

## تأثیر تمایلات سرمایه‌گذاران بر معیارهای مختلف عملکرد در شرکتهای دارویی حاضر در بورس اوراق بهادار تهران

ساجده زهدی

دانشجوی کارشناسی ارشد مدیریت مالی، دانشگاه دانش البرز، البرز، ایران.

zohdisajede@gmail.com

فرناز ضیاء

دکتری تخصصی حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول).

farnazzia@yahoo.com

محقق در پژوهش فعلی به بررسی تأثیر تمایلات سرمایه‌گذاران بر معیارهای مختلف عملکرد در شرکتهای دارویی حاضر در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. روش پژوهش این تحقیق از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی بوده و در این مسیر؛ تعداد ۴۲ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک بازه زمانی ده ساله از ابتدای سال ۱۳۹۲ تا پایان سال ۱۴۰۱ انتخاب و به استخراج داده‌های لازم و آزمون فرضیه‌های تدوین شده پرداخته شد. نتایج نشان داد تمایلات سرمایه‌گذاران بر بازده سهام و جریان‌های نقدی عملیاتی تأثیر مثبت و معناداری دارد. **واژگان کلیدی:** تمایلات سرمایه‌گذاران، بازده سهام، جریان‌های نقدی عملیاتی، افشای اطلاعات، عملکرد.

### مقدمه

نیاز سازمان‌ها به سازگاری با محیط تجاری پویا و پیچیده امروزی، برای ادامه بقا که ناشی از توسعه بازارهای رقابتی است، از یک سو و فشار مجامع سرمایه‌گذار به مدیران جهت تعیین ارزش و تبیین معیارهای سنجش دقیق و شفاف از سوی دیگر، باعث شد شرکت‌ها سیستم‌های سنتی پاداش و ارزیابی عملکرد را مورد بازنگری قرار داده و دوباره آنها را مورد آزمون قرار دهند؛ که آیا مبنای صحیح و قابل اتکایی برای تصمیم‌گیری بوده‌اند یا خیر؟ در حال حاضر تکنیک‌های سنجش عملکرد بیش از آنکه بر چارچوب اصول حسابداری استوار باشند، بر اساس تئوری‌های اقتصادی بنا شده‌اند. سرمایه، یکی از محدودترین منابع اقتصادی کشورها محسوب می‌شود و به همین دلیل اقتصاددانان و متخصصین امور مالی همواره در پی راه‌های استفاده مطلوب از آن برای گذاشتن در اختیار مدیران واحدهای اقتصادی هستند. بنابراین، آنچه که نیاز به بررسی و تجدید نظر دارد، اعتبار رویه‌هایی است که برای تخصیص مطلوب منابع و پس‌اندازهای جامعه در فعالیت‌های کارا و پر بازده استفاده می‌شود و در نهایت منجر به رشد اقتصادی و اجتماعی و جلب اطمینان مردم در بکارگیری مناسب سرمایه آنها می‌شود (سربندی فراهانی، ۱۳۸۹). نیاز سازمان‌ها به سازگاری با محیط تجاری پویا و پیچیده امروزی، برای ادامه بقا که ناشی از توسعه بازارهای رقابتی است، از یک سو و فشار مجامع سرمایه‌گذار به مدیران جهت تعیین ارزش و تبیین معیارهای سنجش دقیق و شفاف از سوی دیگر، باعث شد شرکت‌ها سیستم‌های سنتی پاداش و ارزیابی عملکرد را مورد بازنگری قرار داده و دوباره آنها را مورد آزمون قرار دهند؛ که آیا مبنای صحیح و قابل اتکایی برای تصمیم‌گیری بوده‌اند یا خیر؟ در حال حاضر تکنیک‌های سنجش عملکرد بیش از آنکه بر چارچوب اصول حسابداری استوار باشند، بر اساس تئوری‌های اقتصادی بنا شده‌اند. در این مسیر؛ بیدل و همکاران (۱۹۹۵)، بیان می‌کنند سرمایه‌گذاران توازن بین ریسک و بازده را مبنای تصمیم‌گیری خود قرار می‌دهند. آنها علاقه‌مندند بازده مورد انتظار آتی سرمایه‌گذاری خود را به کمک اطلاعات گزارش شده توسط شرکت و سایر شواهد برآورد کنند. هر قدر کیفیت

اطلاعات ارائه شده بالاتر باشد، از میزان ابهام در برآورد بازده مورد انتظار کاسته شده و ریسک اطلاعاتی کاهش خواهد یافت و به تبع آن؛ نوسان بازده سهام هم کاهش خواهد یافت. در ضمن سرمایه‌گذاران در مقایسه با سایر شاخص‌های عملکردی (از قبیل سود نقدی، جریان‌های نقدی و تغییرات سود) اتکای بیشتری بر روی اطلاعات مربوط به سود دارند. از این رو، سود گزارش شده یکی از معیارهای تعیین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است. گزارشگری مدیریت اقلام تعهدی به علت تاثیری که بر درک سرمایه‌گذاران از کیفیت سود شرکت دارد، همواره مورد توجه مدیریت است تا از طریق بهبود آن بازده سهام شرکت بهبود یابد (سپهرتاج امیرسالاری، ۱۴۰۱). در واقع مدیران با شناسایی عوامل موثر بر سودآوری شرکت، در کنار تحقق سایر اهداف به دنبال حداقل نمودن نوسان بازده سهام نیز هستند. تحقیقات پیشین دریافته‌اند که تاثیر تمایلات سرمایه‌گذار بر ارزش‌گذاری سهام و پیش‌بینی سود بر شرکت‌ها تاثیرگذار است. تمایلات سرمایه‌گذار را می‌توان به عنوان باورهای مربوط به جریان‌های نقدینگی آتی و یا نرخ‌های دیسکونت تعریف کرد که ارتباطی با اصول غالب ندارد. تعریف دیگری که می‌توان برای گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بیان نمود عبارت است از حاشیه میزان خوش‌بینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهام. تحقیقات انجام شده نشان داده است که سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران در معرض این تمایلات قرار دارد و می‌توانند انتظارات سود خوش‌بینانه و یا بدبینانه در خود ایجاد کنند. اگرچه مدیران نسبت به افراد خارج از شرکت این مزیت را دارند که اطلاعات بیشتری در مورد عملکرد شرکت خود در اختیار دارند، اما مصون از سوگیری‌های رفتاری نیستند و تحقیقات انجام شده دریافته‌اند که این‌گونه مدیران سوگیری‌های اسنادی و اطمینان بیش از حد دارند (وونگ، ۲۰۲۲). براون و همکاران (۲۰۱۲)، دریافته‌اند که تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران بر افزایش سود توسط مدیران، احتمالاً از طریق تاثیر آن بر انتظارات سود خود مدیران، تاثیر می‌گذارد. بنابراین، می‌توان انتظار داشت که مدیران نیز به مانند سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مستعد این تمایلات باشند و سوگیری پیش‌بینی در پیش‌بینی سود سالانه مدیران با این تمایلات ارتباط داشته باشد. در ادبیات مالی رفتاری، تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران به عنوان دیدگاه خوشبینانه یا بدبینانه در مورد سهام به طور کل، و انحراف باورهای سرمایه‌گذار در مورد عملکرد آتی شرکت بر اساس ارزش‌های اصولی، تعریف شده است. یافته‌های تحقیقات گذشته حاکی از آن است که پیش‌بینی سود تحلیل‌گران در طول دوره‌های با تمایلات بالا، بسیار خوشبینانه است و این سوگیری در پیش‌بینی سود تحلیل‌گران احتمالاً غیرعمدی باشد (جیانگ و ژین، ۲۰۲۰). امروزه ایده رفتار کاملاً عقلانی سرمایه‌گذاران که همواره به دنبال حداکثرسازی مطلوبیت خود هستند برای توجیه رفتار و واکنش بازار کافی نیست. بسیاری از الگوهای مالی رفتاری ریشه در ذات افراد دارند و به سختی می‌توان با آموزش بر آن غلبه کرد. در موارد متعددی، سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های کمی استفاده نمی‌کنند و قضاوت‌های آنها مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی حاکم بر بورس است. مالی رفتاری یکی از مطالعاتی است که در این زمینه به سرعت گسترش یافته و به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری و عکس‌العمل سرمایه‌گذاران در شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد که تأکید آن بیشتر به تأثیر احساسات، شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری است (جیانگ و ژین، ۲۰۲۰). روانشناس مشهور دانیل کاهنمن (۲۰۰۵)، از بنیانگذاران این حوزه از دانش مالی می‌باشد. بسیاری از مطالعات انجام شده در زمینه فرضیه کارایی اطلاعاتی قیمت‌ها، بیان می‌کند که می‌توان آن را به صورت تجربی و با استفاده از روش‌های اقتصادسنجی مبتنی بر حرکت‌های تصادفی بازده اندازه‌گیری کرد. اهمیت این تست‌ها در آن است که سرمایه‌گذاران نمی‌توانند بازده سهام و نوسان آن را پیش‌بینی کنند، اگر یک مسیر تصادفی را دنبال کنند (معصومی، ۱۳۹۸). اگر قیمت آتی غیرقابل پیش‌بینی باشد، این آزمون‌ها تایید می‌کنند که هر شرط به معنای آن است که هیچ‌کسی نمی‌تواند بازده غیرنرمال را به دست بیاورد، که جریان اصلی در ادبیات مالی را نشان می‌دهد. در این میان ساختار سرمایه‌بهینه‌ای در نقطه برابری نفع حاصل از ایجاد بدهی و هزینه نهایی بدهی وجود

دارد که در آن نقطه، ارزش شرکت حداکثر خواهد شد (رضائی کیوی، ۱۳۹۸). همچنین، بازخرید سهام، اهرم مالی را افزایش داده که باعث می‌شود ساختار سرمایه شرکت از حالت مطلوب فاصله گیرد، در این حالت تئوری مبادله‌ای، کاهش سطح اهرم مالی را پیشنهاد می‌دهد از طرفی براساس تئوری سلسله مراتبی، کاهش قیمت و شوک بازده منفی سهام، خبر بد نسبت به سودآوری و کاهش جریان نقد آتی شرکت محسوب می‌شود؛ که این امر منجر به افزایش سطح استقراض شرکت و در نتیجه افزایش اهرم مالی و نوسان بیشتر بازده سهام خواهد شد (ذوالفقاری، ۱۴۰۰).

### مبانی نظری پژوهش

توسعه بازارهای سرمایه با افزایش آگاهی سهامداران، فشار روی شرکت‌ها برای عملکرد بهتر را، افزایش داده است. مدیران شرکت‌ها در حال حاضر دورانی را پیش روی دارند که آنها را ملزم می‌سازد، چارچوب اقتصادی جدیدی در شرکت‌های خود مستقر کنند، که ارزش و سودآوری را بهتر منعکس کند. سهامداران به عنوان مالکان واحد تجاری در پی افزایش ثروت خود هستند، با توجه به اینکه افزایش ثروت، نتیجه عملکرد مطلوب واحد تجاری است، ارزش‌یابی واحد تجاری برای مالکان، دارای اهمیت فراوانی است. در ادبیات جدید مفهوم مدیریت، کار با دیگران، جایگزین کار توسط دیگران شده است. این امر بر پیچیدگی مدیریت افزوده و در آینده نیز خواهد افزود. بنابراین پارادایم‌های جدید در این حوزه آشکار شده است. از جمله این پارادایم‌ها؛ هدف ارزش‌آفرینی، در سر لوجه اهداف مدیریت قرار گرفته است. مدیریت ارزش‌آفرین می‌بایست از ساز و کارها و شیوه‌های مدیریتی موثر بر ارزش‌آفرینی بهره برده و در عمل بکار گیرد. توفیق در میزان ارزش‌آفرینی تا حدود زیادی به کیفیت سنجش عملکرد بستگی دارد. یعنی از شاخص‌های مبتنی بر ارزش به همراه شاخص‌های سنتی و یا جایگزین شاخص‌های سنتی استفاده شود. نیاز سازمان‌ها به سازگاری با محیط تجاری پویا و پیچیده امروزی، برای ادامه بقا که ناشی از توسعه بازارهای رقابتی است، از یک سو و فشار مجامع سرمایه‌گذار به مدیران جهت تعیین ارزش و تبیین معیارهای سنجش دقیق و شفاف از سوی دیگر، باعث شد شرکت‌ها سیستم‌های سنتی پاداش و ارزیابی عملکرد را مورد بازنگری قرار داده و دوباره آنها را مورد آزمون قرار دهند؛ که آیا مبنای صحیح و قابل اتکایی برای تصمیم‌گیری بوده‌اند یا خیر؟ در حال حاضر تکنیک‌های سنجش عملکرد بیش از آنکه بر چارچوب اصول حسابداری استوار باشند، بر اساس تئوری‌های اقتصادی بنا شده‌اند. سرمایه، یکی از محدودترین منابع اقتصادی کشورها محسوب می‌شود و به همین دلیل اقتصاددانان و متخصصین امور مالی همواره در پی راه‌های استفاده مطلوب از آن برای گذاشتن در اختیار مدیران واحدهای اقتصادی هستند. بنابراین، آنچه که نیاز به بررسی و تجدید نظر دارد، اعتبار رویه‌هایی است که برای تخصیص مطلوب منابع و پس‌اندازهای جامعه در فعالیت‌های کارا و پر بازده استفاده می‌شود و در نهایت منجر به رشد اقتصادی و اجتماعی و جلب اطمینان مردم در بکارگیری مناسب سرمایه آنها می‌شود (وونگ، ۲۰۲۲). از این رو؛ بررسی تأثیر تمایلات سرمایه‌گذاران بر معیارهای مختلف عملکرد مالی در شرکتهای دارویی حاضر در بورس اوراق بهادار تهران اهمیت و ضرورت خود را نشان می‌دهد.

### مروری بر پیشینه پژوهش

#### مطالعات داخلی

زندیه (۱۴۰۳)، به بررسی تأثیر ابعاد سوگیری بیش اعتمادی بر عملکرد سرمایه‌گذاری با نقش میانجی ریسک‌پذیری در سرمایه‌گذاران انفرادی پرداخت. نتایج پژوهش حاکی از این بود که سوگیری خود اسنادی، خوش بینی و توهم کنترل بر ریسک‌پذیری در سرمایه‌گذاران انفرادی تأثیر دارد. همچنین نتایج نشان داد که ریسک‌پذیری بر عملکرد سرمایه‌گذاری

در سرمایه گذاران انفرادی تاثیر دارد. در نهایت نتایج این پژوهش حاکی از این بود که سوگیری خود اسنادی، خوش بینی و توهم کنترل بر عملکرد سرمایه گذاری از طریق ریسک پذیری در سرمایه گذاران انفرادی تاثیر دارد. پالیزوان (۱۴۰۲)، به بررسی اثر تعدیلی عدم اطمینان سیاست اقتصادی بر ارتباط بین تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد مالی شرکت (رویکرد مقایسه ای OLS و GMM) پرداخت. وی بیان داشت از نظر اندازه سرمایه‌گذاری، مانده های جبرانی شرکت‌ها کاهش سرمایه‌گذاری را در دوره‌های عدم اطمینان سیاست اقتصادی نشان می‌دهد. علاوه بر این، تاثیر عدم اطمینان اقتصادی بر سطح سرمایه‌گذاری، ویژگی‌های ساختاری را نشان می‌دهد که شامل ادغام و تملک شرکت‌ها، سرمایه‌گذاری‌های نوآورانه و سرمایه‌گذاری‌های فراملی است. این مطالعه نشان می‌دهد که سیاست اقتصادی نامطمئن به طور قابل توجهی از سرمایه‌گذاری واقعی جلوگیری و خالص بدهی را برای مشاغل کاهش می‌دهد. سپهرتاج امیرسالاری (۱۴۰۱)، به بررسی عوامل شناختی موثر بر تمایلات رفتاری سرمایه‌گذارها در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. روش پژوهش از نوع پژوهش های کاربردی و همبستگی است. داده ها مربوط به ۱۲۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۸ با استفاده از نرم‌افزار ایویوز نسخه ۱۲ تجزیه و تحلیل شده است. روش گردآوری داده‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین می‌باشد و همچنین فرضیه‌ها نیز بر اساس آزمون رگرسیون خطی چند متغیره، مورد آزمون قرار گرفته‌اند. تحقیق حاضر دارای چهار فرضیه بود. بر اساس آزمون فرضیه‌ها؛ وی نتیجه گرفت روانشناسی در دانش‌های مالی و اوراق بهادار و همچنین تصمیمات مهم و پر اهمیت سرمایه‌گذاران تاثیر فراوانی داشته است.

ذوالفقاری (۱۴۰۰)، به تبیین رابطه بی‌قاعدگی های بازار (تمایلات سرمایه‌گذار، رفتار توده‌وار) و قیمت بازار سهم پرداخت. نمونه پژوهش ۱۳۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره ۸ ساله (۱۲۹۲ تا پایان ۱۳۹۹) می‌باشد. این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از نوع پژوهش‌های شبه تجربی- پس‌رویدادی می‌باشد. تجزیه‌وتحلیل داده‌ها به روش رگرسیون چند متغیره و با استفاده داده‌های ترکیبی از نرم‌افزار اقتصاد سنجی Eviews انجام شده است. یافته‌های پژوهش نشان داد تمایلات سرمایه‌گذار و رفتار توده وار تاثیر مثبت و معناداری بر قیمت بازار سهم در شرکت‌های ایرانی دارد.

بیضایی نژاد (۱۳۹۹)، به بررسی تاثیر فعالیت‌های جریان های نقدی بر بازده سهام در شرکت های تولیدی: نقش تعدیل کنندگی گزارشگری متقالبانه مدیریت پرداخت. جامعه آماری همه شرکت های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند و نمونه آماری شامل ۲۰۷ شرکت در بین سال های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۸ مورد بررسی قرار گرفته اند. داده ها با مراجعه به منابع اطلاعاتی سازمان بورس گردآوری و با استفاده از نرم افزار Eviews9 تجزیه و تحلیل شده اند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تاثیر جریان های نقدی عملیاتی و تامین مالی بر بازده سهام، مثبت و معنادار است اما جریان های نقدی سرمایه گذاری بر بازده سهام تاثیر ندارند. همچنین تاثیر اثر تعاملی مدیریت سود در جریان های نقدی عملیاتی بر بازده سهام، مثبت و معنادار و در جریان های نقدی سرمایه گذاری و تامین مالی مثبت ولی غیر معنادار است. رشیدی (۱۳۹۸)، به بررسی تاثیر گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران بر سوگیری در پیش بینی سود مدیران پرداخت. بدین منظور یک (۱) فرضیه برای بررسی این موضوع تدوین و داده‌های مربوط به ۱۷۲ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران برای دوره ی زمانی بین سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۶ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. الگوی رگرسیون پژوهش با استفاده از روش داده‌های تابلویی با رویکرد اثرات ثابت، بررسی و آزمون شد. نتایج به دست آمده نشان داد گرایش‌های احساسی سرمایه گذاران تاثیر مثبت و معناداری بر سوگیری در پیش بینی سود مدیریت دارد. بنابراین نتایج پژوهش حاکی از آن است که گرایش های احساسی سرمایه گذاران موجب افزایش سوگیری در پیش بینی سود مدیریت می شود.



معصومی (۱۳۹۸)، به بررسی رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود پرداخت. بر این اساس، داده‌های ۱۶۷ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سالهای ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۶ به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده‌اند. این پژوهش از نوع مطالعات پس‌رویدادی بوده که بر اساس تجزیه و تحلیل داده‌های مشاهده شده، انجام شده است. مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی و از طریق فعالیت‌های واقعی اندازه‌گیری شده است. یافته‌ها حاکی از آن است که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود از طریق ارقام تعهدی و نیز بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود از طریق فعالیت‌های واقعی رابطه معنادار وجود دارد.

رضائی کیوی (۱۳۹۸)، به بررسی تاثیر مدیریت سود ارقام تعهدی بر رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. روش مورد استفاده در این پژوهش، توصیفی از نوع رگرسیون است. روش‌شناسی از نوع پس‌رویدادی است، بدین معنی که انجام پژوهش براساس اطلاعات گذشته انجام شده است. جامعه آماری تحقیق حاضر، شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۹۲-۱۳۹۶ می‌باشد که تعداد ۱۳۲ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. نتایج حاصل از فرضیات تحقیق نشانگر تاثیر مثبت و معنادار گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. همچنین مدیریت سود ارقام تعهدی بر رابطه‌ی بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط قیمت سهام تاثیر مثبت و معناداری دارد.

غفوری ساداتیه (۱۳۹۷)، به مطالعه ارتباط گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی سود مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. روش پژوهش از نوع پژوهش‌های کاربردی و همبستگی است. داده‌ها مربوط به ۱۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ و با استفاده از نرم‌افزار استاتا نسخه ۱۲ تجزیه و تحلیل شده است. روش گردآوری داده‌ها از نرم‌افزار رهاورد نوین می‌باشد و همچنین فرضیه‌ها نیز بر اساس آزمون رگرسیون خطی چندمتغیره، مورد آزمون قرار گرفته‌اند. بر اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها، فرضیه فرعی اول که بیانگر این امر بوده که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و دقت پیش‌بینی سود رابطه منفی و معناداری وجود دارد بنابراین فرضیه فرعی اول مورد تأیید قرار گرفت. فرضیه فرعی دوم که بیانگر این امر بوده بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و خطای پیش‌بینی سود رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، بنابراین فرضیه فرعی دوم مورد تأیید قرار گرفت.

حضرتی (۱۳۹۵)، به بررسی اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار بر قیمت سهام با توجه به سطح شفافیت شرکتی شرکت‌ها پرداخت. در این مسیر برای مشخص کردن اهمیت شفافیت شرکتی در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، پنج فرضیه مورد آزمون قرار گرفته و برای این منظور داده‌های ماهانه ۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ از طریق تحلیل سری زمانی بررسی شده است. یافته‌های این پژوهش حاکی از تأیید فرضیات اول، دوم، چهارم و پنجم تحقیق مبنی بر بیشتر بودن اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران یا به عبارتی تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر قضاوت‌های ذهنی در شرکت‌هایی با مدیریت ارقام تعهدی بیشتر، گزارش حسابرسی غیرمقبول، شرکت‌های تحت کنترل دولتی و معاملات با اشخاص وابسته بیشتر به ترتیب نسبت به شرکت‌هایی با مدیریت ارقام تعهدی کمتر، گزارش حسابرسی مقبول، شرکت‌های تحت کنترل بخش خصوصی و معاملات با اشخاص وابسته کمتر می‌باشد. همچنین در خصوص فرضیه سوم تحقیق که مورد تأیید قرار نگرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که تفاوت میان اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام در شرکت‌های حسابرسی شده به وسیله سازمان حسابرسی نسبت به شرکت‌های حسابرسی شده توسط سایر موسسات، معنی‌دار نمی‌باشد. در مجموع یافته‌های

این پژوهش اهمیت شفافیت شرکتی در کاهش تاثیر گرایش های احساسی سرمایه گذاران بر قیمت سهام را مورد تایید قرار می دهد.

## مطالعات خارجی

روپانده و همکاران (۲۰۲۴)، به بررسی تاثیر گزارشگری متقلبانه مدیریت بر بازده بلندمدت سهام پرداختند. آنان بیان داشتند موضوع گزارشگری متقلبانه مدیریت، حوزه ی وسیعی از تحقیقات در مورد سود را در بر می گیرد و یکی از نقاط مهم این فرآیند، گزارشگری متقلبانه مدیریت در شرکت هایی می باشد که در مرحله وارد شدن به بورس و عرضه اولیه سهام به عموم هستند. به همین منظور، با در نظر گرفتن برخی از ویژگی ها، از میان شرکت هایی که طی سال های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۸ در بورس اوراق بهادار هند پذیرفته شده بودند، ۱۰۶ شرکت استخراج شد. در این تحقیق داده ها به صورت داده های مرکب (ترکیبی از داده های سری زمانی و داده های مقطعی) در نظر گرفته شدند و اقلام تعهدی اختیاری به عنوان نشان دهنده میزان گزارشگری متقلبانه مدیریت در شرکت های مذکور در زمان عرضه اولیه در نظر گرفته شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها نشان داد که گزارشگری متقلبانه مدیریت تاثیر معنی داری بر روی عملکرد بازده بلندمدت سهام شرکت های IPO در طی دوره سال های ۲۰۱۰ تا ۲۰۱۸ دارد و این تاثیر به صورت معکوس می باشد. همچنین جهت مقایسه عملکرد بازده بلندمدت سهام شرکت های IPO و بازده بلندمدت بازار، از روش بازده غیرعادی تجمعی (CARs) استفاده گردید. نتایج حاصل از آزمون نشان داد که عملکرد بازده بلندمدت سهام شرکت های تازه پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هند از عملکرد بازده بلندمدت بازار کمتر نیست.

وونگ (۲۰۲۲)، به بررسی تاثیر تمایلات سرمایه گذاران بر بازده سهام، جریان های نقدی عملیاتی، سطح افشای اطلاعات و عملکرد شرکتها پرداخت. جامعه آماری همه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار هند هستند و نمونه آماری شامل ۴۱۵ شرکت در بین سال ۲۰۱۲ تا ۲۰۱۸ مورد بررسی قرار گرفته اند. داده ها با مراجعه به منابع اطلاعاتی سازمان بورس گردآوری و با استفاده از نرم افزار Eviews12 تجزیه و تحلیل شده اند. وی دریافت تمایلات سرمایه گذاران بر بازده سهام تاثیر دارد، تمایلات سرمایه گذاران بر جریان های نقدی عملیاتی تاثیر دارد، تمایلات سرمایه گذاران بر سطح افشای اطلاعات تاثیر دارد و تمایلات سرمایه گذاران بر عملکرد تاثیر دارد.

مندل و شلینفر (۲۰۲۱)، به بررسی رابطه گزارشگری متقلبانه مدیریت از طریق مدیریت واقعی سود و بازده غیرعادی سهام پرداختند. هدف اصلی این پژوهش، مطالعه تاثیر معیارهای مدیریت سود مبتنی بر فعالیت های واقعی (جریان نقدی غیرعادی، تولید غیرعادی، هزینه ی اختیاری غیرعادی) بر بازده آتی سهام و سود عملیاتی آتی به عنوان شاخص هایی از عملکرد عملیاتی آتی است. این پژوهش از لحاظ هدف کاربردی و از لحاظ ماهیت، توصیفی پیمایشی و از نظر روش از نوع پژوهش های همبستگی و علی می باشد. از روش تجزیه و تحلیل پانل و رگرسیون مربعات به منظور آزمون فرضیه های پژوهش استفاده گردیده است. نتایج پژوهش حاضر نشان می دهد که، مدیریت واقعی سود تاثیر مثبت و معناداری بر بازده آتی سهام و سود عملیاتی آتی ندارد. مطابق یافته های پژوهش تنها متغیر تولید غیرعادی بر روی سود عملیاتی آتی تاثیر گذاشته است. اما این تاثیر معکوس بوده و تولید غیرعادی باعث کاهش سود عملیاتی آتی گردیده است. دیگر متغیرها بر روی بازده آتی سهام و سود عملیاتی آتی تاثیری نداشته اند.

جیانگ و ژین (۲۰۲۰)، به بررسی نقش گزارشگری متقلبانه مدیریت در تعدیل رابطه میان تمایلات سرمایه گذاران و نوسان بازده سهام پرداختند. آنان دریافتند که یک رابطه منفی و معنادار میان تمایلات سرمایه گذاران و نوسان بازده سهام وجود دارد، یک رابطه مثبت و معناداری میان گزارشگری متقلبانه مدیریت و نوسان بازده سهام وجود داشته و گزارشگری متقلبانه مدیریت تعدیل کننده رابطه میان تمایلات سرمایه گذاران و نوسان بازده سهام است.

وو و همکاران (۲۰۱۹)، به بررسی اثرگذاری تأثیر ویژگی‌های بنیادی شرکت و گزارشگری متقلمانه بر بازده سهام باتوجه به نقش تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابرسی پرداختند. جامعه آماری تحقیق شامل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار در دوره زمانی ۲۰۰۵ تا ۲۰۱۶ می‌باشد. با توجه به محدودیت‌های تعیین‌شده، نمونه تحقیق شامل ۷۱۰ سال-شرکت می‌باشد. یافته‌های پژوهش نشان داد، سودآوری شرکت، نقدینگی شرکت، گزارشگری متقلمانه از طریق دستکاری جریان نقدی عملیاتی و گزارشگری متقلمانه واقعی از طریق دستکاری هزینه‌های تولید بر بازده سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد و کیفیت حسابرسی تأثیر مثبت سودآوری شرکت، نقدینگی شرکت و گزارشگری متقلمانه از طریق دستکاری هزینه‌های تولید بر بازده سهام را تقویت می‌کند ولی تأثیر مثبت گزارشگری متقلمانه از طریق دستکاری جریان نقدی عملیاتی بر بازده سهام را تقویت نمی‌کند.

### فرضیه‌های پژوهش

- ✓ فرضیه اول: تمایلات سرمایه‌گذاران بر بازده سهام تأثیر مثبت دارد.
- ✓ فرضیه دوم: تمایلات سرمایه‌گذاران بر جریان‌های نقدی عملیاتی تأثیر مثبت دارد.
- ✓ فرضیه سوم: تمایلات سرمایه‌گذاران بر سطح افشای اطلاعات تأثیر مثبت دارد.
- ✓ فرضیه چهارم: تمایلات سرمایه‌گذاران بر عملکرد مالی تأثیر مثبت دارد.

### متغیرها و مدل تحلیلی پژوهش

#### متغیر مستقل

تمایلات سرمایه‌گذاران (SENT)

تمایلات سرمایه‌گذاران از رابطه زیر قابل محاسبه است.

$$P_t = b_t + \frac{W}{R_f - W} X_t^a$$

که در رابطه فوق:

P: شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران،

b: ارزش دفتری هر سهم،

W: نرخ رشد مورد انتظار،

Rf: نرخ بهره بدون ریسک،

X: سود حسابداری هر سهم،

Rf: نرخ بهره بدون ریسک است (وونگ، ۲۰۲۲).

#### متغیرهای وابسته

بازده سهام (RET)

متغیر مذکور از رابطه زیر قابل محاسبه است (وونگ، ۲۰۲۲).

تفاوت قیمت سهام در ابتدا و انتهای سال + اثرات سود نقدی

قیمت سهام در ابتدای سال

جریان‌های نقدی (CFO)

متغیر مذکور از رابطه زیر قابل محاسبه است (وونگ، ۲۰۲۲).

جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی

کل دارایی‌ها

سطح افشای اطلاعات (DIS)

جهت سنجش متغیر مذکور، با استفاده از اطلاعات مندرج در جدول (۱) تعداد ۲۵ آیتم، بصورت مصنوعی تعریف می‌گردد. بدین صورت که در صورت احراز هر کدام از موارد، امتیاز یک و در غیر این صورت امتیاز صفر مبنای محاسبات خواهد بود. لازم بذکر است، اطلاعات لازم برای استخراج متغیرهای مذکور، از طریق صورت‌های مالی، گزارشات همراه مالی و گزارشات هیأت مدیره شرکت‌های نمونه قابل دستیابی است. در نهایت، هر شرکت از نظر حداقل افشای اطلاعات، امتیازی بین ۰/۲۵ (امتیاز یک از ۲۵) تا یک (امتیاز ۲۵ از ۲۵) خواهد داشت (وونگ، ۲۰۲۲).

### جدول (۱): چک لیست سطح افشای اطلاعات

ردیف	شرح
۱	اشاره به وضعیت کلی شرکت، اهداف و استراتژی‌های آن.
۲	اشاره به محصولات و خدمات اصلی، فرآیندهای تجاری و روش‌های توجه به سرمایه فکری.
۳	اشاره به موقعیت رقابتی شرکت در بازار.
۴	اشاره به ساختار شرکت، امکانات عملیاتی اصلی، ظرفیت منابع، بهره‌وری و کارایی عملیاتی.
۵	اشاره به توجه شرکت به ویژگی‌های قانونی، اجتماعی، سیاسی و نظارتی محیط رقابتی.
۶	اشاره به توجه شرکت به روابط بین مشتریان، عرضه‌کنندگان، تامین‌کنندگان و کارکنان کلیدی.
۷	اشاره به استراتژی‌های موجود در شرکت.
۸	اشاره به ساختار مدیریت، نمودار سازمانی، فهرست شعبات و نمایندگی‌ها.
۹	اشاره به اهداف عملکرد مالی.
۱۰	اشاره به اهداف عملکرد غیر مالی.
۱۱	اشاره به اهداف، نقاط عطف و راهبردهای مالی.
۱۲	اشاره به عوامل حیاتی در موفقیت واحد تجاری.
۱۳	اشاره به استراتژی‌های کسب و کار.
۱۴	اشاره به گردش اطلاعات مالی و افشای آن.
۱۵	اشاره به سود هر سهم.
۱۶	اشاره به وجوه صاحبان سهام کل وجوه شرکت (در مواردی که بدهی‌های خارجی وجود دارد).
۱۷	اشاره به بازده حقوق صاحبان سهام.
۱۸	اشاره به اطلاعات مالی هر سهم.
۱۹	اشاره به سود تقسیمی هر سهم و خالص دارایی‌ها.
۲۰	اشاره به اقدامات صورت گرفته در طول سال به منظور رسیدن به اهداف مطرح شده.
۲۱	اشاره به نتایج عملکرد شرکت در طی سال.
۲۲	اشاره به ارقام غیر مترقبه در ترازنامه.
۲۳	اشاره به تغییرات عمده در ماهیت کسب و کار.
۲۴	اشاره به عوامل موثر بر نحوه ارزیابی دارایی‌ها، پرداخت مالیات، سیاست‌های تقسیم سود و تعهدات سرمایه.
۲۵	اشاره به ریسک‌های عمده و ابهامات موجود در کسب و کار.

عملکرد (PER)

متغیر مذکور از رابطه زیر قابل محاسبه است (وونگ، ۲۰۲۲).



سود (زیان) خالص  
کل دارایی‌ها

### متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت (SIZE)

اندازه شرکت بر اساس محاسبه لگاریتم طبیعی مانده دارایی‌ها در پایان سال بدست می‌آید (وونگ، ۲۰۲۲).

اهرم مالی (LEV)

متغیر مذکور از رابطه زیر قابل محاسبه است (وونگ، ۲۰۲۲).

کل بدهی‌ها

کل دارایی‌ها

استقلال هیأت مدیره (IND)

متغیر مذکور از رابطه زیر قابل محاسبه است (وونگ، ۲۰۲۲).

تعداد اعضای غیر موظف در ترکیب هیأت مدیره

تعداد کل اعضای هیأت مدیره

در ادامه خلاصه متغیرهای پژوهش بشرح زیر تبیین می‌گردند.

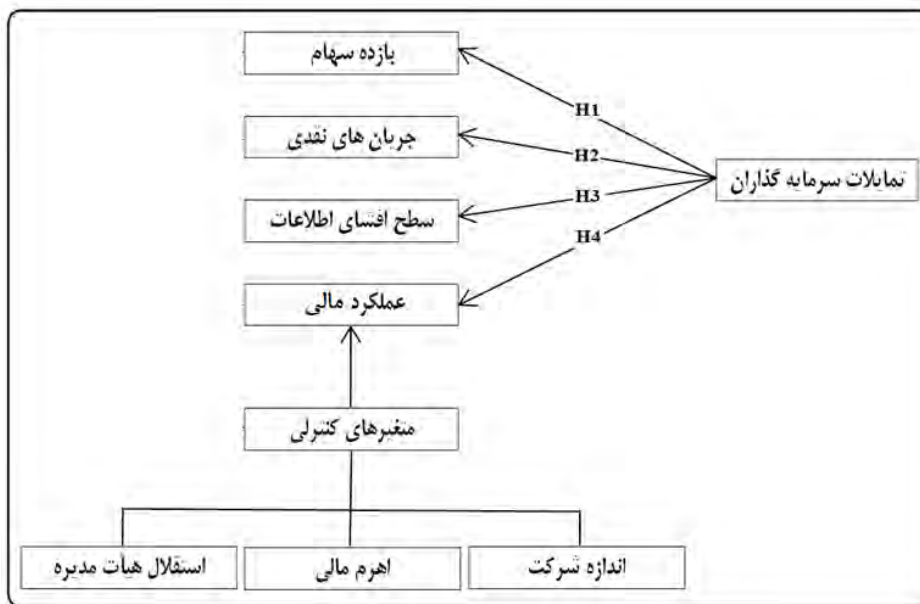
### جدول (۲): جدول متغیرهای مورد مطالعه

نام متغیر	نماد	نوع	شیوه ارزیابی
تمایلات سرمایه‌گذاران	SENT	مستقل	$P_t = b_t + \frac{w}{R_f - w} x_t^a$ که در رابطه فوق: P: شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران، b: ارزش دفتری هر سهم، W: نرخ رشد مورد انتظار، Rf: نرخ بهره بدون ریسک، X: سود حسابداری هر سهم، Rf: نرخ بهره بدون ریسک است.
بازده سهام	RET	وابسته	تفاوت قیمت سهام در ابتدا و انتهای سال + اثرات سود نقدی قیمت سهام در ابتدای سال
جریان‌های نقدی	CFO	وابسته	جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی کل دارایی‌ها
سطح افشای اطلاعات	DIS	وابسته	محاسبه بر اساس اطلاعات جدول ۳-۱
عملکرد	PER	وابسته	سود (زیان) خالص کل دارایی‌ها
اندازه شرکت	SIZE	کنترلی	لگاریتم طبیعی مانده دارایی‌ها در پایان سال.
اهرم مالی	LEV	کنترلی	کل بدهی‌ها کل دارایی‌ها
استقلال هیأت مدیره	IND	کنترلی	تعداد اعضای غیر موظف در ترکیب هیأت مدیره تعداد کل اعضای هیأت مدیره

منبع: وونگ (۲۰۲۲)

در این پژوهش سعی شده است تا به پیروی از پژوهش وونگ (۲۰۲۲)، و از طریق مدل‌های زیر به بررسی فرضیه‌های پژوهش پرداخته شود: در ابتدا مدل مفهومی پژوهش بصورت زیر تعریف می‌گردد.

جدول (۳): مدل مفهومی پژوهش



منبع: وونگ (۲۰۲۲)

### مدل رگرسیونی فرضیه اول

$$H1: RET_{it} \cong \varepsilon_0 \cdot \varepsilon_1 SENT_{it} \cdot \varepsilon_2 SIZE_{it} \cdot \varepsilon_3 LEV_{it} \cdot \varepsilon_4 IND_{it} \cdot \eta_{it}$$

که در این رابطه:

RET: بازده سهام شرکت i در سال t،

SENT: تمایلات سرمایه گذاران شرکت i در سال t،

SIZE: اندازه شرکت i در سال t،

LEV: اهرم مالی شرکت i در سال t،

IND: استقلال هیات مدیره شرکت i در سال t می باشد.

### مدل رگرسیونی فرضیه دوم

$$H2: CFO_{it} \cong \varepsilon_0 \cdot \varepsilon_1 SENT_{it} \cdot \varepsilon_2 SIZE_{it} \cdot \varepsilon_3 LEV_{it} \cdot \varepsilon_4 IND_{it} \cdot \eta_{it}$$

که در این رابطه:

CFO: جریان های نقدی عملیاتی شرکت i در سال t،

SENT: تمایلات سرمایه گذاران شرکت i در سال t،

SIZE: اندازه شرکت i در سال t،

LEV: اهرم مالی شرکت i در سال t،

IND: استقلال هیات مدیره شرکت i در سال t می باشد.

### مدل رگرسیونی فرضیه سوم

$$H3: DIS_{it} \cong \varepsilon_0 \cdot \varepsilon_1 SENT_{it} \cdot \varepsilon_2 SIZE_{it} \cdot \varepsilon_3 LEV_{it} \cdot \varepsilon_4 IND_{it} \cdot \eta_{it}$$

که در این رابطه:

DIS: افشای اطلاعات شرکت i در سال t،

SENT: تمایلات سرمایه گذاران شرکت i در سال t،

SIZE: اندازه شرکت i در سال t،

LEV: اهرم مالی شرکت i در سال t،

IND: استقلال هیأت مدیره شرکت  $i$  در سال  $t$  می‌باشد.

مدل رگرسیونی فرضیه چهارم  $H4: PER_{it} \cong \varepsilon_0 \cdot \varepsilon_1 SENT_{it} \cdot \varepsilon_2 SIZE_{it} \cdot \varepsilon_3 LEV_{it} \cdot \varepsilon_4 IND_{it} \cdot \eta_{it}$

که در این رابطه:

PER: عملکرد شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

SENT: تمایلات سرمایه‌گذاران شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

SIZE: اندازه شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

LEV: اهرم مالی شرکت  $i$  در سال  $t$ ،

IND: استقلال هیأت مدیره شرکت  $i$  در سال  $t$  می‌باشد.

### روش‌شناسی پژوهش

روش پژوهش این تحقیق از نظر ماهیت و محتوا از نوع همبستگی است، که با استفاده از داده‌های ثانویه مستخرج از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به تحلیل رابطه‌ی همبستگی می‌پردازد. انجام این پژوهش در چهارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت خواهد گرفت. علت استفاده از روش همبستگی کشف روابط همبستگی بین متغیرها است. تحقیق همبستگی یکی از انواع تحقیقات توصیفی است. در پژوهش حاضر ابتدا همبستگی بین متغیرهای پژوهش را مورد آزمون قرار داده و در صورت وجود همبستگی بین متغیرهای پژوهش اقدام به برآورد مدل‌های رگرسیونی چندگانه خواهیم نمود. از سوی دیگر پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی (نیمه تجربی) است، یعنی بر مبنای تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته و تاریخی (صورت‌های مالی شرکت‌ها) انجام می‌گیرد. همچنین این پژوهش از نوع مطالعه‌ی کتابخانه‌ای و تحلیلی - علی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) نیز می‌باشد. پژوهش از حیث هدف کاربردی و از حیث روش توصیفی - همبستگی قلمداد می‌شود.

### روش گردآوری داده‌ها

مطالعه اسناد و مدارک، با توجه به نوع طرح تحقیق، بر اساس عملکردهای گذشته داده‌ها را جمع‌آوری خواهد کرد. مطالعه کتابخانه‌ای، که برای گردآوری داده‌ها پیرامون مبانی نظری و پیشینه این تحقیق مورد استفاده قرار می‌گیرد. کاوش اینترنتی، که برای گردآوری داده‌های مربوط به سوابق گذشته مورد استفاده قرار خواهد گرفت.

### جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

جامعه آماری در این پژوهش، شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۹۲ تا پایان سال ۱۴۰۱ به مدت ده سال می‌باشد. به لحاظ آنکه در پژوهش فعلی؛ تمامی جامعه آماری بررسی خواهد شد؛ مفهوم نمونه‌گیری مصداق ندارد.

### یافته‌های پژوهش

#### بررسی آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۴) نشان داده شده است.

جدول (۴): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در دوره مورد بررسی

مشاهدات	متغیر	نماد	میانگین	میان	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
۴۲۰	تمایلات سرمایه‌گذاران	SENT	۰,۳۰۱	۰,۲۷۳	۰,۴۵۵	۰,۱۴۳	۰,۰۴۴	۰,۶۶۱	۴,۶۵۲
	بازده سهام	RET	۰,۱۲۶	۰,۱۵۵	۰,۲۹۰	-۰,۱۵۰	۰,۱۹۴	۰,۴۰۳	۲,۴۹۹
	جریان‌های نقدی	CFO	۰,۲۰۲	۰,۱۸۳	۰,۶۵۵	-۰,۱۴۳	۰,۱۳۰	۰,۱۹۶	۲,۳۹۳
	سطح افشای اطلاعات	DIS	۰,۲۸۰	۰,۳۲۰	۰,۶۰۰	۰,۱۲۰	۱,۵۸۶	-۲,۱۰۸	۵,۴۲۸
	عملکرد	PER	۰,۱۳۳	۰,۱۵۷	۰,۶۵۹	-۰,۱۶۷	۰,۸۵۵	۰,۶۲۲	۴,۱۳۸
	اندازه شرکت	SIZE	۱۵,۵۸۸	۱۵,۶۷۳	۲۱,۷۸۴	۹,۳۸۶	۳,۸۳۷	۲,۴۷۳	۳,۱۲۷
	اهرم مالی	LEV	۰,۶۳۸	۰,۶۷۵	۰,۸۸۸	۰,۳۰۰	۰,۲۴۱	-۰,۶۵۹	۲,۶۰۹
	استقلال هیأت مدیره	IND	۰,۳۷۵	۰,۵۰۰	۰,۶۶۷	۰,۱۱۱	۳,۱۰۱	۲,۰۶۷	۴,۸۳۲

### بررسی پایایی متغیرهای پژوهش

پایایی به این معناست که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان، و کوواریانس آنها، در بین سال‌های مختلف، ثابت بوده است. بدین منظور، از آزمون لوین، لین و چو<sup>۱</sup> استفاده شده و نتایج آزمون مذکور در جدول (۵) نشان داده شده است. توزیع آماری آزمون مذکور بصورت زیر است:

✓ داده‌ها پایا نیستند: H0

✓ داده‌ها پایا هستند: H1

جدول (۵): نتایج آزمون پایایی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	آماره لوین، لین و چو	احتمال آماره لوین، لین و چو
بازده سهام	RET	-۹۷,۶۲۶	۰,۰۰۰۰
جریان‌های نقدی	CFO	-۲۵,۵۴۸	۰,۰۰۰۰
سطح افشای اطلاعات	DIS	-۳۳,۵۴۸	۰,۰۰۰۰
عملکرد	PER	-۳۶,۴۵۲	۰,۰۰۰۰
تمایلات سرمایه‌گذاران	SENT	-۷۱,۵۵۱	۰,۰۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۴۶,۱۸۱	۰,۰۰۰۰
اهرم مالی	LEV	-۳۶,۵۴۱	۰,۰۰۰۰
استقلال هیأت مدیره	IND	-۳۹,۹۸۸	۰,۰۰۰۰

بر اساس نتایج بدست آمده، این نتیجه حاصل شد که متغیرهای پژوهش در دوره بررسی، پایا بوده‌اند. زیرا احتمال آماره آزمون لوین، لین و چو در تمامی متغیرها، کمتر از سطح خطای ۵٪ بوده است.

### آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته پژوهش

بدین منظور، برای بررسی نرمال بودن داده‌ها از آزمون جاک-برا در محیط نرم افزاری ایوبوز استفاده شده است. توزیع آماری آزمون مذکور بصورت زیر است:

<sup>1</sup> Levin, Lin & Chu

- ✓ متغیرهای وابسته پژوهش دارای توزیع نرمال است: H0  
✓ متغیرهای وابسته پژوهش دارای توزیع نرمال نیست: H1  
نتایج آزمون مذکور در جدول (۶) ارائه شده است.

جدول (۶): نتایج آزمون نرمال بودن متغیرهای وابسته پژوهش

متغیر	نماد	آماره جاک برا	احتمال آماره جاک برا
بازده سهام	RET	۳۲۳,۴۳۷	۰,۰۷۲
جریان‌های نقدی	CFO	۱۸۷,۱۴۵	۰,۰۷۲
سطح افشای اطلاعات	DIS	۱۳۵,۳۴۷	۰,۰۶۶
عملکرد	PER	۱۰۱,۸۸۰	۰,۰۶۲

با توجه به آنکه مقدار احتمال آماره جاک- برا، بیشتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت متغیرهای وابسته پژوهش، دارای توزیع نرمال است.

### بررسی همخطی میان متغیرهای پژوهش

نتایج بررسی همخطی میان متغیرهای پژوهش در جدول (۷) نشان داده شده است. چنانچه تلورانس<sup>۱</sup> کوچکتر از ۰/۲ یا مقدار عامل تورم واریانس<sup>۲</sup> در بازه یک تا پنج قرار نگیرد، در آن صورت می‌توان نتیجه گرفت همخطی محتمل است.

جدول (۷): بررسی همخطی میان متغیرهای پژوهش

آماره‌های همخطی		متغیر	
عامل تورم واریانس	تلرانس	نماد	نام متغیر
۲,۰۶۴	۰,۴۸۵	SENT	تمایلات سرمایه‌گذاران
۲,۰۴۵	۰,۵۵۵	SIZE	اندازه شرکت
۲,۰۳۷	۰,۴۹۱	LEV	اهرم مالی
۲,۰۲۰	۰,۴۸۱	IND	استقلال هیأت مدیره

با توجه به آنکه مقدار تلرانس در همه متغیرها، بیشتر از ۰/۲ بوده و مقدار عامل تورم واریانس کمتر از پنج می‌باشد، لذا می‌توان نتیجه گرفت که میان متغیرهای مذکور، همخطی وجود ندارد.

### آزمون واریانس ناهمسانی

در تحلیل رگرسیون‌های خطی چند متغیره، هنگامی این مشکل بوجود می‌آید که فرض کلاسیک تساوی واریانس جملات خطا، با واقعیت منطبق نباشد. وجود رابطه میان واریانس جملات خطا و یکی از متغیرهای مستقل، تنها یکی از عواملی است که فرض تساوی واریانس جملات خطا را نقض می‌نماید. در پژوهش حاضر، برای تشخیص واریانس ناهمسانی از آزمون وایت<sup>۳</sup> استفاده شده است و نتایج در جدول ۴-۵ بیان شده است. توزیع آماری آزمون مذکور بصورت زیر است:

H0: همسانی واریانس:

H1: ناهمسانی واریانس:

<sup>1</sup> Tolerance

<sup>2</sup> VIF

<sup>3</sup> White Test



جدول (۸): نتایج بررسی واریانس ناهمسانی

نام آزمون	فرضیه	آماره وایت	درجه آزادی	احتمال آماره وایت
وایت	اول	۲,۲۶۹	(۳,۱۵۷)	۰,۰۷۴۱
	دوم	۲,۷۰۰	(۳,۲۱۱)	۰,۰۷۱۲
	سوم	۳,۱۵۹	(۳,۲۶۵)	۰,۰۶۶۶
	چهارم	۳,۳۱۹	(۳,۲۷۸)	۰,۰۶۰۹

نتایج به دست آمده حاکی از آن است مقدار احتمال آزمون مذکور، بیشتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، لذا حاکی از همسانی واریانس بوده و ملاحظه شد که مشکل ناهمسانی واریانس وجود ندارد.

### آزمون F لیمر و هاسمن

قبل از آزمون فرضیه‌های پژوهش، به انتخاب الگوی رگرسیونی مناسب پرداخته شده است. در مرحله نخست، با استفاده از آزمون F لیمر، به انتخاب الگوی داده‌های تلفیقی در برابر داده‌های تابلویی پرداخته شده است. فرض‌های مربوط به این آزمون بصورت زیر تبیین می‌گردند:

- ✓ پذیرش داده‌های تلفیقی: H0
- ✓ پذیرش داده‌های تابلویی: H1

نتیجه آزمون مذکور در جدول (۹) نشان داده شده است.

جدول (۹): انتخاب الگوی داده‌های تابلویی در مقابل داده‌های تلفیقی در فرضیه‌های پژوهش

نام آزمون	فرضیه	آماره F لیمر	درجه آزادی	احتمال آماره F لیمر
F لیمر	اول	۱۲,۴۲۴	(۱۲۲,۴۸۵)	۰,۰۰۰۰
	دوم	۱۰,۹۷۲	(۱۲۲,۴۸۵)	۰,۰۰۰۰
	سوم	۱۰,۹۷۸	(۱۲۲,۴۸۵)	۰,۰۰۰۰
	چهارم	۱۹,۹۷۸	(۱۲۲,۴۸۵)	۰,۰۰۰۰

بر طبق داده‌های جدول فوق، مقدار احتمال آماره اف لیمر، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. لذا الگوی مناسب برای فرضیه‌های پژوهش، استفاده از روش داده‌های تابلویی می‌باشد. به دلیل انتخاب مدل داده‌های تابلویی در برابر داده‌های تلفیقی، به منظور انتخاب الگوی اثرات ثابت در برابر الگوی تصادفی، جهت انجام رگرسیون داده‌های ترکیبی، از آزمون هاسمن استفاده شده است. فرض‌های مربوط به این آزمون بصورت زیر تبیین می‌گردند:

- ✓ استفاده از روش اثرات تصادفی: H0
- ✓ استفاده از روش اثرات ثابت: H1

نتیجه آزمون مذکور در جدول (۱۰) نشان داده شده است.

جدول (۱۰): انتخاب الگوی اثرات ثابت در مقابل اثرات تصادفی در فرضیه‌های پژوهش

نام آزمون	فرضیه	آماره هاسمن	درجه آزادی	احتمال آماره هاسمن
هاسمن	اول	۳۷,۰۲۴	۷	۰,۰۰۰۰
	دوم	۱۱,۶۹۸	۷	۰,۰۰۰۰
	سوم	۱۶,۳۴۷	۷	۰,۰۲۲۱
	چهارم	۱۶,۳۴۹	۷	۰,۰۰۰۰

همانگونه که مشخص است، مقدار احتمال آماره آزمون هاسمن کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. لذا استفاده از الگوی ثابت در برابر الگوی اثرات تصادفی در فرضیه‌های پژوهش تأیید می‌گردد.

## آزمون فرضیه‌های پژوهش

### آزمون فرضیه اول

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در جدول (۱۱) به نمایش گذاشته شده است.

جدول (۱۱): مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه اول

احتمال آماره t	مقدار آماره t	ضرایب رگرسیونی	نماد	آماره ها / متغیر ها
۰,۰۰۰۰	-۴,۳۶۴	-۲۸,۴۳۸	C	مقدار ثابت
۰,۰۱۱۹	۲,۵۲۴	۸,۰۴۷	SENT	تمایلات سرمایه‌گذاران
۰,۰۰۰۰	۱۹,۷۵۸	۵,۴۵۱	SIZE	اندازه شرکت
۰,۱۸۳۳	۱,۳۳۲	۹,۰۷۸	LEV	اهرم مالی
۰,۷۰۹۴	۰,۳۷۲	۹,۸۹۰	IND	استقلال هیأت مدیره
احتمال آماره F	آماره F	دوربین واتسون	ضریب تعیین شده	ضریب تعیین
۰,۰۰۰۰	۲۱,۰۰۵	۱,۹۸۵	۰,۴۶۱	۰,۴۶۹

بر اساس مندرجات جدول فوق در می‌یابیم که تمایلات سرمایه‌گذاران بر بازده سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. زیرا ضمن مثبت بودن علامت ضریب رگرسیونی (۸,۰۴۷) سطح معنی‌داری آن (۰,۰۱۱۹)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. لذا فرضیه اول تأیید می‌گردد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۴۶٪ تغییرات متغیر وابسته، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیرهای توضیحی که در مدل مذکور پیش بینی شده بود، قابل توضیح است. برای بررسی خود همبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است که چون مقدار آن در بازه بهینه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بیان‌کننده این مطلب است که همبستگی بین واریانس جملات خطا دارای تأثیر گذاری جدی نبوده؛ دارای استقلال بوده و فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد. در نهایت به منظور بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون F استفاده شد و چون احتمال آماره آزمون مذکور (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، معنادار بودن رگرسیونی برازش شده تأیید می‌گردد؛ عبارت دیگر؛ کلیت رگرسیون بصورت خطی، قابل اعتماد است.

### آزمون فرضیه دوم

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در جدول (۱۲) به نمایش گذاشته شده است.

جدول (۱۲): مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه دوم

احتمال آماره t	مقدار آماره t	ضرایب رگرسیونی	نماد	آماره ها / متغیر ها
۰,۴۵۱۱	۰,۷۵۴	۵,۸۵۵	C	مقدار ثابت
۰,۰۱۱۸	۳,۱۲۷	۱,۰۱۴	SENT	تمایلات سرمایه‌گذاران
۰,۳۵۴۳	-۰,۹۲۷	-۲,۱۹۹	SIZE	اندازه شرکت
۰,۴۶۹۰	-۰,۷۲۴	-۳,۱۳۴	LEV	اهرم مالی
۰,۷۲۸۷	-۰,۳۴۷	-۱,۱۲۶	IND	استقلال هیأت مدیره

احتمال آماره F	آماره F	دوربین واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین
۰,۰۰۰۰	۹,۶۵۲	۲,۰۰۵	۰,۵۰۳	۰,۵۶۷

بر اساس مندرجات جدول فوق در می‌یابیم که تمایلات سرمایه‌گذاران بر جریان‌های نقدی عملیاتی تأثیر مثبت و معناداری دارد. زیرا ضمن مثبت بودن علامت ضریب رگرسیونی (۱,۰۱۴) سطح معنی‌داری آن (۰,۰۱۱۸)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. لذا فرضیه دوم تأیید می‌گردد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۵۰٪ تغییرات متغیر وابسته، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیرهای توضیحی که در مدل مذکور پیش بینی شده بود، قابل توضیح است. برای بررسی خود همبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است که چون مقدار آن در بازه بهینه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بیان کننده این مطلب است که همبستگی بین واریانس جملات خطا دارای تأثیر گذاری جدی نبوده؛ دارای استقلال بوده و فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد. در نهایت به منظور بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون F استفاده شد و چون احتمال آماره آزمون مذکور (۰,۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، معنادار بودن رگرسیونی برازش شده تأیید می‌گردد؛ عبارت دیگر؛ کلیت رگرسیون بصورت خطی، قابل اعتماد است.

### آزمون فرضیه سوم

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در جدول (۱۳) به نمایش گذاشته شده است.

جدول (۱۳): مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه سوم

احتمال آماره t	مقدار آماره t	ضرایب رگرسیونی	نماد	آماره ها / متغیرها
۰,۰۰۹۴	۲,۶۰۷	۱,۸۷۶	C	مقدار ثابت
۰,۰۸۶۸	۱,۷۱۶	۰,۶۷۵	SENT	تمایلات سرمایه‌گذاران
۰,۰۰۰۰	-۱۲,۹۹۸	-۰,۴۱۳	SIZE	اندازه شرکت
۰,۲۱۳۰	-۱,۲۴۶	-۰,۰۹۴	LEV	اهرم مالی
۰,۰۷۹۶	۱,۷۵۶	۰,۵۵۳	IND	استقلال هیأت مدیره
احتمال آماره F	آماره F	دوربین واتسون	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین
۰,۰۰۰۰	۹,۲۰۶	۲,۰۱۸	۰,۲۰۹	۰,۲۱۵

بر اساس مندرجات جدول فوق در می‌یابیم که تمایلات سرمایه‌گذاران بر سطح افشای اطلاعات تأثیر معناداری ندارد. زیرا ضمن مثبت بودن علامت ضریب رگرسیونی (۰,۶۷۵) سطح معنی‌داری آن (۰,۰۸۶۸)، بیشتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۲۱٪ تغییرات متغیر وابسته، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیرهای توضیحی که در مدل مذکور پیش بینی شده بود، قابل توضیح است. برای بررسی خود همبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است که چون مقدار آن در بازه بهینه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بیان کننده این مطلب است که همبستگی بین واریانس جملات خطا دارای تأثیر گذاری جدی نبوده؛ دارای استقلال بوده و فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد. در نهایت به منظور بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون F استفاده شد و چون احتمال آماره آزمون مذکور (۰,۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، معنادار بودن رگرسیونی برازش شده تأیید می‌گردد؛ عبارت دیگر؛ کلیت رگرسیون بصورت خطی، قابل اعتماد است.

## آزمون فرضیه چهارم

مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه مذکور در جدول (۱۴) به نمایش گذاشته شده است.

جدول (۱۴): مدل رگرسیونی اثرات ثابت فرضیه چهارم

آماره ها متغیرها	نماد	ضرایب رگرسیونی	مقدار آماره t	احتمال آماره t
مقدار ثابت	C	۳۲,۴۹۷	۱,۹۷۰	۰,۰۴۹۳
تمایلات سرمایه‌گذاران	SENT	۶,۹۱۹	۰,۵۹۲	۰,۵۵۴۰
اندازه شرکت	SIZE	-۲,۹۰۲	-۳,۳۹۹	۰,۰۰۰۷
اهرم مالی	LEV	-۱,۴۳۱	-۰,۴۷۷	۰,۶۳۳۲
استقلال هیأت مدیره	IND	۱,۴۹۶	۱,۱۵۲	۰,۲۴۹۷
ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	دوربین واتسون	آماره F	احتمال آماره F
۰,۲۶۷	۰,۲۰۳	۲,۰۰۵	۹,۶۵۲	۰,۰۰۰۰

بر اساس مندرجات جدول فوق در می‌یابیم که تمایلات سرمایه‌گذاران بر عملکرد تأثیر معناداری ندارد. زیرا ضمن مثبت بودن علامت ضریب رگرسیونی (۶,۹۱۹) سطح معنی‌داری آن (۰,۵۵۴۰)، بیشتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد. لذا فرضیه چهارم رد می‌گردد. بر اساس ضریب تعیین تعدیل شده مدل، حدود ۲۰٪ تغییرات متغیر وابسته، ضمن توجه به تأثیر متغیرهای کنترلی، توسط تغییرات متغیرهای توضیحی که در مدل مذکور پیش بینی شده بود، قابل توضیح است. برای بررسی خود همبستگی میان متغیرهای پژوهش از آزمون دوربین - واتسون استفاده شده است که چون مقدار آن در بازه بهینه ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، بیان کننده این مطلب است که همبستگی بین واریانس جملات خطا دارای تأثیر گذاری جدی نبوده؛ دارای استقلال بوده و فرض وجود خودهمبستگی میان متغیرها، رد می‌گردد. در نهایت به منظور بررسی معنادار بودن مدل، از آزمون F استفاده شد و چون احتمال آماره آزمون مذکور (۰,۰۰۰۰)، کمتر از سطح خطای ۵٪ می‌باشد، معنادار بودن رگرسیونی برازش شده تأیید می‌گردد؛ عبارت دیگر؛ کلیت رگرسیون بصورت خطی، قابل اعتماد است.

## بحث و نتیجه‌گیری حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش

### فرضیه اول پژوهش حاضر به شرح زیر تشریح می‌گردد.

تمایلات سرمایه‌گذاران بر بازده سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد.

در این مسیر پس از انجام آزمون فروض کلاسیک با استفاده از آزمون‌های وایت، چاو هاسمن؛ ضمن تایید عدم وجود واریانس ناهمسانی، از روش داده‌های تابلویی با استفاده از روش استفاده از اثرات ثابت استفاده شد که نتایج حاصله، با استفاده از آزمون t نشان داد که تمایلات سرمایه‌گذاران بر بازده سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. یافته‌های مذکور در انطباق با فرضیه اول بوده و حاکی از تایید آن دارد که این یافته‌ها در انطباق با یافته‌های وو و همکاران (۲۰۱۹)، می‌باشد.

## بحث و نتیجه‌گیری حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش

### فرضیه دوم پژوهش حاضر به شرح زیر تشریح می‌گردد.

تمایلات سرمایه‌گذاران بر جریان‌های نقدی عملیاتی تأثیر مثبت و معناداری دارد.

در این مسیر پس از انجام آزمون فروض کلاسیک با استفاده از آزمون‌های وایت، چاو هاسمن؛ ضمن تایید عدم وجود واریانس ناهمسانی، از روش داده‌های تابلویی با استفاده از روش استفاده از اثرات ثابت استفاده شد که نتایج حاصله، با

استفاده از آزمون t نشان داد که تمایلات سرمایه‌گذاران بر جریان‌های نقدی عملیاتی تأثیر مثبت و معناداری دارد. یافته‌های مذکور در انطباق با فرضیه دوم بوده و حاکی از تایید آن دارد که این یافته‌ها در انطباق با یافته‌های روپانده و همکاران (۲۰۱۹)، می‌باشد.

### **بحث و نتیجه‌گیری حاصل از آزمون فرضیه سوم پژوهش**

#### **فرضیه سوم پژوهش حاضر به شرح زیر تشریح می‌گردد.**

تمایلات سرمایه‌گذاران بر سطح افشای اطلاعات تأثیر معناداری دارد.

در این مسیر پس از انجام آزمون فروض کلاسیک با استفاده از آزمون‌های وایت، چاو هاسمن؛ ضمن تایید عدم وجود واریانس ناهمسانی، از روش داده‌های تابلویی با استفاده از روش استفاده از اثرات ثابت استفاده شد که نتایج حاصله، با استفاده از آزمون t مقایسه‌ای تاکید بر این مطلب داشت که تمایلات سرمایه‌گذاران بر سطح افشای اطلاعات تأثیر معناداری ندارد. یافته‌های پژوهش دال بر رد فرضیه سوم دارد که این یافته‌ها در تضاد با یافته‌های مندل و شلینفر (۲۰۲۱)، می‌باشد.

### **بحث و نتیجه‌گیری حاصل از آزمون فرضیه چهارم پژوهش**

#### **فرضیه چهارم پژوهش حاضر به شرح زیر تشریح می‌گردد.**

تمایلات سرمایه‌گذاران بر عملکرد تأثیر مثبت و معناداری دارد.

در این مسیر پس از انجام آزمون فروض کلاسیک با استفاده از آزمون‌های وایت، چاو هاسمن؛ ضمن تایید عدم وجود واریانس ناهمسانی، از روش داده‌های تابلویی با استفاده از روش استفاده از اثرات ثابت استفاده شد که نتایج حاصله، با استفاده از آزمون t مقایسه‌ای تاکید بر این مطلب داشت که تمایلات سرمایه‌گذاران بر عملکرد تأثیر معناداری ندارد. یافته‌های پژوهش دال بر رد فرضیه سوم دارد که این یافته‌ها در تضاد با یافته‌های وونگ (۲۰۲۲)، می‌باشد.

### **پیشنهادات**

#### **پیشنهادات کاربردی**

\* به مدیران واحدهای تجاری پیشنهاد می‌گردد که از طریق بهبود تمایلات سرمایه‌گذاران؛ موجبات بهبود بازده سهام و جریان‌های نقدی عملیاتی را فراهم آورند.

\* به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که واحدهای هدف سرمایه‌گذاری را بر اساس میزان بازده سهام و جریان‌های نقدی عملیاتی رتبه‌بندی نموده و انجام فعالیت‌های سرمایه‌گذاری را در واحدهایی انجام دهند که در سطح بالایی از نظر بازده سهام و جریان‌های نقدی عملیاتی در سطح بالایی قرار داشته باشند؛ زیرا به تبع این امر؛ در اینگونه واحدها، تمایلات سرمایه‌گذاران در سطح بهینه‌ای بوده و احتمال مواجهه با محدودیت‌های مالی کمتر است.

\* به مراجع استانداردگذاری سازمان بورس پیشنهاد می‌گردد که به تدوین دستورالعمل‌ها و الزامات لازم در جهت سنجش صحیح بازده سهام و جریان‌های نقدی عملیاتی اقدام ورزند.

### **پیشنهادات برای پژوهش‌های آتی**

در جهت آشکار شدن ابعاد مختلف اهمیت پژوهش حاضر؛ موضوعات زیر بعنوان پژوهش‌های آتی به محققین آتی پیشنهاد می‌گردد.



- ✓ تحلیل تأثیر ماهیت حقوق صاحبان سهام بر رابطه تمایلات سرمایه گذاران و شاخص‌های سنجش عملکرد.
- ✓ تحلیل تأثیر بحران‌های مالی و اقتصادی بر رابطه تمایلات سرمایه گذاران و شاخص‌های سنجش عملکرد.
- ✓ تحلیل تأثیر اعتماد اجتماعی بر رابطه تمایلات سرمایه گذاران و شاخص‌های سنجش عملکرد.
- ✓ تحلیل تأثیر دوره تصدی حسابرس بر رابطه تمایلات سرمایه گذاران و شاخص‌های سنجش عملکرد.

## منابع

- ✓ بیضایی‌نژاد، مهناز، (۱۳۹۹)، تأثیر فعالیت‌های جریان‌های نقدی بر بازده سهام در شرکت‌های تولیدی: نقش تعدیل‌کنندگی مدیریت سود. پایان‌نامه داخل کشور کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ✓ حضرتی، عاصم، (۱۳۹۵)، اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذار بر قیمت سهام با توجه به سطح شفافیت شرکتی شرکت‌ها، پایان‌نامه داخل کشور کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ✓ ذوالفقاری، مرتضی، (۱۴۰۰)، تبیین رابطه بی‌قاعدگی‌های بازار (تمایلات سرمایه‌گذار، رفتار توده وار) و قیمت بازار سهام، پارسای داخل کشور کارشناسی ارشد، دانشگاه پیام نور استان تهران، مرکز پیام نور تهران غرب.
- ✓ رشیدی، فاطمه، (۱۳۹۸)، تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر سوگیری در پیش‌بینی سود مدیران، پایان‌نامه داخل کشور کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی یاسین، گروه حسابداری.
- ✓ رضائی کیوی، ساناز، (۱۳۹۸)، بررسی تأثیر مدیریت سود اقلام تعهدی بر رابطه‌ی بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه داخل کشور کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اردبیل، دانشکده علوم انسانی.
- ✓ سپهرتاج امیرسالاری، سید احسان، (۱۴۰۱)، بررسی عوامل شناختی موثر بر تمایلات رفتاری سرمایه‌گذارها در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی مازیار، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- ✓ غفوری ساداتیه، سیدعلی، (۱۳۹۷)، مطالعه ارتباط گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و پیش‌بینی سود مدیریت در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه داخل کشور کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندر لنگه، گروه حسابداری.
- ✓ معصومی، مهدی، (۱۳۹۸)، بررسی رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود. پایان‌نامه داخل کشور کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی غزالی، گروه حسابداری.
- ✓ Jiang, S., Jin, X.(2020). Effects of investor sentiment on stock return volatility: A spatio-temporal dynamic panel model, *Economic Modelling* (2020), doi: <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.04.002>.
- ✓ Kou, S., Peng, X.H., Zhong, H.W.(2017). Asset pricing with spatial interaction. *Manag. Sci.* 64(5), 2083–2101. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2016.2627>.
- ✓ Mendel, B., Shleifer, A.(2021). Chasing noise. *J. Financ. Econ.* 104(2), 303–320. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.02.018>
- ✓ Rupande, L., Muguto, H.T., Muzindutsi, P.F.(2019). Investor sentiment and stock return volatility: Evidence from the Johannesburg Stock Exchange. *Cogent Econ. Financ.* 7(1), 1–16. <https://doi.org/10.1080/23322039.2019.1600233>
- ✓ Vuong, Ngoc Bao.(2022). Investor sentiment, corporate social responsibility, and financial performance: Evidence from Japanese companies. *Borsa \_Istanbul Review* 22-5 (2022) 911–924.

- ✓ Wu, Y., Han, L.Y., Yin, L.B.(2019). Our currency, your attention: Contagion spillovers of investor attention on currency returns. *Econ. Model.* 80, 49–61. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2018.05.012>.

