Quarterly Journal of Fiscal and Economic Policies

Spring 2023, Vol. 11, No. 41, PP. 43-79

The effect of investors' sentiments on return, cash flow, discount rate and performance of companies listed in Tehran Stock Exchange

Abdolrasoul Rahmanian Koushkaki*
Assistant Professor, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.

Azadeh Saadat
Master's degree, Department of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.

Received: 06/03/2023 **Accepted: 10/05/2023**

Abstract:
The purpose of this research is to investigate the impact of investors' sentiments on returns, cash flow, discount rates and performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The research method used in this study is a quasi-experimental method with a retrospective design. The statistical population includes all the active companies listed on the Tehran Stock Exchange from the beginning of 2013 to the end of 2019, of which 115 companies are selected as a sample by purposeful sampling method (systematic elimination method) according to the existing limitations. In order to test the hypothesis, the method of generalized moments (GMM) is used. The results of data analysis and hypothesis testing show that investors' sentiments, with different measurement methods, affect total return, cross-sectional returns, free cash flow, discount rate and performance of companies listed on the Tehran Stock Exchange.

JEL Classification: M41

Keywords: investors' sentiment, return, cash flow, discount rate, company performance.

* Corresponding Author, Email: abr.rahmanian@pnu.ac.ir

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43] [Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

سال یازدهم، شماره ۴۱، بهار ۱۴۰۲، صفحات ۷۹–۴۳

تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده، جریان نقدی، نرخ تنزیل و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران

عبدالرسول رحمانیان کوشککی

استادیار، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران (نویسنده مسئول)

abr.rahmanian@pnu.ac.ir

آزاده سعادت

کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران

saadatazadeh6868@gmail.com

هدف از انجام این تحقیق بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده، جریان نقدی، نرخ تنزیل و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. روش پژوهش مورد استفاده در این مطالعه، روش شبه تجربی با طرح پس‌رویدادی است، جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از ابتدای سال ۱۳۹۳ لغایت پایان سال ۱۳۹۹ در بورس فعال بوده‌اند که از این تعداد ۱۱۵ شرکت به روش نمونه‌گیری هدفمند (روش حذف سیستماتیک) با توجه به محدودیت‌های موجود به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. جهت آزمون فرضیه از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) استفاده شده است. نتایج حاصل از تجزیه‌وتحلیل داده‌ها و آزمون فرضیات نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذاران با شیوه‌های مختلف سنجش بر بازده کل، بازده¬های مقطعی، جریان نقدی آزاد، نرخ تنزیل و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است.

طبقه‌بندی JEL: M41

واژگان کلیدی: احساسات سرمایه‌گذاران، بازده، جریان نقدی، نرخ تنزیل، عملکرد شرکت.

* تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۱۲/۱۵ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۲/۲۰

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

۱. مقدمه

با ظهور ادبیات مالی-رفتاری، فرض عقلائی بودن سرمایه‌گذاران و اعتقاد به کارایی بازار سرمایه در تئوری مالی استاندارد مورد انتقاد قرار گرفته است. سرمایه‌گذارانی که در معاملات بازار سرمایه رفتار عقلائی ندارند، تحت تأثیر احساسات تصمیمات نادرستی اتخاذ می‌نمایند. تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه منجر به انحراف قیمت سهام از ارزش‌های بنیادی می‌گردد. از طرفی دیگر تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران، بر تصمیمات مدیریت شرکت به‌ویژه تصمیمات اتخاذشده درباره سرمایه‌گذاری‌های شرکت اثرگذار است. از مشکلاتی که در بازار سرمایه ایران وجود دارد تبعیت تصمیمات سرمایه‌گذاران از تصمیمات سایر سرمایه‌گذاران در برابر تصمیم‌گیری مستقل بوده که بیانگر وجود سرمایه‌گذاران احساسی در بازار سرمایه است. این مشکل در مسائلی از قبیل ناکارایی بازار سرمایه، وجود عدم تقارن اطلاعاتی، نبود تجزیه‌وتحلیل‌های عمیق از بازار، تبعیت برخی از فعالان بازار از اخبار غیربنیادی در تصمیم‌گیری، نواقص موجود در مکانیزم های بازار و نبود مکانیزم حاکمیت شرکتی قوی در شرکت‌های فعال در بازار سرمایه، ریشه دارد. در چنین شرایطی بسیاری از مشکلات بازار سرمایه، از جمله هدر رفت منابع مالی شرکت‌ها در سرمایه‌گذاری‌های ناکارا بروز خواهد کرد. لذا شناختن و درک کردن این تفکر و عقاید و به دنبال آن رفتار سرمایه‌گذاران بسیار بااهمیت است (لیپوری[1]،۲۰۱۵). شواهد حاکی از آن است که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهامی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردار هستند رابطه مثبت وجود دارد. به عبارت دیگر، به‌جز عوامل بنیادی باید تأثیر عوامل رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران را نیز بر قیمت و بازده سهام در نظر گرفت، پژوهش‌های انجام‌شده در این زمینه نشان می‌دهد که احساسات تأثیر بااهمیتی بر بازده سهام دارد و انتظار می‌رود که به دنبال برانگیخته شدن احساسات سرمایه‌گذاران به‌ویژه زمانی که این احساسات زودگذر نباشد میزان بازده سهام شرکت‌هایی که اخبار خوب یا بد مربوط به آن‌ها باعث تحریک

1. Epori

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

احساسات سرمایه‌گذاران شده است تغییر کند (یزدانی اوریمی،۱۳۹۶). بارکر و ورگلر[1] (۲۰۰۷) عنوان می‌کنند که احساسات سرمایه‌گذاران درواقع اعتقاد آن‌ها به جریان‌های نقدی آتی و ریسک سرمایه‌گذاری در شرایطی است که آن‌ها حقایق بنیادی را مدنظر قرار نمی‌دهند. بنابراین احساسات سرمایه‌گذاران به طور معنی‌دار تغییرات جریان نقدی آتی شرکت‌ها را توضیح می‌دهد و توضیح این عامل یا دلیل برای تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه مفید است. احساسات سرمایه‌گذاری معمولاً در قالب بدبینی و خوش‌بینی تغییرات رو به بالا و پایین حجم معاملات سهام شرکت‌ها و به دنبال آن نقدشوندگی سهام و نهایتاً جریان نقدی بازار سرمایه را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. در ادبیات احساسات سرمایه‌گذاران فرض بر این است که هنگامی که سرمایه‌گذاران در حالت احساس خوش‌بینانه هستند، علاقه وافری به حدس و گمان خوش‌بینانه دارند، با سنجش بیش‌ازحد خوش‌بینانه ارزش فعلی جریان نقدی مورد انتظار سهم، باعث ارزش‌گذاری بیش‌ازحد سهم می‌شوند؛ در نقطه مقابل این قضیه برای احساسات بدبینانه نیز صدق می‌کند، یعنی هنگامی سرمایه‌گذاران دارای احساس بدبینانه هستند، ارزش فعلی جریان نقدی مورد انتظار سهم را کمتر از مقدار واقعی ارزیابی می‌کنند که باعث کمتر شدن قیمت سهام نسبت به ارزش ذاتی آن می‌شود. سرمایه‌گذاران زمانی که انتظاراتشان را از سود شرکت‌ها شکل می‌دهند تمایل دارند تا پایداری اقلام تعهدی را بیش از واقع و پایداری در جریان نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند و درواقع پایداری اقلام تعهدی را نسبت به جریانات نقدی بیشتر پیش‌بینی می‌کنند و سبب می‌شود سهام بیشتر از واقع قیمت‌گذاری شود. ایجاد چنین رابطه‌ای نشان از واکنش ناصحیح سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات اقلام تعهدی دارد. جرارد و همکاران[2] (۲۰۱۴) دریافتند که استراتژی‌های بر مبنای جریان نقدی به‌طور قابل‌توجهی در دوره‌ای که گرایش احساسی بالاست قوی (ضعیف) عمل می‌کنند و در دوره‌ای که گرایش احساسی پایین است ضعیف (قوی) عمل می‌کنند (جرارد و همکاران،۲۰۱۴). بیشتر متغیرهای احساسی مبتنی بر داده‌های بازار از معماهای مالی مانند نرخ

1. Baker & Wurgler
2. Jerard et al

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]
[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

تنزیل واحدهای صندوق‌های دارای سرمایهٔ بسته و قیمت‌گذاری زیر ارزش عرضه‌های عمومی اولیه مشتق می‌شوند. نرخ تنزیل یا بازده مورد انتظار هر دارایی نشانگر بازدهی از دست رفته تحت شرایط ریسک مساوی ناشی از تحصیل آن دارایی است.

احساسات سرمایه‌گذاران سرمایه‌گذار، نقش مهمی در عملکرد بازار سهام بازی می‌کند. اثر تمایلی، شکلی از معاملات در شرایط عقلانیت محدود است که به طور گسترده مورد مطالعه قرارگرفته و در میان سرمایه‌گذاران نهادی نیز تأیید شده است و تأثیر نامطلوب و معنادار این رفتار بر معاملات و عملکرد این نوع از سرمایه‌گذاران به اثبات رسیده است. بنابراین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران نقش مهمی در تشریح عملکرد بازار سهام ایفا می‌کند (باکر و وارگلر[1]،۲۰۰۷).

بازار بورس یکی از مهم‌ترین عوامل اقتصادی در کشورها به‌حساب می‌آید که در آن خرید و فروش سهام شرکت‌ها یا اوراق قرضه دولتی یا خصوصی تحت ضوابط معین انجام می‌شود. به منظور بهبود عملکرد این بازار می‌بایست عوامل تأثیرگذار بر آن و نحوه اثرگذاری آن‌ها به‌خوبی مورد بررسی قرار گیرد. از برآیند مطالب بیان‌شده درمی‌یابیم که احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند یک متغیر بسیار مهم در عملکرد شرکت‌های سرمایه‌گذاری بورس اوراق بهادار تهران باشد، احساسات سرمایه‌گذار با تحت تأثیر قرار دادن نرخ بازدهی مورد انتظار و نگرش وی منجر به واکنش بیش‌ازحد نسبت به آینده بازار اثر قابل‌توجهی بر بازار سهام و سود و زیان‌های آتی خواهد گذاشت. بررسی رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به ما اجازه می‌دهد با سنجش صحیح احساسات سرمایه‌گذاران در هر مقطع از بازار با رفتار سرمایه‌گذاران آشنایی پیدا کنیم و با بررسی متغیرهای اثرپذیر از آن نسبت به پیش‌بینی این رفتار در آینده و تصمیم‌گیری درست در مورد بازار داشته باشیم. سرمایه‌گذاری یکی از عوامل مهم در اقتصاد کشورها محسوب می‌شود که پدیده‌ای مطلوب و مثبت قلمداد می‌شود و بورس و اوراق بهادار نقش غیرقابل انکاری در این زمینه دارد، از مهم‌ترین عوامل مهم سرمایه‌گذاری بازده به دست آمده است که می‌تواند در سرمایه‌گذاران برای

1. Baker & Wurgler

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

سرمایه‌گذاری انگیزه ایجاد کند، بسیاری از مطالعات نشان می‌دهند که احساسات سرمایه‌گذار می‌تواند هم به‌صورت تئوریک و هم تجربی بر بازار سهام اثر بگذارد. اعتقاد بر این است که احساس سرمایه‌گذاران نقش فزاینده‌ای در فعالیت‌های تجاری و اقتصادی ایفا می‌کند. احساس سرمایه‌گذاران به دلیل اجتناب‌ناپذیر بودن، تعصب موجود در بازار سهام و ایجاد فرصت‌ها برای کسب بازده غیرعادی با استفاده از مزایای بازار مورد توجه قرار می‌گیرد. شناخت احساسات سرمایه‌گذاران به‌عنوان یکی از مهم‌ترین عوامل انحراف قیمت‌های دارایی از ارزش بنیادی آن در بازار سرمایه و تصمیم‌گیری جهت کنترل احساسات افراد گام مهمی است که می‌تواند به مسئولان و تصمیم‌گیرندگان بازار برای ایجاد تعادل در بازار یاری رساند و با تعادل بازار گامی مهم در تخصیص بهینه سرمایه و درنتیجه آن، حرکت به سمت رشد اقتصادی برداشته شود. علی‌رغم تلاش‌های اخیر دانشگاهی برای بررسی نقش احساسات سرمایه‌گذاران در پویایی بازار، فقدان اجماع در تعیین جنبه ساختاری احساسات بازار وجود دارد. این پژوهش تلاشی برای رفع این شکاف است. لذا در این تحقیق سعی گردیده با توجه به مطالب بیان‌شده در خصوص اهمیت هر یک از متغیرها به بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده، جریان نقدی، نرخ تنزیل و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود، گرایش احساسی سرمایه‌گذار نقش اساسی در تعیین بازده، جریان نقدی، نرخ تنزیل و عملکرد به‌ویژه برای سهامی که از ارزیابی ذهنی برخوردارند بازی می‌کند. بنابراین سؤال اصلی تحقیق این است که آیا احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده، جریان نقدی، نرخ تنزیل و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیرگذار است؟ در این مقاله در بخش اول و دوم مبانی نظری شامل مفاهیم و نظریات تئوری و تجربی در رابطه با متغیرهای تحقیق و همچنین پیشینه تحقیق شامل روش انجام تحقیق و نتایج تحقیقات انجام‌شده در این مورد بیان خواهد شد و پس از آن روش انجام تحقیق تبیین شده، همچنین فرضیه‌های تحقیق و مبانی اندازه‌گیری متغیرها، جامعه و نمونه آماری، روش گردآوری و تجزیه‌وتحلیل داده‌ها بیان خواهد شد. سپس مدل مورد استفاده برای آزمون فرضیه‌ها مورد تجزیه‌وتحلیل قرار خواهد گرفت.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

۲. مبانی نظری و توسعه فرضیه‌ها

متغیرهای احساسی

متغیرهای احساسی شرایط روانی فعالان بازار بورس را مورد بررسی قرار می‌دهند (فردی و جمعی). باید توجه داشت که خرید یا فروش بر اساس متغیرهای احساسی می‌تواند به نتیجه مطلوب منجر شود. اما ممکن است شرایط کلی حاکم بر بازار به‌گونه‌ای پیش رود که نتیجه عکس به وقوع بپیوندد.

در استفاده از این متغیرها فرض بر این است که چون بازار سهام کاملاً کارا نیست، این ناکارایی به وسیله علوم روانشناسی و اجتماعی قابل توصیف است. به‌عنوان مثال یکی از فروضی که در این متغیرها وجود دارد، این است که برای سرمایه‌گذاران مقدار مشخصی ضرر خیلی دردناک‌تر از همان میزان سود است.

در مجموع سرمایه‌گذاران کوتاه‌مدت معمولاً از متغیرهای تکنیکی برای انتخاب سهام مورد نظر استفاده می‌کنند در حالی که سرمایه‌گذاران بلندمدت از متغیرهای بنیادی برای تصمیم‌گیری بهره می‌برند. البته ممکن است این سرمایه‌گذاران از متغیرهای تکنیکی در کنار متغیری بنیادی استفاده نمایند (ژو و نیو[1]،۲۰۱۶).

احساسات سرمایه‌گذاران و بازده سهام

مجموعه‌ای از مطالعات در رابطه با احساسات سرمایه‌گذاران و بازده سهام در سال ۱۹۸۰ مطرح شد. آن‌ها تا بیش‌ازحد نظری بودند و به طرق مختلفی جهت اینکه آیا بورس به‌عنوان یک کل می‌تواند دارای قیمت نادرست باشد یا خیر، مورد سنجش قرار گرفتند. در این تحقیقات، نقش احساسات و شواهد آماری معمولاً بسیار پررنگ نبودند. پیش‌بینی بازده سهام می‌تواند

1. Zhu & Niu

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

انعکاس‌دهنده اصلاح احساسات ناشی از قیمت‌گذاری نادرست و یا به‌طورقطع، خطر متغیر با زمان و یا ریسک گریزی باشد که باعث تغییر زمان در بازده سهم مورد انتظار می‌شود (لیانگ[1]،۲۰۱۶).

در این گستره، مطالعاتی مانند بیکرو ورگلر[2] (۲۰۰۷) از پیشرفت‌های موقت در نظریه مالی رفتاری بابت ارائه بررسی‌های دقیق‌تر برای اثر احساسات استفاده کرده‌اند. به طور ویژه، در بسیاری از مدل‌های رفتاری بازارهای اوراق بهادار با الهام از دلونگ و همکاران[3] (۱۹۹۰) سرمایه‌گذاران دو نوع هستند: آربیتراژهای منطقی یعنی کسانی که بدون گرایش هستند و معامله گران غیرمنطقی در معرض ابتلا به احساسات بیرونی. آن‌ها در بازار فعالیت می‌کنند و قیمت و بازده مورد انتظار را تعیین می‌کنند؛ اما آربیتراژهای منطقی محدود هستند. این محدودیت‌ها یا به دلیل زمان کوتاه یا هزینه‌ها به وجود می‌آید. درنتیجه، قیمت‌ها همیشه در ارزش‌های بنیادین خود قرار ندارند. در این مدل‌ها، قیمت‌گذاری اشتباه ناشی از ترکیبی از دو عامل است: تغییر در احساسات در بخشی از معامله گران غیرمنطقی و محدودیت برای آربیتراژها به دلیل منطقی بودن آن‌ها. علاوه بر این، دیدگاه مالی رفتاری بیان می‌کند که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار، هیچ‌گونه دلیل بنیادی نداشته و احساس سرمایه‌گذار، نقش بسزایی در تعیین قیمت‌ها دارد. در حقیقت، فعل‌وانفعال پویا بین معامله گران اختلال زا و آربیتراژگران منطقی قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام معامله‌گرهای اختلال زا بیشتر و یا معامله‌گرهای منطقی کمتری داشته باشد، نوسانات قیمتی آن چشمگیراست. ادبیات موجود در ارتباط با رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده سهام شواهد تجربی را ارائه داده است. تحقیقات در این زمینه نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار در زمان حال می‌تواند بر بازده سهام آینده تأثیرگذار باشد. براون و کلیف[4] (۲۰۰۴)، با استفاده از ابزارها و روش‌های گوناگون در ارتباط با احساسات سرمایه‌گذار خاطرنشان می‌کنند که سطح احساسات و تغییر با بازده سهام ارتباط مثبت و معناداری دارند. همچنین، براون و کلیف (۲۰۰۴) رابطه علی و

1. Liang
2. Baker & Wurgler
3. DeLong et al
4. Brown & Cliff

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]
[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

معلولی بین سطح احساسات و تغییر بازده سهام را بررسی کرده‌اند. آن‌ها همچنین پیشنهاد می‌دهند که بازده سهام، پیش‌بینی کننده مناسبی برای احساسات سرمایه‌گذاران است (لین[1]، ۲۰۱۰). با توجه به مطالب بیان‌شده فرضیه اول و دوم پژوهش به شیوه زیر بیان شده است:

- فرضیه اول: احساس سرمایه‌گذاران بر بازده کل شرکت‌ها تأثیرگذار است.
- فرضیه دوم: احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده‌های مقطعی شرکت‌ها تأثیرگذار است.

احساسات سرمایه‌گذار و جریان نقدی

بر اساس ادبیات احساسات موجود، خوش‌بینی سرمایه‌گذار با ارزش بیش‌ازحد سهام همراه است، به‌ویژه برای سهام با فرصت‌های رشد آتی بالا. اگر احساسات سرمایه‌گذار شرکت بالا منجر به افزایش انتظارات سرمایه‌گذاران از فرصت‌های رشد آتی شرکت شود، درنتیجه، احساسات سرمایه‌گذار شرکت بالا باعث می‌شود سرمایه‌گذاران نسبت به تأمین مالی این فرصت‌های رشد با دارایی‌های نقد داخلی شرکت خوش‌بین‌تر باشند. خوش‌بینی ممکن است برای شرکت‌های با ارزش بلا با عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر آشکار شود. ذخایر نقدی انعطاف‌پذیری مالی شرکت را افزایش می‌دهد و توانایی سرمایه‌گذاری آتی آن را افزایش می‌دهد. بنابراین انتظار می‌رود که احساسات سرمایه‌گذار شرکت جریان‌های نقدی مورد انتظار سرمایه‌گذاران را از پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت و نوآوری که توسط پول نقد داخلی تأمین مالی می‌شوند افزایش دهد و درک آن‌ها از ریسک شرکت را کاهش دهد. از آنجایی که یک دلار اضافی پول نقد از نظر فیزیکی یکسان است (جهانگیر و همکاران،۱۳۹۷).

این مسئله در بازارهای بورس اوراق بهادار که به‌شدت متأثر از اخبار و اطلاعات مربوط به شرکت‌ها، بازارها و فضای کلان اقتصادی است، از درجه اهمیت بسیار بالایی برخوردار است. درواقع مسئله اینجاست خیلی از مواقع گرایش‌ها، سلایق و عوامل روانی باعث جابجایی میزان عرضه سرمایه و همچنین جهت‌گیری منابع مالی می‌شود. این موضوع به پیچیده‌تر شدن مکانیسم

1. Lin

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

جریان وجوه نقد در بازار سرمایه منجر شده و تجزیه‌وتحلیل آن را به‌مراتب مشکل می‌سازد (عسکری و همکاران،۱۳۹۴). با توجه به مطالب بیان‌شده فرضیه سوم پژوهش به شیوه زیر بیان شده است:

- فرضیه سوم: احساسات سرمایه‌گذاران بر جریانات نقد آزاد شرکت‌ها تأثیرگذار است.

احساس سرمایه‌گذاران و نرخ تنزیل

شاخص‌های احساسی سرمایه‌گذاران دو نوع هستند مستقیم و غیرمستقیم که در ادامه هر یک از آن‌ها به‌تفصیل معرفی می‌شوند. شاخص‌های مستقیم از سرمایه‌گذاران در یک گروه خاص مانند سرمایه‌گذاران خرد یا نویسندگان روزنامه‌ها و خبرنامه‌ها دربارهٔ انتظارات و احساساتشان نسبت به بازار به‌صورت پیمایشی نظرسنجی می‌کنند. این شاخص‌های احساسی پیمایشی درصددند با پرسش از سرمایه‌گذاران دربارهٔ میزان خوش‌بینی آن بتوانند بینش و چشم‌انداز آیندهٔ سرمایه‌گذاران غیرعقلایی را به دست آورند.

شاخص‌های غیرمستقیم، انتظارات سرمایه‌گذاران در یک گروه خاص را با تحلیل آمار و ارقام بازار که منعکس‌کنندهٔ رفتار آن گروه است، تفسیر می‌کنند. بیشتر متغیرهای احساسی مبتنی بر داده‌های بازار از معماهای مالی مانند تنزیل واحدهای صندوق‌های دارای سرمایهٔ بسته و قیمت‌گذاری زیر ارزش عرضه‌های عمومی اولیه مشتق می‌شوند. جالب‌توجه است که هیچ سنجه‌ای به‌تنهایی، خالص احساسات سرمایه‌گذاران را نشان نمی‌دهد؛ بلکه هرکدام به‌صورت ناکامل بخشی از مؤلفهٔ احساسی را شامل می‌شود و بخش دیگر آن ممکن است شامل مؤلفه‌های خاص و غیرمرتبط با احساسات باشد. لینگ و همکاران[1] (۲۰۱۰) از شش متغیر تنزیل واحدهای صندوق با سرمایهٔ بسته، گردش معاملات سهام، تعداد عرضه‌های عمومی اولیه، متوسط بازدهی روز اول عرضه‌های عمومی اولیه، نسبت انتشار سهام به کل انتشار سهام و بدهی و پرمیوم سود نقد،

1. Ling et al

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

چوانگ‌ژیا، ژین، ژیاگوانگ و هو[1] (۲۰۱۴) از پنج متغیرِ متوسط نرخ تنزیل واحد صندوق با سرمایهٔ بسته (نرخ تفاوت میان ارزش خالص دارایی صندوق و قیمت بازاری واحد صندوق)، تعداد عرضه‌های عمومی اولیه، متوسط بازدهی‌های روز اول عرضه‌های عمومی اولیه، تعداد حساب‌های سهامداری جدید بازشده و نرخ گردش معاملات یک سهم، برای محاسبهٔ شاخص گرایش احساسی به روش تحلیل مؤلفه‌های اساسی استفاده کرده‌اند (پی ان[2]،۲۰۱۹). با توجه به مطالب بیان‌شده فرضیه چهارم پژوهش به شیوه زیر بیان شده است:

- فرضیه چهارم: احساس سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی نرخ تنزیل شرکت‌ها تأثیرگذار است.

احساسات سرمایه‌گذاران و عملکرد

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 عملکرد شرکت‌ها تأثیرگذار باشد. باربریز و همکاران[3] (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

1. Chuangxia &Xin & Xiaoguang & Hu
2. Pei-En
3. Barberis et al

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]
[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

گذشته‌ی خود وفادار است. آن‌ها از این موضوع با عنوان اثر حرکات کوتاه‌مدت (مومنتوم) یاد کردند. آنان در ابتدا بر اساس متغیر بازده غیرعادی در دوره‌ی تشکیل شرکت‌ها به دو پرتفوی موفق و ناموفق تقسیم نمودند؛ سپس در دوره‌ی بعد که به دوره‌ی آزمون معروف است، نرخ بازده غیرعادی دو پرتفوی برنده و بازنده را با یکدیگر مقایسه کردند (دالیکا و ستحرم[1]،۲۰۱۵).

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 غیرعادی در دوره‌ی تشکیل شرکت‌ها به دو پرتفوی موفق و ناموفق تقسیم نمودند؛ سپس در دوره‌ی بعد که به دوره‌ی آزمون معروف است، نرخ بازده غیرعادی دو پرتفوی برنده و بازنده را با یکدیگر مقایسه کردند (زارعی و دارایی،۱۳۹۷). با توجه به مطالب بیان شده فرضیه پنجم پژوهش به شیوه زیر بیان شده است:

- فرضیه پنجم: احساس سرمایه‌گذاران بر عملکرد شرکت‌ها تأثیرگذار است.

1. Dalika & Seetharam

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

۳. پیشینه تحقیقات

پیشینه تحقیقات داخلی

دادگر و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی با بررسی نقش احساسات سرمایه‌گذاران و رفتار دولت بر نوسانات بازار این‌گونه بیان کردند که بررسی رفتار سرمایه‌گذاران و قاعده بازی و رفتار دولت در ارتباط با فرازوفرودهای بازار مالی دارای اهمیت ویژه‌ای است. نتایج، معناداری اثر احساسات سرمایه‌گذاران از یک سو و اثر عملکرد دولت بر رفتار سرمایه‌گذاران از سوی دیگر را بر خالص ورود پول اشخاص حقیقی به بازار بورس تأیید می‌کند. از این رو ضرورت منطقی شدن رفتار دولت در ارتباط با بازار بورس و همچنین ارتقای فرهنگ سهام‌داری به منظور کنترل رفتار احساسی سرمایه‌گذاران می‌تواند یک پیام سیاستی این مقاله باشد.

زارع بهمنیری و همکاران (۱۴۰۱) در پژوهشی با عنوان مسئولیت‌پذیری اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران با رویکرد معادلات هم‌زمان این‌گونه بیان نمودند که نتایج پژوهش نشان‌دهنده تأثیر مثبت و معنادار و هم‌زمان مسئولیت اجتماعی بر احساسات سرمایه‌گذاران است بنابراین زمانی که مدیران انتظارات سرمایه‌گذاران را تشخیص و به آن پاسخ می‌دهند واکنش مثبت بازار را در پی خواهد داشت.

آقابابائی و مدنی (۱۴۰۰)، به بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و هم‌زمانی بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، با نمونه آماری ۱۶۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار از ۱۵ صنعت مختلف طی بازه زمانی فروردین‌ماه ۱۳۸۹ لغایت اسفندماه ۱۳۹۸ پرداخته شده است. نتایج پژوهش نشان‌دهنده این است که احساسات سرمایه‌گذاران به طور معناداری بر افزایش هم‌زمانی بازدهی سهام اثرگذار است و همچنین یافته‌های پژوهش نشان داد ضرایب احساسات مثبت و منفی به طور معناداری باهم تفاوت ندارند و درنتیجه احساسات مثبت و منفی به‌صورت متقارن بر افزایش هم‌زمانی بازدهی سهام اثرگذار هستند.

قربانی (۱۳۹۹)، تحقیقی با عنوان تأثیر نوسانات جریان وجوه نقد و احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، انجام داد. جامعه آماری پژوهش دربرگیرنده

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ به کار گرفته‌شده است که با بهره‌گیری از رگرسیون چند متغیره و مدل فاما- فرنچ برآورد شده است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که با افزایش نوسانات جریان وجوه نقد، بازده سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد و با افزایش احساسات سرمایه‌گذاران، بازده سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد.

ابراهیمی سروعلیاء (۱۳۹۸)، تحقیقی با عنوان بررسی ارتباط میان احساسات و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران با بازده‌های سهام، انجام داد. نمونه‌ی آماری پژوهش، شامل ۸۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله‌ی زمانی سال ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۷ است که به روش داده‌های ترکیبی و به‌صورت سالانه مورد تجزیه‌وتحلیل قرار گرفته است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که معیار احساسات سرمایه‌گذاران توانائی توضیح بازده‌های مازاد سهام را دارد و هم‌چنین رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران حقیقی و حقوقی بر بازده مازاد سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، تأثیر معناداری ندارد.

لک (۱۳۹۸)، تحقیقی با عنوان بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و عملکرد مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌ها انجام دادند. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق نشان داد، بین احساسات سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای شرکت‌هایی که از قیمت کمتری برخوردار هستند، رابطه مثبت وجود دارد. بین احساسات سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای شرکت‌هایی که از نسبت پایین‌تر ارزش دفتری به ارزش بازار برخوردار هستند، رابطه مثبت وجود ندارد.

حبیبی (۱۳۹۷)، تحقیقی با عنوان بررسی رابطه هیجانات سرمایه‌گذاران و نوسانات جریان نقدی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، انجام داد. در این پژوهش، با استفاده از روش حذف سیستماتیک، نمونه‌ای متشکل از ۱۱۸ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ انتخاب شده است. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های اول تا سوم نشان داد که نوسانات جریان نقد آزاد و هیجانات سرمایه‌گذاران بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

معناداری دارد. همچنین سایر نتایج نشان می‌دهد هیجانات سرمایه‌گذاران بر رابطه بین نوسانات جریان نقدی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد.

اکبری و همکاران (۱۳۹۶)، تحقیقی با عنوان بررسی رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، انجام دادند. در این پژوهش اطلاعات مالی ۸۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۳ بررسی شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری وجود ندارد.

هنرمند قالیباف (۱۳۹۳)، تحقیقی با عنوان بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده و نوسان‌پذیری بازده بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر معمای شرکت‌های سرمایه‌گذاری)، انجام داد. در این تحقیق بر اساس مدل لی و همکاران (۱۹۹۱) متغیر احساسات سرمایه‌گذاران محاسبه‌شده و مشخص شد که این متغیر با بازدهی شرکت‌های سرمایه‌گذاری رابطه معکوس و معنادار دارد.

پیشینه تحقیقات خارجی

کوتوماس (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان احساسات سرمایه‌گذاران و قیمت بیت کوین این‌گونه بیان کردند که نتایج نشان می‌دهد که با استفاده از مجموعه داده‌ای غنی از سفارش‌های خرید و فروش در سطح تراکنش از صرافی اصلی ارز دیجیتال Coinbase، معیاری را برای احساسات سرمایه‌گذاران تدوین کردیم و شواهد جدیدی در مورد رابطه احساسات و بازده بیت‌کوین ارائه کردیم. با استفاده از یک روش رگرسیون چندک بوت استرپ، ما یک رابطه قابل توجه و قوی بین احساسات فزاینده و افزایش قیمت و بالعکس، در سراسر توزیع تغییرات قیمت بیت کوین نشان می‌دهیم. این رابطه در هنگام کنترل انواع متغیرهای خاص مبادله و بلاک چین قوی است. این رابطه همچنین در هنگام کنترل حرکت کل در ارزهای دیجیتال اصلی قوی است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

یی و همکاران (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان چگونه احساسات سرمایه‌گذار بر نوسانات سهام تأثیر می‌گذارد؟ این‌گونه بیان کردند که نتایج نشان می‌دهد که نوسانات در بازار سهام چین به طور مثبت تحت تأثیر شاخص احساسات سرمایه‌گذار B-W است، زمانی که شاخص احساسات دارای فرکانس‌های ترکیبی وزنی با افق‌های مختلف است. به طور خاص، تأثیر احساسات سرمایه‌گذار با فرکانس مختلط به طور قابل‌توجهی بر مؤلفه‌های افق بزرگ نوسانات است. علاوه بر این، نشان داده شده است که مدل نمونه‌گیری با فرکانس مختلط قدرت توضیحی بهتری نسبت به مدل‌های رگرسیون برون‌زا در هنگام محاسبه رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و نوسانات سهام دارد.

شیانگ[1] (۲۰۲۲)، تحقیقی با عنوان احساسات سرمایه‌گذار، هزینه‌های تحقیق و توسعه و عملکرد شرکت انجام داد. این مطالعه با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های سهامی عام در بازار سهام چین بین سال‌های ۲۰۰۶ و ۲۰۱۹ نشان می‌دهد که هزینه‌های تحقیق و توسعه به‌طورکلی عملکرد شرکت را در دوره‌های خوش‌بینی افزایش می‌دهد با توجه به کانال‌هایی که احساسات سرمایه‌گذار بر رابطه عملکرد شرکت مخارج تحقیق و توسعه تأثیر می‌گذارد، اثرات زمان‌بندی بازار نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که زمان انتشار سهام در طول دوره‌های خوش‌بینی را تجربه می‌کنند، رابطه مثبتی را با عملکرد شرکت مخارج تحقیق و توسعه تجربه می‌کنند، در حالی که شرکت‌هایی که خرید مجدد سهام را در دوره‌های بدبینانه شروع می‌کنند هزینه‌های تحقیق و توسعه عملکرد شرکت را کاهش می‌دهد.

محمد[2] (۲۰۲۲)، تحقیقی با عنوان تأثیر احساسات سرمایه‌گذار بر بازده، جریان‌های نقدی، نرخ تنزیل و عملکرد انجام داد. از طریق تحلیل داده‌های جمع‌آوری‌شده از نمونه شرکت‌های غیرمالی پذیرفته‌شده در پاکستان بین ۲۰۰۹–۲۰۱۸، رفتار سرمایه‌گذار و چگونگی تأثیرشان بر بازده بازار، نقدینگی، نرخ تنزیل و کارایی سازمان را کمی سازی کردند و دریافتند که احساسات سرمایه‌گذار مجموع جریان نقدینگی و بازده بازار در آینده را تحت تأثیر قرار می‌دهد. متشابهاً احساسات

1. Xiang
2. Muhammad

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]
[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

سرمایه‌گذار بر روی بازده بازار سهام در آینده به‌صورت مقطعی، جریان نقدینگی آزاد، کارایی شرکت و نرخ تنزیل در زمینه پاکستان تأثیر دارد.

وانگ و همکاران[1] (۲۰۲۱)، تحقیقی با عنوان احساسات سرمایه‌گذار بین‌المللی و بازده سهام: شواهدی از چین انجام دادند. برای توصیف تمایل سرمایه‌گذاران بین‌المللی نسبت به دارایی‌های سهام چین، از داده‌های معاملات در بازار سهام چین، بازار سهام هنگ‌کنگ و بازار ایالات متحده، پروکسی‌های احساسات را انتخاب می‌کردند و اطلاعات چهار نماینده با تجزیه‌وتحلیل مؤلفه اصلی جمع‌آوری شد. نتایج نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذاران بین‌المللی قدرت پیش‌بینی قابل‌توجهی برای بازده آتی بازار سهام چین دارد. آن‌ها همچنین دریافتند که احساسات سرمایه‌گذار بین‌المللی دارای ویژگی‌های پیش‌بینی نامتقارن است و احساسات منفی سرمایه‌گذاران بین‌المللی نسبت به احساسات مثبت سرمایه‌گذاران تأثیر مهم‌تری بر بازده سهام دارد.

لی و چن[2] (۲۰۲۰)، در پژوهشی به بررسی تأثیر تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره بر عملکرد شرکت با نقش تعدیل‌کننده اندازه شرکت پرداختند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نمایانگر این است که تنوع جنسیتی در هیئت‌مدیره تأثیر مثبتی بر عملکرد شرکت دارد. علاوه بر این، نتایج نشان داد که اندازه شرکت ممکن است تأثیر مثبت تنوع جنسیتی هیئت‌مدیره را بر عملکرد شرکت تضعیف کند.

بن آیسیا[3] (۲۰۱۶)، تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران داخلی و خارجی بر بازده سهام برای دوره زمانی ۲۰۰۳ تا ۲۰۱۳ 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 همکاران[4] (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

1. Wang et al
2. Li & Chen
3. Ben Aissia
4. Ni et al

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

سرمایه‌گذاران از یک ماه تا ۲۴ ماه معناداراست. همچنین نتایج نشان داد که تأثیر احساسات برای سهام با بازده بالا در کوتاه‌مدت مثبت، در حالی که برای سهام با بازده پایین در بلندمدت به‌صورت 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 قابل‌توجهی هستند.

تحقیقات متعددی در سنوات اخیر، در حوزه احساس سرمایه‌گذاران و بازار سهام انجام شده است، اما مرور و بررسی تحقیقات پیشین نشان داد که پیرامون شناسایی و اندازه‌گیری احساس سرمایه‌گذاران و تأثیر آن بر بازده سهام در مورد اقتصادهای نوظهور و جریان نقدی، نرخ تنزیل و عملکرد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تحقیقی صورت نپذیرفته است. از آنجا که بازار سرمایه و تحولات آن در هر کشور یکی از عوامل مهم در تشخیص رشد اقتصادی است و سرمایه‌گذاران رکن اصلی تحولات بازار سرمایه را تشکیل می‌دهند و با توجه به تحولات چندساله در بازار بورس کشور و فراز و نشیب‌های غیرقابل پیش‌بینی در آن و همچنین تأکید تئوری نوظهور مالی رفتاری به رفتارها و عقاید سرمایه‌گذاران در جهت‌دار شدن بازار که تأکید فراوانی بر این امر دارد، از همین رو با توجه به نبود یافته‌های قطعی جامع راجع به شیوه‌های مختلف سنجش احساسات سرمایه‌گذاران بر عوامل مختلف عملکردی شرکت‌ها از جمله بازده های کل و مقطعی، جریانات نقدی و همچنین نرخ تنزیل و نهایتاً عملکرد کلی شرکت‌ها، پرداختن به این امر با توجه به شکاف پژوهشی ایجاد شده در کشور ضروری است که پژوهش حاضر با اقدامی نوآورانه با بررسی جامع و همه‌جانبه، ابتدا سه نوع مختلف سنجش احساسات سرمایه‌گذاران با عوامل درونی بازار و بیرونی بازار را به کار گرفته که تأثیرات آن را بر جنبه‌های گوناگون داخلی و بیرونی شرکت‌ها مورد سنجش قرار دهد که از این حیث تاکنون در کشور پژوهشی با این جامعیت صورت نپذیرفته است، ضمن اینکه با استفاده از روش رگرسیون گشتاورهای تعمیم‌یافته نتایج قطعی را ارائه نموده است.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

۴. روش تحقیق

پژوهش حاضر جزو پژوهش اثباتی حسابداری بوده و از نظر روش جمع‌آوری داده‌ها «توصیفی-تحلیلی» است. مدل اصلی مورد استفاده در این پژوهش رگرسیون است. لذا این پژوهش در زمره پژوهش‌های علی قرار دارد، همچنین از نظر استدلال استقرایی بوده و از آنجایی که بر مبنای تجزیه‌وتحلیل اطلاعات گذشته شرکت‌ها انجام می‌گیرد، جزء پژوهش‌های پس به رویدادی به شمار می‌آید. جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است که از ابتدای سال ۱۳۹۳ لغایت پایان سال ۱۳۹۹ در بورس فعال بوده‌اند. در این پژوهش به منظور نمونه‌گیری از روش نمونه‌گیری هدفمند (روش حذف سیستماتیک) استفاده شده است. با اعمال محدودیت‌های زیر در نهایت تعداد ۱۱۵ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده و در بازه زمانی ۷ ساله بین سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۹ مورد تحقیق و بررسی قرار گرفتند. به دلیل اینکه تعداد مقاطع از دوره‌های زمانی بیشتر است روش انتخابی رگرسیون، روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM) است.

جدول (۱): اعمال محدودیت‌ها برای انتخاب نمونه

شرح	تعداد
تعداد شرکت‌های جامعه آماری تا پایان سال ۱۳۹۹	۵۳۱
جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، بانک‌ها و واسطه‌گران مالی، بیمه‌ها، هلدینگ‌ها و لیزینگ‌ها	۱۲۶
شرکت‌هایی که در طی دوره مورد بررسی تغییر سال مالی داشته باشند و دوره مالی آن‌ها ۲۹ اسفندماه نباشد.	۵۳
شرکت‌هایی که اطلاعات آن‌ها در دسترس نیست و یا لغو پذیرش شده‌اند.	۱۴۱
شرکت‌هایی که توقف معاملاتی داشته‌اند	۹۶
شرکت‌های باقیمانده در نمونه آماری پژوهش	۱۱۵

مأخذ: یافته‌های پژوهش

مدل فرضیه اول پژوهش

$$Stok_return_{i,t} = \beta 0 + \beta 1\ Stok_return_{i,t-1} + \beta 2 M_sent_{i,t} + \beta 3\ N_sent_{i,t} + \beta 4\ Med_sent_{i,t} + \beta 5\ Size_{i,t} + \beta 6\ RM_{i,t} + \beta 7\ LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

Stok_return = بازده کل

M_sent = احساسات مبتنی بر بازار

N_sent= احساسات مبتنی بر اخبار

Med_sent= احساسات مبتنی بر رسانه‌های اجتماعی

Size = اندازه شرکت

RM = بازده بازار

LEV = اهرم مالی

مدل فرضیه دوم پژوهش

$$RT_{i,t}= \beta0 + \beta0 + \beta1\ RT_{i,t-1} +\beta2 M_sent_{i,t} + \beta3\ N_sent_{i,t} + \beta4\ Med_sent_{i,t} + \beta5\ Size_{i,t} + \beta6\ RM_{i,t} + \beta7\ LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

RT = بازده‌های مقطعی

M_sent = احساسات مبتنی بر بازار

N_sent= احساسات مبتنی بر اخبار

Med_sent= احساسات مبتنی بر رسانه‌های اجتماعی

Size = اندازه شرکت

RM = بازده بازار

LEV = اهرم مالی

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

مدل فرضیه سوم پژوهش

$$FCFi,t= \beta0 + \beta1\ FCF\ i,t-1 + \beta2M_sent\ i,t + \beta3\ N_sent\ i,t + \beta4\ Med_sent\ i,t + \beta5\ Size\ i,t + \beta6\ RM\ i,t + \beta7\ LEV\ i,t + \varepsilon\ i,t$$

که در آن:

FCF= جریان‌های نقدی آزاد

M_sent = احساسات مبتنی بر بازار

N_sent= احساسات مبتنی بر اخبار

Med_sent= احساسات مبتنی بر رسانه‌های اجتماعی

Size = اندازه شرکت

RM = بازده بازار

LEV = اهرم مالی

مدل فرضیه چهارم پژوهش

$$WACC\ i,t= \beta0 + \beta1\ WACC\ i,t-1 + \beta2M_sent\ i,t + \beta3\ N_sent\ i,t + \beta4\ Med_sent\ i,t + \beta5\ Size\ i,t + \beta6\ RM\ i,t + \beta7\ LEV\ i,t + \varepsilon\ i,t$$

که در آن:

WACC = نرخ تنزیل

M_sent = احساسات مبتنی بر بازار

N_sent= احساسات مبتنی بر اخبار

Med_sent= احساسات مبتنی بر رسانه‌های اجتماعی

Size = اندازه شرکت

RM = بازده بازار

LEV = اهرم مالی

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

مدل فرضیه پنجم پژوهش

$$FP_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 FP_{i,t-1} + \beta_2 M_sent_{i,t} + \beta_3 N_sent_{i,t} + \beta_4 Med_sent_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 RM_{i,t} + \beta_7 LEV_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

FP = عملکرد

M_sent = احساسات مبتنی بر بازار

N_sent= احساسات مبتنی بر اخبار

Med_sent= احساسات مبتنی بر رسانه‌های اجتماعی

Size = اندازه شرکت

RM = بازده بازار

LEV = اهرم مالی

۵. تعریف عملیاتی متغیرهای تحقیق

گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران

احساسات سرمایه‌گذار در این مطالعه متغیر مستقل است برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذار، از میانگین ماهانه داده‌های مبتنی بر بازار، اخبار و رسانه‌های اجتماعی استفاده خواهیم کرد.

M_Sent = احساسات مبتنی بر بازار

N_Sent= احساسات مبتنی بر اخبار

MED_Sent = احساسات مبتنی بر رسانه‌های اجتماعی

در این معادله برای اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از معادله گرایش‌های احساسی بازار سرمایه (EMSI) استفاده شده است این شاخص توسط جونز (۲۰۰۵) و با تعدیل مدل ارائه‌شده توسط پرساود (۱۹۹۶) بسط داده شده است بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه است:

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

$$\text{Sent} = \frac{\sum(R_{it} - \bar{R})(R_{v-} - \overline{R_v})}{\sum(R_{it} - \bar{R})^2(\sum(R_{iv-} - \overline{R_v})^2} * 100$$

که در آن :

R_{it} - رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t

R_{iv} - رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت i در ماه t

برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه استفاده می شود.

R_r - میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت های پرتفوی

R_v - میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت های پرتفوی

بازده سهام

بازده عبارت است از نسبت کل عایدی (ضرر) از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین به سرمایه‌ای که برای به دست آوردن این عایدی در ابتدای دوره مصرف گردیده است و شامل تغییر در اصل سرمایه (تغییر قیمت سهام) و سود نقدی دریافتی است. برای محاسبه نرخ بازده سهام عادی، قیمت سهام عادی را در آخر سال از قیمت آن در دوره در اول همان سال کسر و سپس سود سهام دریافتنی به آن اضافه می‌شود آنگاه حاصل جمع قیمت همان سهم در اول دوره تقسیم می‌شود.

$$R_{it} = \frac{(1+\alpha)P_1 - P_0 + DPS - 1000\beta}{P_0} \times 100$$

Rit :بازده واقعی شرکت i در دوره t

P1: قیمت سهام در پایان دوره

P_0: قیمت سهام در اول دوره

Dps: سود تقسیمی هر سهام

α: درصد کل افزایش سرمایه

β: درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

بازده مقطعی سهام

بازده مقطعی سهام در این پژوهش متغیر وابسته است، بازده مقطعی سهام عبارت از نسبت کل سود (زیان) حاصل از سرمایه‌گذاری در یک دوره معین به سرمایه اولیه‌ای که برای به دست آوردن این سود مصرف شده است. سودی که در یک سال برای صاحب سهم ایجاد می‌شود، ناشی از دو عامل است: ۱-افزایش قیمت هر سهم ۲-سود نقدی پرداخت شده. بنابراین بازده مقطعی با توجه به رابطه زیر محاسبه خواهد شد.

$$R_{P,T} - R_{F,T} = \frac{DPS + P1(1+\propto +\beta) - P0 - (100 * \alpha)}{P0 + (1000 * \alpha)}$$

$R_{P,T} - R_{F,T}$: بازده مقطعی سهام

P_0: قیمت سهام در ابتدای ماه

Dps: سود نقدی تعلق گرفته به هر سهم

α: درصد افزایش سرمایه

P1: قیمت سهام در پایان هر ماه

β: درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته

جریان وجه نقد آزاد

یکی دیگر از متغیرهای وابسته در این پژوهش جریان وجه نقد آزاد است که از مدل لن و پولسن (۱۹۸۹) به شرح زیر قابل‌محاسبه است:

FCFi,t = (INCi,t – TAXi,t – INTEPi,t – CSDIVi,t)

FCFi,t = جریان نقد آزاد شرکت i در سال t

INCi,t=سود عملیاتی قبل از استهلاک شرکت i در سال t

TAXi,t= کل مالیات پرداختی شرکت i در سال t

INTEPi,t= هزینه بهره پرداختی شرکت i در سال t

CSDIVi,t= سود پرداختی به سهامداران عادی شرکت i در سال

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

نرخ تنزیل

نرخ تنزیل در این تحقیق متغیر وابسته است که بر اساس میانگین موزون هزینه سرمایه (WACC) محاسبه می‌شود.

$$WACC = (E/V * Re) + (D/V * Rd * (1 - Tc))$$

E: قیمت بازاری سهام شرکت

D: بازدهی بازاری بدهی شرکت

V: مجموع دو عامل بالا E + D

Re: نرخ بازده موردنظر سهامداران

Rd: نرخ بازده موردنظر وام‌دهندگان

عملکرد(FP)

طبق نظر هو و همکاران (۲۰۱۶) بازده دارایی‌ها به‌عنوان شاخص عملکرد شرکت در این پژوهش در نظر گرفته شده است. بازده دارایی‌ها عبارت است از سود قبل از مالیات و هزینه بهره (سود خالص عملیاتی) به میانگین مجموع دارایی‌های شرکت i در پایان دوره زمانی t؛ درواقع، بازده دارایی‌ها یک نسبت سودآوری برای شرکت است.

متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت

اندازه شرکت از طریق لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود.

اهرم مالی

این متغیر عبارت است از نسبت ارزش دفتری مجموع بدهی‌ها به ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها شرکت i در پایان دوره زمانی t استفاده خواهد شد (وانگ، ۲۰۱۰ و ون، ۲۰۱۷).

$$Lev = \frac{\text{ارزش دفتری مجموع بدهی‌ها}}{\text{ارزش دفتری مجموع دارایی‌ها}}$$

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

بازده بازار

این متغیر عبارت است از تفاوت شاخص ابتدا و انتهای دوره بازار تقسیم بر شاخص ابتدای دوره بازار شرکت i در پایان دوره زمانی t (وانگ، ۲۰۱۰ و ون، ۲۰۱۷)

$$RM = \frac{\text{شاخص ابتدای بازار} - \text{شاخص انتهای بازار}}{\text{شاخص ابتدای بازار}}$$

۶. یافته‌های پژوهش

تحلیل توصیفی

در این قسمت آمار توصیفی متغیرهای تحقیق ارائه شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
جریان نقد آزاد	FCF	۰/۰۹۱	۰/۰۶۴	۰/۶۷۳	۰/۰۱۵	۰/۰۸۸	۳/۰۶۴	۱۵/۰۲۹
عملکرد	FP	۱/۳۹۷	۱/۲۵۹	۳/۶۳۵	۰/۷۰۶	۰/۴۱۹	۲/۲۴۹	۹/۹۱۴
اهرم مالی	LEV	۰/۶۹۱	۰/۷۴۰	۲/۴۲۰	۰/۰۱۰	۰/۳۰۹	۰/۲۹۳	۵/۳۳۸
احساسات مبتنی بر بازار	M_SENT2	۰/۳۳۶	۰/۲۳۵	۰/۹۵۲	۰/۱۰۰	۰/۲۱۶	۱/۱۱۹	۲/۸۷۲
احساسات مبتنی بر رسانه-های اجتماعی	MED_SENT2	۰/۰۳۱	۰/۰۰۶	۰/۶۰۱	۰/۰۰۰	۰/۰۴۸	۳/۳۳۰	۲۹/۱۳۵
احساسات مبتنی بر اخبار	N_SENT2	۰/۳۸۰	۰/۲۰۱	۱/۱۲۴	۰/۰۹۱	۰/۲۴۱	۰/۵۲۵	۱/۶۳۷
بازده بازار	RM	۰/۰۸۳	۰/۰۵۰	۰/۶۵۰	-۰/۸۵۰	۰/۱۵۳	۰/۰۴۴	۸/۱۵۶
بازده مقطعی	RT	۰/۱۶۵	۰/۰۶۷	۲/۹۸۷	۰/۰۰۰	۰/۲۹۷	۴/۸۶۸	۳۴/۴۵۲
اندازه شرکت	SIZE	۶/۷۲۵	۶/۵۹۰	۹/۲۶۰	۴/۴۷۰	۰/۹۸۸	۰/۲۵۳	۲/۶۱۰
بازده کل	STOK_RETURN	۰/۰۹۳	۰/۰۴۴	۴/۵۶۰	-۰/۹۲۲	۰/۲۶۴	۹/۴۰۰	۱۵۰/۸۹۲
نرخ تنزیل	WACC	۰/۰۵۸	۰/۰۳۶	۰/۱۸۹	۰/۰۱۲	/۰۳۹	۰/۷۸۰	۲/۳۱۴

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

مقدار میانگین برای متغیر جریان نقد آزاد برابر با ۰٫۰۹۱ است که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌شود میانه این متغیر ۰٫۰۶۴ است که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. به‌طورکلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. در بین متغیرها نرخ تنزیل دارای کمترین و متغیر اندازه شرکت بیشترین میزان پراکندگی را دارا می‌باشند. میزان عدم تقارن منحنی فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر ضریب منفی باشد چولگی به چپ دارد. متغیر بازده کل بیشترین عدم تقارن و متغیر بازده بازار کمترین عدم تقارن را نسبت به توزیع نرمال دارند. میزان کشیدگی یا پخی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می‌نامند. متغیر بازده کل بیشترین برجستگی و متغیر احساسات مبتنی بر اخبار کمترین برجستگی را نسبت به منحنی نرمال دارد.

تحلیل استنباطی

بررسی مانایی متغیرهای تحقیق

در این قسمت پایایی متغیرها در داده‌های ترکیبی موردبحث قرار می‌گیرد. پایایی متغیرهای پژوهش بدین معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت بوده است؛ درنتیجه، استفاده از این متغیرها در مدل، باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود. بدین منظور در این پژوهش، از آزمون هریس تاوالیس[1] استفاده می‌شود. فرض صفر در این آزمون نشانگر وجود ریشه واحد یا عدم مانایی داده‌ها است. چنانچه

1. Harris-Tzavalis

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

سطح معنی‌داری آزمون کمتر از سطح خطای ۰٫۰۵ باشد، فرض صفر رد می‌شود و درنتیجه متغیر مانا است. نتایج آزمون هریس تاوالیس در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول (۳) آزمون مانایی (هریس تاوالیس) متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری	نتایج
جریان نقد آزاد	FCF	-۲۵/۲۰	۰/۰۰۰۰	مانا است
عملکرد	FP	-۷/۱۹	۰/۰۰۰۰	مانا است
اهرم مالی	LEV	-۸/۷۸	۰/۰۰۰۰	مانا است
احساسات مبتنی بر بازار	M_SENT2	-۲۲/۴۴	۰/۰۰۰۰	مانا است
احساسات مبتنی بر رسانه‌های اجتماعی	MED_SENT2	-۱۲/۳۷	۰/۰۰۰۰	مانا است
احساسات مبتنی بر اخبار	N_SENT2	-۱۲/۲۵	۰/۰۰۰۰	مانا است
بازده بازار	RM	-۱۷/۳۲	۰/۰۰۰۰	مانا است
بازده مقطعی	RT	-۱۲/۳۰	۰/۰۰۰۰	مانا است
اندازه شرکت	SIZE	-۴/۶۷	۰/۰۰۰۰	مانا است
بازده کل	STOK_RETURN	-۱۸/۰۹	۰/۰۰۰۰	مانا است
نرخ تنزیل	WACC	-۱۲/۳۳	۰/۰۰۰۰	مانا است

با توجه به نتایج به‌دست‌آمده در جدول (۳)، مشاهده می‌شود که سطح معنی‌داری آزمون مانایی برای همه متغیرها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر مانا بودن متغیرها است.

نتیجه آزمون فرضیه‌های پژوهش

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش گشتاورهای تعمیم‌یافته (GMM)، استفاده شده است. لازم به ذکر است هنگامی‌که در مدل متغیّر وابسته به‌صورت وقفه در طرف راست ظاهر می‌شود دیگر برآوردگرهای OLS سازگار نیست و باید از تخمین زن گشتاور تعمیم‌یافته (GMM) که مبتنی بر مدل‌های پویای پانلی است استفاده شود. برای تخمین مدل به وسیله این روش لازم است ابتدا متغیّرهای ابزاری به‌کاررفته در مدل مشخص شوند. سازگاری تخمین‌زننده GMM به معتبر بودن فرض عدم همبستگی سریالی جملات خطا و ابزارها بستگی دارد که می‌تواند به وسیله دو

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]
[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

آزمون آرلانو و باند (۱۹۹۱) و سارگان[1] که معتبر بودن ابزارها را بررسی می‌کند انجام شود. آزمون همبستگی سریالی جملات خطا، وجود همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطای تفاضلی مرتبه اول را آزمون می‌کند. عدم رد فرضیه صفر هر دو آزمون (همبستگی سریالی جملات خطا و سارگان) شواهدی را دال بر فرض عدم همبستگی سریالی و معتبر بودن ابزارها فراهم می‌کند. تخمین زننده GMM سازگار است اگر همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا از معادله تفاضلی مرتبه اول وجود نداشته باشد. نتایج این دو آزمون و همچنین مدل برازش شده در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴، نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نام متغیر	بازده کل		بازده مقطعی		جریان نقد آزاد		نرخ تنزیل		عملکرد	
	ضرایب	معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب	معناداری	ضرایب	معناداری
متغیر وابسته با یک وقفه	۰/۰۳۲	۰/۰۰۰	۰/۲۱۹	۰/۰۰۰	۰/۲۵۶	۰/۰۲۲	۰/۰۰۷	۰/۰۰۰	۰/۸۲۵	۰/۰۰۰
احساسات مبتنی بر بازار	۰/۰۰۴	۰/۴۴۰	۰/۰۰۱	۰/۸۶۳	۰/۰۰۳	۰/۲۷۴	۰/۰۰۱	۰/۰۴۸	۰/۰۰۵	۰/۵۴۷
احساسات مبتنی بر اخبار	-۰/۰۱۰	۰/۰۰۰	۰/۰۲۴	۰/۰۴۳	۰/۰۱۷	۰/۰۰۰	۰/۱۵۲	۰/۰۰۰	-۰/۰۲۱	۰/۰۲۰
احساسات مبتنی بر رسانه	۰/۱۹۵	۰/۰۰۰	۰/۳۸۴	۰/۰۰۷	۰/۰۹۳	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۰۵	۰/۷۹۴	۰/۰۵۰	۰/۳۲۲
اندازه شرکت	۰/۰۲۰	۰/۰۰۰	-۰/۰۱۵	۰/۰۰۰	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۹	۰/۰۰۰	۰/۰۰۳	۰/۲۳۴
بازده بازار	۰/۲۵۵	۰/۰۰۰	-۰/۰۲۷	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۰/۵۹۳	-۰/۰۰۱	۰/۱۶۰	-۰/۰۰۵	۰/۰۲۳
اهرم مالی	-۰/۲۴۵	۰/۰۰۰	-۰/۳۹۵	۰/۰۰۰	-۰/۰۱۳	۰/۰۰۶	۰/۰۰۰	۰/۲۱۳	۰/۰۰۱	۰/۸۹۱
عرض از مبدأ	۰/۰۴۹	۰/۰۱۲	۰/۵۶۱	۰/۰۰۰	۰/۰۵۷	۰/۰۰۲	۰/۰۶۱	۰/۰۰۰	۰/۱۸۹	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل‌شده	۰/۸۵		۰/۷۵		۰/۷۶		۰/۵۰		۰/۷۸	
سارگان و سطح معنی‌داری	۱۵/۸۸ (۰/۰۷)		۱۲/۲۱ (۰/۲۰)		۲/۷۴ (۰/۹۷)		۵/۷۴ (۰/۷۷)		۱۶/۷۱ (۰/۰۵۴)	
AR(1) و سطح معنی‌داری	۷/۴۸ (۰/۰۰)		-۵/۵۰ (۰/۰۰)		-۵/۶۲ (۰/۰۰)		-۵/۹۲ (۰,۰۰)		-۲/۵۶ (۰/۰۱)	
AR(2) و سطح معنی‌داری	۱/۰۵ (۰/۲۹)		-۰/۵۴ (۰/۵۹)		-۰/۴۱ (۰/۶۸)		-۰/۳۴ (۰/۷۳)		-۰/۷۲ (۰/۴۷)	

1. Sargan test

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

همان‌طور که گفته شد، از آزمون سارگان جهت اعتبار ابزارها استفاده می‌شود. فرضیه صفر برای این آزمون این است که ابزارها معتبر هستند. همان‌طور که در جدول شماره ۴ مشاهده می‌شود مقدار سطح معنی‌داری آزمون سارگان در هر پنج مدل بیشتر از سطح خطای ۰,۰۵ است، درنتیجه فرض صفر آزمون (معتبر بودن ابزارها) پذیرفته می‌شود و می‌توان گفت که متغیرهای ابزاری استفاده شده در این مدل مناسب هستند. همچنین نتایج دو آزمون همبستگی سریالی مرتبه اول و دوم (AR(1) , AR(2)) نشان می‌دهد در هر پنج مدل مقدار سطح معنی‌داری آماره آزمون همبستگی سریالی مرتبه دوم بیشتر از ۰,۰۵ است، درنتیجه فرض صفر پذیرفته می‌شود که نشان می‌دهد همبستگی سریالی مرتبه دوم در جملات خطا وجود ندارد.

نتایج فرضیه اول

با توجه به جدول شماره ۴ و مقدار سطح معنی‌داری برای متغیر بازده کل با یک وقفه که برابر ۰,۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۰,۰۵ است، نتیجه می‌شود متغیر بازده کل با یک وقفه معنی‌دار است که نشان‌دهنده پویایی بازده کل در طی زمان است.

نتایج در جدول (۴)، نشان می‌دهد که در آزمون فرضیه اول پژوهش، احساسات مبتنی بر بازار با سطح معناداری بالاتر از ۵ درصد (۰/۴۴۰) تأثیری بر بازده کل ندارد. احساسات مبتنی بر اخبار با ضریب منفی (۰/۰۱۰-) و سطح معناداری زیر ۵ درصد (۰/۰۰۰) تأثیر معنادار منفی بر بازده کل شرکت دارد؛ احساسات مبتنی بر رسانه نیز با ضریب مثبت (۰/۱۹۵) و سطح معناداری زیر ۵ درصد (۰/۰۰۰) تأثیر معنادار منفی بر بازده کل شرکت دارد. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، بازده بازار و اهرم مالی همگی با سطح معناداری زیر ۵ درصد بر بازده کل تأثیرگذار هستند. ضریب تعیین آزمون فرضیه پژوهش (۰/۸۵) است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل پژوهش توانسته‌اند ۸۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تحت پوشش قرار دهند.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

نتایج فرضیه دوم

با توجه به جدول شماره ۴ و مقدار سطح معنی‌داری برای متغیر بازده مقطعی شرکت با یک وقفه که برابر ۰,۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۰,۰۵ است، نتیجه می‌شود متغیر بازده مقطعی شرکت با یک وقفه معنی‌دار است که نشان‌دهنده پویایی بازده مقطعی شرکت در طی زمان است.

در آزمون فرضیه دوم پژوهش احساسات مبتنی بر بازار با سطح معناداری بالاتر از ۵ درصد (۰/۸۶۳) تأثیری بر بازده مقطعی ندارد؛ احساسات مبتنی بر اخبار با ضریب مثبت (۰/۰۲۴) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۴۳) تأثیر مستقیم بر بازده مقطعی دارد. احساسات مبتنی بر رسانه نیز با ضریب مثبت (۰/۳۸۴) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۷) تأثیر مستقیم بر بازده مقطعی دارد. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت، بازده بازار و اهرم مالی همگی با سطح معناداری زیر ۵ درصد بر بازده مقطعی تأثیرگذار هستند. ضریب تعیین آزمون فرضیه پژوهش (۰/۷۵) است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل پژوهش توانسته‌اند ۷۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تحت پوشش قرار دهند.

نتایج فرضیه سوم

با توجه به جدول شماره ۴ و مقدار سطح معنی‌داری برای متغیر جریان نقد آزاد با یک وقفه که برابر ۰,۰۲۲ و کمتر از سطح خطای ۰,۰۵ است، نتیجه می‌شود متغیر جریان نقد آزاد با یک وقفه معنی‌دار است که نشان‌دهنده پویایی جریان نقد آزاد در طی زمان است.

در آزمون فرضیه سوم پژوهش احساسات مبتنی بر بازار با سطح معناداری بالاتر از ۵ درصد (۰/۲۷۴) تأثیری بر جریان نقد آزاد ندارد؛ احساسات مبتنی بر اخبار با ضریب مثبت (۰/۰۱۷) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰) تأثیر مستقیم بر جریان نقد آزاد دارد. احساسات مبتنی بر رسانه نیز با ضریب مثبت (۰/۰۹۳) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۱) تأثیر مستقیم بر بازده جریان نقد آزاد دارد. متغیرهای کنترلی اندازه شرکت و اهرم مالی با سطح معناداری زیر ۵ درصد بر بازده جریان نقد آزاد تأثیرگذار هستند. ضریب تعیین آزمون فرضیه پژوهش (۰/۷۶)

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل پژوهش توانسته‌اند ۷۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تحت پوشش قرار دهند.

نتایج فرضیه چهارم

با توجه به جدول شماره ۴ و مقدار سطح معنی‌داری برای متغیر نرخ تنزیل با یک وقفه که برابر ۰,۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۰,۰۵ است، نتیجه می‌شود متغیر نرخ تنزیل با یک وقفه معنی‌دار است که نشان‌دهنده پویایی نرخ تنزیل در طی زمان است.

در آزمون فرضیه چهارم پژوهش احساسات مبتنی بر بازار با ضریب مثبت (۰/۰۰۱) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۴۸) تأثیر مستقیم بر نرخ تنزیل دارد. احساسات مبتنی بر اخبار با ضریب مثبت (۰/۱۵۲) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰) تأثیر مثبت بر نرخ تنزیل شرکت دارد. احساسات مبتنی بر رسانه نیز با سطح معناداری بالاتر از ۵ درصد (۰/۷۹۴) تأثیری بر نرخ تنزیل ندارد. متغیر کنترلی اندازه شرکت با سطح معناداری زیر ۵ درصد بر نرخ تنزیل شرکت تأثیرگذار است. ضریب تعیین آزمون فرضیه پژوهش (۰/۵۰) است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل پژوهش توانسته‌اند ۵۰ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تحت پوشش قرار دهند.

نتایج فرضیه پنجم

با توجه به جدول شماره ۴ و مقدار سطح معنی‌داری برای متغیر عملکرد با یک وقفه که برابر ۰,۰۰۰ و کمتر از سطح خطای ۰,۰۵ است، نتیجه می‌شود متغیر عملکرد با یک وقفه معنی‌دار است که نشان‌دهنده پویایی عملکرد در طی زمان است.

در آزمون فرضیه پنجم پژوهش احساسات مبتنی بر بازار با سطح معناداری بالای ۵ درصد (۰/۵۴۷) تأثیری بر عملکرد شرکت ندارد؛ احساسات مبتنی بر اخبار با ضریب منفی (۰/۰۲۱-) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۲۰) تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد. احساسات مبتنی بر رسانه نیز با سطح معناداری بالاتر از ۵ درصد (۰/۳۲۲) تأثیری بر عملکرد شرکت ندارد. متغیر

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

کنترلی اهرم مالی با سطح معناداری زیر ۵ درصد بر عملکرد شرکت تأثیرگذار است. ضریب تعیین آزمون فرضیه پژوهش (۰/۷۸) است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی در مدل پژوهش توانسته‌اند ۷۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را تحت پوشش قرار دهند.

۷. بحث و نتیجه‌گیری

فرضیه اول: احساس سرمایه‌گذاران بر بازده کل شرکت‌ها تهران تأثیرگذار است.

با توجه به نتایج آزمون می‌توان چنین استنباط نمود که احساسات مبتنی بر بازار تأثیری بر بازده کل ندارد. احساسات مبتنی بر اخبار و احساسات مبتنی بر رسانه تأثیر معنادار منفی بر بازده کل شرکت دارند. درواقع زمانی که سرمایه‌گذار احساسی عمل می‌کند می‌تواند واکنش شدید بازار را در پی داشته باشد و سرمایه‌گذار ناآگاه با خرید و فروش‌های ناآگاهانه بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد و این کار شاید به‌صورت مقطعی باعث افزایش بازده شرکت شود اما به‌طورکلی می‌تواند نوسانات شدید بازده و نهایتاً بازده منفی را در پی داشته باشد که نتایج کلی پژوهش این امر را نشان می‌دهد. این نتیجه با نتایج مطالعات آقابابائی و مدنی (۱۴۰۰) که نتایج پژوهش نشان‌دهنده این است که احساسات سرمایه‌گذاران به طور معناداری بر افزایش هم‌زمانی بازدهی سهام اثرگذار است، قربانی (۱۳۹۹) که یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که با افزایش نوسانات جریان وجوه نقد، بازده سهام شرکت‌ها کاهش می‌یابد و با افزایش احساسات سرمایه‌گذاران، بازده سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد، همخوانی دارد.

فرضیه دوم: احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده‌های مقطعی شرکت‌ها تأثیرگذار است.

با توجه به نتایج آزمون می‌توان چنین استنباط نمود که احساسات مبتنی بر بازار تأثیری بر بازده مقطعی ندارد؛ احساسات مبتنی بر اخبار و احساسات مبتنی بر رسانه تأثیر مستقیم بر بازده مقطعی دارد. درواقع زمانی که سرمایه‌گذار احساسی عمل می‌کند می‌تواند واکنش شدید بازار را در پی داشته باشد و درواقع همین امر که با هیجانات کاذب همراه است می‌تواند بازارگردان‌ها را ترغیب به نوسان‌گیری از بازار سرمایه نماید و نهایتاً بازده‌های کوتاه‌مدت مقطعی را با احساسات کاذب سرمایه‌گذار نصیب شرکت نماید. این نتیجه با نتایج مطالعات محمد (۲۰۲۲) که دریافت

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

احساسات سرمایه‌گذار مجموع جریان نقدینگی و بازده بازار در آینده را تحت تأثیر قرار می‌دهد. نی و همکاران (۲۰۱۵) که یافته‌های آن‌ها نشان می‌دهد که تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران از یک ماه تا ۲۴ ماه معناداراست. همچنین نتایج نشان داد که تأثیر احساسات برای سهام با بازده بالا در کوتاه‌مدت مثبت است، همخوانی دارد.

فرضیه سوم: احساس سرمایه‌گذاران بر جریان‌های نقدی آزاد شرکت‌ها تأثیرگذار است.

با توجه به نتایج آزمون می‌توان چنین استنباط نمود که احساسات مبتنی بر بازار تأثیری بر جریان نقد آزاد ندارد؛ احساسات مبتنی بر اخبار و احساسات مبتنی بر رسانه تأثیر مستقیم بر بازده جریان نقد آزاد دارد. درواقع زمانی که سرمایه‌گذار احساسی عمل می‌کند می‌تواند واکنش شدید بازار را در پی داشته باشد و زمانی که بازده‌های مقطعی کلان نصیب شرکت می‌شود باعث افزایش جریان نقد آزاد در شرکت خواهد شد. این نتیجه با نتایج مطالعات محمد (۲۰۲۲) که نشان داد احساسات سرمایه‌گذار مجموع جریان نقدینگی و بازده بازار در آینده را تحت تأثیر قرار می‌دهد. احساسات سرمایه‌گذار بر روی بازده بازار سهام در آینده به‌صورت مقطعی، جریان نقدینگی آزاد، عملکرد شرکت و نرخ تنزیل تأثیر دارد، اکبری و همکاران (۱۳۹۶) که نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی رابطه معناداری وجود ندارد، همخوانی دارد. فرضیه چهارم: احساس سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی نرخ تنزیل شرکت‌ها تأثیرگذار است.

با توجه به نتایج آزمون می‌توان چنین استنباط نمود که احساسات مبتنی بر بازار تأثیر مستقیم بر نرخ تنزیل دارد. احساسات مبتنی بر اخبار تأثیر مثبت بر نرخ تنزیل شرکت دارد. احساسات مبتنی بر رسانه تأثیری بر نرخ تنزیل ندارد. درواقع زمانی که سرمایه‌گذار احساسی عمل می‌کند می‌تواند واکنش شدید بازار را در پی داشته باشد و باعث تغییر نرخ تنزیل در شرکت خواهد شد. این نتیجه با نتایج مطالعات محمد (۲۰۲۲) که دریافت احساسات سرمایه‌گذار مجموع جریان نقدینگی و بازده بازار در آینده را تحت تأثیر قرار می‌دهد. متشابهاً احساسات سرمایه‌گذار بر روی بازده بازار

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

سهام در آینده به‌صورت مقطعی، جریان نقدینگی آزاد، عملکرد شرکت و نرخ تنزیل در زمینه پاکستان تأثیر دارد، همخوانی دارد.

فرضیه پنجم: احساس سرمایه‌گذاران بر عملکرد شرکت‌ها تأثیرگذار است.

با توجه به نتایج آزمون می‌توان چنین استنباط نمود که احساسات مبتنی بر بازار و احساسات مبتنی بر رسانه تأثیری بر عملکرد شرکت ندارند؛ احساسات مبتنی بر اخبار تأثیر منفی بر عملکرد شرکت دارد. این نتیجه با نتایج لک (۱۳۹۸) که نشان داد، بین احساسات سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای شرکت‌هایی که از قیمت کمتری برخوردار هستند، رابطه مثبت وجود دارد، شیانگ (۲۰۲۲) که نشان داد که شرکت‌هایی که زمان انتشار سهام در طول دوره‌های خوش‌بینی را تجربه می‌کنند، رابطه مثبتی را با عملکرد شرکت مخارج تحقیق و توسعه دارد، همخوانی دارد.

با توجه به نتیجه فرضیه اول پیشنهاد می‌شود، از آنجا که سرمایه‌گذاران کاملاً عقلایی عمل نمی‌کنند، به منظور جلوگیری از سوءاستفاده برخی ذی‌نفعان از تورش‌های رفتاری و عدم آگاهی سرمایه‌گذاران، جلوگیری از زیان دیدن سرمایه‌گذاران واقعی به علت فعالیت بورس بازان و جلوگیری از زیان رساندن سرمایه‌گذاران به خودشان، باید تدابیری توسط برنامه‌ریزان بازار سرمایه اتخاذ شود که به طور سیستماتیک مانع از وقوع مسائل ذکرشده گردد.

با توجه به نتیجه فرضیه دوم، پیشنهاد می‌شود آزادی عمل سرمایه‌گذارانی است که ممکن است مورد سوءاستفاده قرار گیرند محدود شود و همچنین محدود کردن آزادی عمل گروه‌هایی که امکان این سوءاستفاده را دارند یا گروه‌هایی که ممکن است به سرمایه‌گذاران واقعی زیان برسانند.

با توجه به نتیجه فرضیه سوم، پیشنهاد می‌شود، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و همچنین تحلیل‌گران مالی در این بازار پیشنهاد می‌شود که در ارزیابی شرکت‌ها، به این موضوع توجه داشته و احساس سرمایه‌گذاران را به‌عنوان ابزاری برای تعین جریان‌های نقدی آزاد نظر بگیرند.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

با توجه به نتیجه فرضیه چهارم، پیشنهاد می‌شود، در فرآیندهای تصمیم‌گیری پیرامون سرمایه‌گذاری خود به ابعاد مختلف اطلاعات حسابداری از جمله نرخ تنزیل توجه ویژه‌ای داشته باشند.

با توجه به نتیجه فرضیه پنجم، پیشنهاد می‌شود، به گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، به‌عنوان یک عامل مهم تغییر در عملکرد شرکت‌های سهام و پویایی بازار توجه بیشتری شود. همچنین تحلیلگران و سرمایه‌گذاران باید اثرات تورم به‌عنوان یک عامل منفی کلان اقتصادی و تولید ناخالص داخلی به‌عنوان یک عامل مثبت کلان اقتصادی را در رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و عملکرد مد نظر قرار دهند.

منابع

ابراهیمی سروعلیاء، فاطمه (۱۳۹۸). بررسی ارتباط میان احساسات و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران با بازده‌های سهام، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم مالی، دانشگاه خوارزمی.

اکبری، محسن، فتحی، سعید، فرخنده، مهسا، ایاغ، زهرا. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و حساسیت سرمایه‌گذاری به جریان نقدی، *فصلنامه چشم‌انداز مدیریت مالی*،۷(۴)،۵۶-۷۶.

آقابابائی، محمدابراهیم، مدنی، سعید (۱۴۰۰). بررسی احساسات سرمایه‌گذاران و هم‌زمانی بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه علمی چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۱۱(۳۴)، ۹۵-۱۱۵.

توحیدی، محمد (۱۳۹۹). استخراج شاخص ترکیبی گرایش احساسی در بورس اوراق بهادار تهران، *نشریه مدیریت دارایی و تأمین مالی*، ۸(۲۹)،۳۴-۶۵.

حبیبی، طیبه (۱۳۹۷). بررسی رابطه هیجانات سرمایه‌گذاران و نوسانات جریان نقدی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران شرق - قیام دشت.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

دادگر، یداله، درگاهی، حسن، قلی زاده، سعید. (۱۴۰۲). نقش احساسات سرمایه‌گذاران و رفتار دولت بر نوسانات بازار بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد اقتصاد رفتاری .*فصلنامه علمی نظریه‌های کاربردی اقتصاد* doi: 10.22034/ecoj.2023.53000.3091 .

زارع بهنمیری، محمد جواد، نظری شمس آبادی، احمد، بیکی، نیلوفر. (۱۴۰۱). مسئولیت‌پذیری اجتماعی و احساسات سرمایه‌گذاران با رویکرد معادلات هم‌زمان. *حسابداری و منافع اجتماعی*. ۱۲(۱)، ۶۱-۸۰.

زارعی، علی و رؤیا دارابی (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، ۳۷(۳)،۴۵-۸۷.

قربانی، میثم (۱۳۹۹). تأثیر نوسانات جریان وجوه نقد و احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، *دانشکده علوم مالی*، دانشگاه خوارزمی.

لک، مهرداد (۱۳۹۸). بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و عملکرد مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌ها، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، *موسسه آموزش عالی پرندک، گروه حسابداری*.

هنرمند قالیباف، محمد (۱۳۹۳). بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر بازده و نوسان‌پذیری بازده بورس اوراق بهادار تهران (با تأکید بر معمای شرکت‌های سرمایه‌گذاری)، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.

یزدانی اوریمی، فرشید (۱۳۹۶). تأثیر احساسات سرمایه‌گذار و نوسانات وجوه نقد بر بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی سارویه.

Baker, M & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *The journal of economic perspectives*, 21. (2), 129-152

Ben Aissia, D, (2016), "Home and Foreign Investor Sentiment and The Stock Returns", *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 59, (4), 71-77

Dalika, N & Seetharam, Y, (2015), "Sentiment and Returns: An Analysis of Investor Sentiment in the South African Market", *Investment Management and Financial Innovations*, 12(1), 261-267.

lepori, G. M. (2015). Investor mood and demand for stocks: Evidence frompopular TV series finales. *Journal of Economic Psychology*, 48, (5). 33-87

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

Li, H.; Chen, P. (2020). Board gender diversity and firm performance: The moderating role of firm size. Bus. *Ethic- A Eur. Rev*., 27, (6) 294–308.

Liang, L. (2016). Sensitivity to investor sentiment and stock performance of open market share repurchases, *Journal of Banking & Finance* 71 (2016) 75–94.

Lin, M. (2010). The effects of investor sentiment on returns and idiosyncratic risk in the Japanese Stock Market. *International Research Journal of Finance and Economics*, 60, 29-43.

Koutmos, D. Investor sentiment and bitcoin prices. (2023). *Rev Quant Finan Acc*. https://doi.org/10.1007/s11156-022-01086-4

Muhammad, A(2022).The impact of investor sentiment on returns, cash flows, discount rates, and performance. *Borsa _Istanbul Review*, 54, (7). 26–27

Ni, Z-X; Wang, Da-Z & Xue. W-J, (2015), "Investor Sentiment and Its Nonlinear Effect on Stock Returns—New Evidence from The Chinese Stock Market based on Panel Quantile Regression Model", *Economic Modelling* 50, (7). 266–274

Pei-En, L. (2019). The empirical study of investor sentiment on stock return prediction. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 9 (2), 119-124.

Xie, D., Cui, Y. and Liu, Y. (2023), "How does investor sentiment impact stock volatility? New evidence from Shanghai A-shares market", *China Finance Review International*, 13(1), 102-120.

Wang, Su-sheng,Hu Ming-zhu, Li Zi,long، (2021).International investor sentiment and stoc returns: Evidence from China, *Journal Investment Analysts*.4(3),60-76

Zhu, B, Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China, *Pacific-Basin Finance Journal* 38 (2016) 125–134.

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43] [Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

فصلنامه سیاست‌های مالی و اقتصادی

[Downloaded from qjfep.ir on 2026-01-31]

[DOI: 10.61186/qjfep.11.41.43]