock Market Dynamics: A Case of Pakistan", Journal of Public Administration, Finance and Law Issue 4, PP. 126-138.

21) Baker, M. & Wurgler, J, (2006), "Investor Sentiment and the Cross- Section of Stock Returns", Journal of Finance, Vol. 61, PP. 164-168.

22) Baker, M., & Wurgler, J. (2006), "Investor Sentiment and the Cross-section of Stock Returns", The Journal of Finance, 61(4), 1645-1680. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2006.00885.x>

23) Baker, M., & Wurgler, J. (2006), "Investor Sentiment and the Cross-section of Stock Returns", Journal of Finance, 61, PP. 1645-1680.

24) Baker, M., & Wurgler, J. (2007), "Investor Sentiment in the Stock Market", The Journal of Economic Perspectives, 21(2), PP. 129-152. <http://dx.doi.org/10.1257/jep.21.2.129>.

- 25) Baker, M., & Wurgler, J. (2007), "Investor Sentiment in the Stock Market", *Journal of Economic Perspectives*, 21(2), PP. 129-151.
- 26) Ben Aissia, Dorsaf, (2018), "Home and Foreign Investor Sentiment and The Stock Returns", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, Vol. 59, Issue C, PP. 71-77.
- 27) Białkowski, J. Etebari, A & Wisniewski. T.P, (2011), " Fast Profits: Investor Sentiment and Stock Returns during Ramadan", University of Canterbury, Department of Economics and Finance, College of Business and Economics, Christchurch, New Zealand, PP. 1-52.
- 28) Chou, Y.K. (2006), "Three Simple Models of Social Capital and Economic Growth", *Journal of Socio- Economics*, 35, PP. 889 – 912
- 29) Dalika, N & Seetharam, Y, (2015), "Sentiment and Returns: An Analysis of Investor Sentiment in the South African Market", *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 12, Issue. 1, PP. 261-267.
- 30) Dasgupta P. (2012), "Trust as a Commodity. In: Gambetta", D. (ed.) *Trust: Making and Breaking Co-operative Relations*; Oxford: Basil Blackwell.
- 31) De Long, Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, Robert J. Waldmann, (1990), "Noise Trader Risk in Financial Markets!" *The Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 4, PP. 703-738
- 32) Denhardt, R.B, (2002), "Trust as Capacity: The Role of Integrity and Responsibility", *Public Organization Review: A Global Journal*, 2(4), PP.65-68.
- 33) Dinda, S. (2007), "Social Capital in the Great ion of Human Capital and Economic Growth: A Productive Consumption Approach", *Journal of Socio - Economics*, 37, PP. 2020 – 2033
- 34) Dinda, S. (2007), "Social Capital in the Great ion of Human Capital and Economic Growth: A Productive Consumption Approach", *Journal of Socio - Economics*, 37, PP. 2020 – 2033.
- 35) Doukas, JA. Milonas, NT, (2004), "Investor Sentiment and the Closed-end Fund Puzzle: Out-of-sample Evidence!"
- 36) Wang, Y-H., Keswani, A. and Taylor, S.J. (2006), "The Relationships between Sentiment, Returns and Volatility", *International Journal of Forecasting*, Vol. 22, Issue 1, PP. 109-123, <https://doi.org/10.1016/j.ijforecast.2005.04.019>.
- 37) Wang, Yu-Min. Chun-An Li, Cha-Fei Lin, (2009), "The Impact of Investor Sentiment on the Futures Market: Evidence from the Taiwan Futures Exchange!" *International Research*, *Journal of Finance and Economics*, PP. 134-151.
- 38) Wei-Ju Chen. (2013), "Can Corporate Governance Mitigate the Adverse Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan", *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 5, No. 2.
- 39) Wu, Xueping. Wang, Zheng. (2004), "Equity Financing in a Myers–Majluf Framework with Private Benefits of Control", *Journal of Corporate Finance*, Vol. 11, Issue 5, PP. 915-945, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2004.04.001>.
- 40) Wu, Y. Han, L. Tao, K & Zhang, Zh, (2010), "Investor Sentiment and the Day-of-the-Week Effect of Cross-Sectional Return", PP. 63-78, Available WWW.SSRN.COM,

- 41) Zhang, Cathy (2008), "Defining Modeling and Measuring Investor Sentiment", University of California, Berkely.
- 42) Zhu, B. Niu. F. (2019), "Investor Sentiment, Accounting Information and Stock Price: Evidence from China".
- 43) Zouaoui, M., Nouyrigat, G., Beer, F. (2011), "How does Investor Sentiment Affect Stock Market Crises? Evidence from Panel Data", Financial Review, Vol. 46, Issue 4, PP. 723-747.

یادداشت‌ها

1. Barberis & al
2. Li
3. Antonios & al
4. Liston
5. Baker & Wurgler
6. Rajerz
7. Bicer & al
8. Zhu & Niu
9. Ben Aissia
10. Ni
11. Boonlert
12. Runke

