



حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به احساسات سرمایه‌گذاران با وجود کیفیت افشای اطلاعات مالی و فساد

جواد مقدم^۱
امید فرجی*^۲
علیرضا حیدرزاده هنزائی^۳
ملک تاج ملکی اسکویی^۴

چکیده

بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان یکی از نسبت‌های سودآوری میزان موفقیت شرکت را در تحصیل بازده سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد که از رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، تأثیر می‌پذیرد. با این حال میزان حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به احساسات سرمایه‌گذاران با توجه به شفافیت محیط اطلاعاتی همچون کیفیت افشای اطلاعات و فساد قابل تغییر است. لذا، با توجه به نبود تحقیقاتی در این رابطه، پژوهش حاضر به بررسی حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به احساسات سرمایه‌گذاران با وجود کیفیت افشای اطلاعات مالی و فساد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. در همین راستا نمونه‌ای مشتمل بر ۱۳۰ شرکت بورسی، طی دوره زمانی ۱۳۹۱-۱۴۰۰ انتخاب و آزمون شده‌است. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد، احساسات سرمایه‌گذاران بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر منفی و معنادار دارد. همچنین احساسات خوشبین منجر به کاهش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود در حالی که احساسات بدبینانه تأثیر معناداری ندارد. به علاوه، افشای گزارشگری مالی نقش تعدیلگر در رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و حساسیت بازده حقوق صاحبان دارد و افشای اطلاعات با کیفیت بر کاهش تأثیر احساسات بدبینانه بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر معنادار دارد اما در حساسیت به احساسات خوشبینانه تأثیری ندارد. در نهایت، فساد نقش تعدیلگر در رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و حساسیت بازده حقوق صاحبان ندارد تنها منجر به تضعیف تأثیر منفی احساسات خوشبینانه بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام شده است.

کلمات کلیدی: احساسات سرمایه‌گذاران، حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام، کیفیت افشای اطلاعات مالی و فساد.

^۱ دانشجوی دکتری تخصصی، گروه حسابداری، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران Javad_moghaddam2002@yahoo.com

^۲ دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده‌گان فارابی دانشگاه تهران، دانشگاه تهران، تهران، ایران (نویسنده مسئول) omid_faraji@ut.ac.ir

^۳ استادیار، گروه مدیریت مالی، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران a_heidarzadeh@iau-tmb.ac.ir

^۴ استادیار، گروه حسابداری، واحد تهران شمال، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران m_oskouei@iau-tmb.ac.ir

مقدمه

هدف هر شرکت، ایجاد حداکثر بازده برای سهامداران است. بازده حقوق صاحبان سهام مهمترین معیار سنجش میزان موفقیت شرکت‌ها در دستیابی به هدف مذکور می‌باشد. بازده حقوق صاحبان سهام با نسبت سود به ارزش حقوق صاحبان سهام به شرایط بازار سرمایه حساسیت بالایی دارد. رحمان و همکاران^۱ (۲۰۲۱) بیان می‌نمایند، عدم تقارن اطلاعاتی و بازار ناقص با ایجاد شکافت قیمت سهام از ارزش بنیادی بر تصمیمات سرمایه‌گذاران تاثیر می‌گذارد و این موضوع منجر به ایجاد حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود. مطابق با نظر، بشیری‌منش و شهنازی (۱۴۰۱)، رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذار بطور قابل توجهی، نتایج بازار را تحریف و تغییر می‌دهد و در نتیجه قیمت سهام را تحت تاثیر قرار می‌دهد که این می‌تواند منجر به کاهش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام شود.

شواهد نشان می‌دهد که سوگیری‌های رفتاری، سرمایه‌گذاران را به سمت ایجاد احساسات سوق می‌دهد و این احساسات در تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها منعکس می‌شود و در عملکرد شرکت‌ها نمود پیدا می‌کند (موگوتو و همکاران،^۲ ۲۰۲۲). معامله‌گران منطقی به ارزش بنیادی کمک می‌کنند. در حالی که معامله‌گران احساسی باعث ایجاد صرف ریسک می‌شوند و با اعمال محدودیت بر فرآیند آربیتراژ، منجر به انحراف بازده حقوق صاحبان سهام از ارزش بنیادی خود می‌شوند. طبق نظر براون و کلیف^۳ (۲۰۰۴)، ارزش سهام تحت تأثیر باور سرمایه‌گذار قرار می‌گیرد و در نتیجه منجر به انتظارات مغرضانه مانند خوش‌بینی و بدبینی می‌شود که این امر می‌تواند حساسیت بازده حقوق سهام را تحت تاثیر قرار دهد.

با این حال، شفافیت محیط اطلاعاتی همچون کیفیت گزارشگری مالی (ضیایی و همکاران^۴، ۲۰۱۹؛ ساهام^۵، ۲۰۲۱) و مسئله فساد (کاراداس و همکاران^۶، ۲۰۱۹؛

لاکاشمی و همکاران^۷، ۲۰۲۱)، می‌تواند به عنوان مکانیزم حمایت از سرمایه‌گذاران منجر به کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شود. با وجود محیط اطلاعاتی شفاف، توان دسترسی گسترده به اطلاعات مربوط و قابل اتکا در مورد عملکرد مالی وضعیت مالی شرکت‌های سرمایه‌گذاری و خطرپذیری شرکت‌ها در اقتصاد بیشتر می‌شود (هوشی و همکاران^۸، ۲۰۰۴). لذا باورهای سرمایه‌گذاران، با ایجاد اطمینان، تعدیل و منطقی می‌شود. پس شفافیت محیط اطلاعاتی می‌تواند با کاهش نقش احساسات منجر به رفتار منطقی‌تر سرمایه‌گذاران شود (رحمان و همکاران، ۲۰۲۱). در سال‌های اخیر سرمایه‌گذاران زیادی وارد بازار بورس در ایران شدند (فروغی و حیدری، ۱۴۰۱). عدم آگاهی دقیق آنان از اطلاعات منجر به رفتار غیرمنطقی آنان در بازار سهام شده است. در راستای اهمیت رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران، آقابابایی و مدنی (۱۴۰۰) پیشنهاد می‌کنند، علاوه بر ابزارهای رایج تحلیلی، احساسات سرمایه‌گذاران نیز بیشتر بررسی گردد. لذا، مطالعات اغلب اثبات می‌نمایند رفتارهای سرمایه‌گذاری، بر قیمت دارایی‌ها تأثیر می‌گذارد. با این حال، مطالعه حاضر تاثیرپذیری حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام از احساسات سرمایه‌گذاران را بررسی نماید که تاکنون در مطالعات گذشته به آن توجه نشده است. به علاوه، طی سال‌های گذشته، شاخص بازار سرمایه دارای نوسانات زیادی بوده است که باعث گردیده اعتماد مردم به این بازار تولیدی کمرنگ گردد و هجوم به سمت بازارهای ارز و طلا بیشتر گردد. از طرفی مسئله فساد نیز بیشتر مورد توجه همگان قرار گرفته است. لذا، از آنجائی که کمیت و کیفیت اطلاعات حسابداری برای بهبود اعتماد و جلوگیری از فساد بسیار مهم است و همچنین استانداردهای گزارشگری مالی چارچوبی برای افشاء اطلاعات اجباری فراهم می‌کند، می‌توان از این چارچوب‌ها برای کاهش احساسات سرمایه‌گذاران استفاده

^۳ Saham^۶ Karadas et al.^۷ Lakshmi et al.^۸ Hoshi et al^۱ Rehman et al^۲ Muguto et al^۳ Brown and Cliff^۴ Ziaei et al.

نمود. لذا ضرورت دارد تا نقش محیط اطلاعاتی همچون شفافیت گزارشگری مالی و فساد نیز در حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به احساسات سرمایه‌گذاران نیز مورد توجه قرار گیرد.

به علاوه مطالعه حاضر حساسیت بازده به احساسات سرمایه‌گذاران را با انجام رگرسیون چندکی، در سطوح مختلف مورد بررسی قرار می‌دهد تا از این طریق فعالان بازار سرمایه و همچنین قانون‌گذاران بازار سرمایه بتوانند با تشخیص سطح میزان حساسیت سرمایه‌گذاری به رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، تصمیمات سنجیده‌تری در این خصوص اتخاذ نمایند. همچنین، نقش افشای گزارشگری مالی و فساد کلان، در سطوح مختلف حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام، مورد بررسی قرار گرفت تا فعالان بالاتری پیش‌بینی نمایند. بنابراین در ادامه، ابتدا مبانی نظری و پیشینه پژوهش ارائه و فرضیه‌ها تدوین شده‌اند. سپس، روش پژوهش شامل نمونه پژوهش و مدل‌های پژوهش تدوین شده است. همچنین یافته‌های پژوهش شامل آمار توصیفی و برازش مدل‌های پژوهش گزارش شده است. بخش نهایی نیز به نتیجه‌گیری اختصاص یافته است.

مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بر مبنای استدلال کلاسیک، معامله‌گران منطقی، هرگونه قیمت‌گذاری نادرست را که سعی می‌کند از فرصت‌های سود استفاده کند حذف می‌کنند. با این حال، اگر آن‌ها نتوانند از چنین فرصت‌هایی به دلیل محدودیت آربیتراژ، به‌طور کامل استفاده کنند، تأثیرات احساسی بیشتر محتمل می‌شود (هان و شی،^۱ ۲۰۲۲). روپاند و همکاران^۲ (۲۰۱۹) احساسات سرمایه‌گذاران را ملغمه‌ای از سوگیری‌های رفتاری توصیف کردند که بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد. احساسات

سرمایه‌گذار به عنوان اعتقاد درباره جریان‌های نقدی آتی و ریسک‌های سرمایه‌گذاری که با واقعیت‌های موجود توجیه نمی‌شود، در نظر گرفته می‌شود (بیکر و ورگلر،^۳ ۲۰۰۶). بنابراین، افزایش و کاهش قیمت‌ها بدون وجود اطلاعات بنیادی به ترتیب نشان دهنده احساسات خوشبینانه و بدبینانه است. بنابراین، وجود سرمایه‌گذاران احساسات محور که به‌طور هماهنگ معامله می‌کنند، می‌تواند باعث انحراف در قیمت‌گذاری حقوق صاحبان سهام از مبانی آن‌ها شود (دی‌لانگ و همکاران،^۴ ۱۹۹۰). به علاوه، دوره‌های احساسات بالا، اغلب با نوسانات بالا و کشف قیمت نادرست بالا همراه است (لین و همکاران،^۵ ۲۰۱۸). این دوره‌ها معامله‌گر اخلاک‌گر بیش از حد خوشبین را جذب می‌کند که ریسک را به دلیل چشم‌انداز مثبت و اتکای بیش از حد به داده‌های غیراساسی، کمتر ارزیابی می‌کنند. همه اینها منجر به قیمت‌گذاری بیش از حد دارایی‌های مالی و در بدترین سناریوها، ایجاد حباب‌های قیمت‌گذاری می‌شود (چیانگ و همکاران،^۶ ۲۰۱۱؛ شن و همکاران،^۷ ۲۰۱۷). وجود احساسات و ترکیب حباب‌های قیمت‌گذاری، نوسانات را در بازارها افزایش می‌دهد و حتی محدودیت‌های اساسی برای آربیتراژ وجود دارد که توانایی آربیتراژهای منطقی را برای کنار زدن معامله‌گران احساساتی از بین می‌برد. بنابراین، اثرات احساسات می‌تواند برای مدت طولانی باقی بماند. با این حال، در دوره‌های احساسات پایین که با چشم‌انداز منفی مشخص می‌شوند، احتمال حضور آن‌ها به دلیل عدم تمایل آنها به گرفتن موقعیت‌های کوتاه، پایین است (اویغور و تاش،^۸ ۲۰۱۴). بنابراین، تنها معامله‌گران عمدتاً منطقی و ریسک‌گریز در بازارها باقی می‌مانند. مطالعات گزارش می‌دهند احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند سطح قیمت‌دارایی‌های مختلف را تحت تأثیر قرار دهد (رنولت،^۹ ۲۰۱۷؛ آپرگیس و

⁵ Lin et al

⁶ Chiang et al

⁷ Shen et al

⁸ Uygun & Taş

⁹ Renault

¹ Han & Shi

² Rupande et al

³ Baker & Wurgler

⁴ De Long et al

شفافیت محیط اطلاعاتی همچون کیفیت گزارشگری مالی و مسئله فساد، نیز می‌تواند در این ارتباط نقش داشته باشد. شفافیت گزارشگری مالی، حدودی است که گزارش‌های مالی، امور اساسی اقتصادی یک واحد تجاری را به گونه‌ای که به آسانی برای استفاده‌کنندگان از آن گزارش‌ها قابل فهم است، آشکار می‌کند (بارث و شیپر، ۲۰۰۸). شفافیت، استفاده‌کنندگان را قادر می‌سازد تا نتایج و کاربردهای تصمیم‌ها، قضاوت‌ها و برآوردهای تهیه‌کنندگان صورت‌های مالی را مشاهده و درک کنند. در واقع، اگر گزارشگری مالی با کیفیت افشا نشود، سرمایه‌گذاران نمی‌توانند به راحتی تشخیص دهند که آیا اختلافات بین شرکت و سایر شرکت‌های مشابه به دلیل زیرساخت‌های اقتصادی است یا به دلیل اطلاعات نادرست.

در این راستا، اسپرنگر و لازاروا^{۱۱} (۲۰۲۱) بیان می‌نمایند افزایش کیفیت اطلاعات، قیمت سهام را بهبود می‌بخشد، عدم اطمینان در مورد ارزش ذاتی اوراق بهادار را کاهش می‌دهد و تجارت آگاهانه اوراق بهادار را تشویق می‌کند. کیفیت اطلاعات گسترده می‌تواند سفارشات خرید و حجم بالای گردش اوراق بهادار را در زمان‌های نامشخص افزایش دهد (لئوز و ورکیا،^{۱۲} ۲۰۰۰). فیث و همکاران^{۱۳} (۲۰۱۵) نقش محیط اطلاعاتی با کیفیت را در کاهش اثرات احساسات سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام اثبات نمودند. بنابراین، کیفیت افشای اطلاعات شرکت، عدم‌تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد و با آگاه کردن سرمایه‌گذاران از رفتار غیرمنطقی آنان جلوگیری نمایند. در همین راستا، علی و گورون^{۱۴} (۲۰۰۹) دریافتند که در دوره‌های هیجانی بالا، سرمایه‌گذاران توجه کمتری به درک اقلام تعهدی و اجزای جریان نقدی سود دارند. بیر و همکاران^{۱۵} (۲۰۱۸) نیز مطرح نمودند که احساسات

رحمان،^۱ ۲۰۱۸). قادن و آهارون^۲ (۲۰۱۹) نشان دادند که سرمایه‌گذاران در زمان‌هایی که با احساسات بیش از حد خوش‌بینانه همراه است، ارزش سهام کوچک را بیش از حد ارزیابی می‌کنند. سایم و رحمان^۳ (۲۰۱۵) استدلال کردند که خوش‌بینی انتظارات مثبت ایجاد می‌کند و عدم اطمینان و نوسانات بازده بازار سهام را کاهش می‌دهد. نایک و پادی^۴ (۲۰۱۶) مطرح نمودند احساسات مثبت و منفی تأثیرات نامتقارن بر نوسانات بازده دارد. وانگ و همکاران^۵ (۲۰۲۲) تأیید کردند که در موقعیت‌های صعودی، تغییرات خوش‌بینانه در احساسات سرمایه‌گذاران بازده سهام را افزایش می‌دهد، در حالی که در موقعیت‌های نزولی، تغییرات خوش‌بینانه بازده سهام را کاهش می‌دهد. برعکس در مورد تغییرات بدبینانه صادق بود. رویاند و همکاران^۶ (۲۰۱۹) ارتباط منفی بین احساسات سرمایه‌گذار و نوسانات بازده سهام در آفریقای جنوبی گزارش کردند. ریس و پینیو^۷ (۲۰۲۰) بین شاخص احساسات جهانی خود و نوسانات بازار در بازارهای اروپا و آمریکا ارتباط منفی پیدا کردند. این در حالی است که، جیانگ و جین^۸ (۲۰۲۱) دریافتند که احساسات به طور مثبت بر نوسانات بازده سهام در چین، هم از نظر زمانی و هم از نظر مکانی، تأثیر می‌گذارد. گائو و همکاران^۹ (۲۰۲۲) دریافتند که احساسات تأثیر مثبت بر نوسانات بازده تحقق یافته دارد. هان و همکاران^{۱۰} (۲۰۲۲) دریافتند که تغییرات در تداوم احساسات بر ناهنجاری‌های سهام تأثیر می‌گذارد، و نشان می‌دهد که حضور و تأثیر سرمایه‌گذاران احساسات محور به طور قابل توجهی نسبت به زمان متغیر است. لذا فرضیه اول به شرح زیر تدوین می‌شود.

فرضیه اول: احساسات سرمایه‌گذاران بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر دارد.

⁹ Gao et al

¹⁰ Han et al

¹¹ Sprenger, C., & Lazareva

¹² Leuz and Verrecchia

¹³ Firth et al.

¹⁴ Ali, A., & Gurnu

¹⁵ Beer et al

¹ Apergis and Rehman

² Qadan, M., & Aharon

³ Sayim, M., & Rahman

⁴ Naik, P. K., & Padhi

⁵ Wang et al

⁶ Rupande et al

⁷ Reis, P., & Pinho

⁸ Jiang, S., & Jin

اطمینان به عملکرد و حکمرانی خود را از بین می‌برند و ریسک را بیشتر می‌کند (بوردینا و شویرکوف،^۴ ۲۰۱۰). در مقابل، کاهش فساد به توسعه بخش مالی منجر می‌شود (کوری و اشنایدر،^۵ ۲۰۱۸). فساد همچنین می‌تواند مانعی برای شرکت‌کنندگان شایسته در بخش سرمایه‌گذاری شود و شهرت، فرهنگ، نوآوری و منابع حیاتی را از بین ببرد (وو و همکاران، ۲۰۱۸). لذا، فساد می‌تواند همچون شن و ماسه در چرخ‌های فعالیت اقتصادی عمل کند (کاراداس و همکاران،^۶ ۲۰۱۹).

مطابق با نظر لاکشیمی و همکاران (۲۰۲۱) فساد سیگنال‌های تحریف‌شده‌ای را ایجاد می‌کند که به دلیل اطلاعات ناقص و پنهان و ناهمگونی منافع، می‌تواند به بازارهای سهام منتقل شود و بر بازده و سرمایه‌گذاری و حتی ارزش شرکت‌ها تأثیر بگذارد. یکی از دلایل بالقوه تأثیر فساد بر ارزش سهام، مربوط به حاکمیت شرکتی است. با افزایش فساد، نظارت ضعیف شده و حاکمیت شرکتی ممکن است بدتر شود. این منجر به ریسک بالاتر و کاهش ارزش سهام برای سهام می‌شود. در همین راستا، نگ و کیان^۷ (۲۰۰۴) نشان دادند، اگر رشوه‌خواری احتمال گرفتار شدن خودی را کاهش دهد، یک خودی انگیزه بیشتری برای سلب مالکیت یک فرد خارجی دارد. در نتیجه، فساد تأثیر قابل توجهی بر ایجاد حاکمیت شرکتی نامطلوب و بر ارزش‌گذاری نادرست شرکت دارد. بنابراین، کیفیت نامطلوب حاکمیت شرکتی در کشورهای فاسدتر منجر به ارزش‌گذاری پایین‌تر سهام شرکت‌ها می‌شود. به علاوه، فساد ممکن است از طریق تأثیرگذاری بر رفتار سرمایه‌گذاران، بر قیمت سهام تأثیر بگذارد. ژلوس و وی^۸ (۲۰۰۶) نشان می‌دهند که شفافیت پایین کشور با سرمایه‌گذاری کمتر از سوی سرمایه‌گذاران مرتبط است به طوری که در طول بحران‌های مالی، صندوق‌های بین‌المللی از کشورهای غیرشفاف فرار

سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی در کشورهای اروپایی تأثیر می‌گذارد، در مورد سهامی که ارزش‌گذاری آنها بسیار ذهنی است و داوری آنها دشوار است و این امر، در کشورهای با حقوق سهامداران خارجی ضعیف‌تر، اجرای قانونی پایین‌تر، توسعه بازار سهام پایین‌تر، بیشتر مشخص می‌شود. همچنین، استفاده از حسابداری تعهدی و در کشورهای که رفتار گله مانند و رفتار واکنش بیش از حد، این تأثیر را قوی می‌نماید. بنابراین می‌توان انتظار داشت کیفیت اطلاعات منجر به تصمیمات منطقی سرمایه‌گذاران شود. در این راستا، حاجیان نژاد و همکاران (۱۴۰۱) نشان داد، در شرکت‌های با احساسات بالا، حساسیت بازده نسبت به اخبار خوب سود بیشتر بوده است. همچنین، هو و همکاران^۱ (۲۰۲۳) بیان نمود، ایجاد شفافیت کامل در سیستم افشای اطلاعات، کارایی بازار را بهبود می‌دهد. تروننگ و همکاران^۲ (۲۰۲۲) نیز دریافتند، شفافیت اطلاعات و افشا منجر به بهبود ارزش شرکت‌ها می‌شود. رحمان و همکاران (۲۰۲۱) بیان می‌نماید در یک محیط با شفافیت اطلاعاتی و گزارشگری مالی شفاف، نقش احساسات سرمایه‌گذاران کم‌رنگ‌تر می‌شود و باعث می‌شود سرمایه‌گذاران به صورت منطقی‌تر اقدام به سرمایه‌گذاری نمایند. از این رو فرضیه دوم به شرح زیر تدوین می‌شود.

فرضیه دوم: کیفیت افشای گزارشگری مالی نقش تعدیلگر در رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و حساسیت بازده حقوق صاحبان دارد.

مسئله فساد نیز می‌تواند به عنوان یکی از مسایل کلان در راستای شفافیت گزارشگری مالی مطرح شود. فساد، سوءاستفاده افراد از منافع عمومی برای کسب منافع شخصی، تعریف می‌شود (سونسون،^۳ ۲۰۰۵). کشورهای دارای رسوایی‌های فساد مکرر، اعتماد و

³ Cooray, A., Schneider

⁶ Karadas et al

⁷ Ng and Qian

⁸ Gelos and Wei

¹ Ho et al

² Truong et al

³ Svensson

⁴ Borodina, S.D., Shvyrykov

می‌کنند. از طرفی با توجه به ارتباط میان پنهان‌کاری و فساد، به نظر می‌رسد که کشورهای فاسد سرمایه‌گذاری کمتری از سرمایه‌گذاران خارجی دریافت خواهند کرد. در مجموع، فساد در هر کشوری که حکم فرما شود مانع اصلی جهت توسعه اقتصادی و سیاسی آن کشور خواهد شد. در واقع فساد موجب تضعیف توسعه اقتصادی، ثبات سیاسی و انگیزه‌های سرمایه‌گذاران و افزایش بی‌اعتمادی می‌شود (روستین و واریچ،^۱ ۲۰۱۷). بداوی و القضا^۲ (۲۰۱۹) بیان می‌نمایند سیاست‌های ضد فساد که در سنگاپور انجام شد، منجر به رشد دارایی‌ها و رشد سود خالص و در نهایت عملکرد بهتر شرکت شد. لین و همکاران^۳ (۲۰۲۳) دریافتند که بازارهای چین زمانی که اصلاحات ضد فساد را اعلام شد، ۳٫۸۶ درصد افزایش یافت. اسلام و همکاران^۴ (۲۰۲۳) نیز نشان دادند، کنترل فساد کشوری با توسعه بازارهای سرمایه همراه است. پس، فساد با ایجاد شرایط ریسک و عدم اطمینان منجر به ایجاد احساسات بیشتر در بین سرمایه‌گذاران می‌شود که در نهایت حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام را تشدید می‌نماید. لذا فرضیه سوم به شرح زیر تدوین می‌شود.

فرضیه سوم: فساد نقش تعدیلگر در رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و حساسیت بازده حقوق صاحبان دارد.

روش پژوهش

این تحقیق از نظر هدف، یک پژوهش کاربردی، از نظر زمانی پس‌رویدادی و از نظر ماهیت، توصیفی از نوع همبستگی است که خواص و ویژگی‌های متغیرها و رابطه بین متغیرها را از طریق تحلیل رگرسیون بررسی می‌کند. گام بعدی پس از جمع‌آوری داده‌ها از نمونه‌های جامعه آماری، تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمایش فرضیه‌ها استفاده می‌شود. با توجه به حجم زیاد داده‌ها و نیاز به پردازش آنها، از نرم‌افزار اکسل و استاتا برای برآورد آمار

توصیفی و پارامترهای مدل و تحلیل و استنباط آماری استفاده می‌شود. مدل پژوهش از طریق داده‌های پنل با کنترل اثرات صنعت به روش حداقل مربعات معمولی با خطای استاندارد مقاوم برآورد شده است. داده‌ها از صورت‌های مالی شرکت‌ها به صورت دستی جمع‌آوری شده است.

جامعه آماری پژوهش شامل کلیه شرکت‌های حاضر در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۹۱-۱۴۰۰ است که پس از اعمال محدودیت‌های زیر، ۱۳۰ شرکت بورسی از مجموع شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران باقی ماند که برای جامعه در دسترس مطالعه شدند.

۱- شرکت طی دوره موردبررسی تغییر سال مالی نداده باشند. ۲- شرکت‌هایی که در تمام سال‌های پژوهش جزء شرکت‌های بورسی باشند. ۳- شرکت‌های تحت بررسی جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، واسطه‌گری مالی و بیمه باشند. ۴- اطلاعات و داده‌های آن‌ها در دسترس و قابل استفاده نباشد.

مدل‌های پژوهش

برای آزمون فرضیات پژوهش از مدل‌های زیر استفاده می‌گردد که براساس پژوهش رحمان و همکاران (۲۰۲۱) و سایر مطالعات مرتبط با موضوع پژوهش تدوین شده است:

مدل (۱):

$$\begin{aligned} \Delta ROE_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CS_{i,t} + \beta_2 AudOpinion_{i,t} \\ & + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} \\ & + \beta_5 Growth_{i,t} + \beta_6 Liq_{i,t} \\ & + \beta_7 MB_{i,t} + \beta_8 ATO_{i,t} \\ & + \beta_9 Conown_{i,t} \\ & + \beta_{10} Pvtown_{i,t} + \beta_{11} Inst_{i,t} \\ & + \beta_{12} AudType_{i,t} \\ & + \beta_k Industry_{i,t} + \beta_m Year_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

در مدل ۱، در صورتی که ضریب β_1 معنادار باشد آنگاه فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود.

مدل (۲):

^۱ Islam et al

^۱ Rothstein & Varraich

^۲ Badawi, A., & AlQudah

^۳ Lin et al

"نوسانات گذشته" برای هر دوره محاسبه می‌شود. سپس نرخ بازده ماهانه و نوسانات گذشته برای محاسبه همبستگی رتبه‌ای پیرسون بین بازده‌های ماهانه و نوسانات تاریخی رتبه‌بندی می‌شوند. برای این منظور به شرح زیر عمل می‌شود:

رابطه ۱: $SC =$

$$\frac{\sum(R_i - R_i^{\wedge})(S_i - S_i^{\wedge})}{[\sum(R_i - R_i^{\wedge})^2 \sum(S_i - S_i^{\wedge})^2]^{1/2}}$$

در رابطه ۱، R_i رتبه ماهانه بازده برای شرکت i و S_i رتبه انحراف تاریخی برای شرکت i است. به همین ترتیب R_i^{\wedge} و S_i^{\wedge} میانگین بازده و انحراف برای نمونه مورد بررسی است.

ارزش مثبت این شاخص نشان دهنده رفتار اعتمادی یا سطح اطمینانی بیشتر سرمایه‌گذار یعنی احساسات مثبت است زیرا این سناریو سناریوی بازده با ریسک بالا را نشان می‌دهد.

از طرف دیگر مقادیر منفی این شاخص نشانگر اعتماد پایین سرمایه‌گذار یعنی احساسات منفی به دلیل وضعیت خطرناک است.

متغیرهای تعدیلگر: افشای گزارشگری مالی (DFR): برای اندازه‌گیری شفافیت گزارشگری مالی از معیار مدیریت سود استفاده شده است (شکوهی منش، ۱۴۰۰).

$$\text{رابطه ۲: } \frac{TCA_{i,t}}{A_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{CF_{i,t-1}}{A_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{CF_{i,t}}{A_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{CF_{i,t+1}}{A_{i,t-1}} + \varepsilon_{i,t}$$

TCA کل ارقام تعهدی، CF جریان نقد عملیاتی و A کل دارایی‌ها است. این مدل برای هر سال صنعت برآورد خواهد شد. در این راستا معکوس قدرمطلق جزء خطا به عنوان افشای گزارشگری مالی خواهد بود.

فساد (Corruption): برای اندازه‌گیری فساد در سطح کلان از شاخص حاکمیت جهانی که توسط بانک جهانی ارائه می‌شوند (هوک و مونیوم، ۲۰۱۶). این شاخص

$$\begin{aligned} \Delta ROE_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CS_{i,t} + \beta_2 DFR_{i,t} + \beta_3 CS_{i,t} \\ & \times DFR_{i,t} + \beta_4 AudOpinion_{i,t} \\ & + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} \\ & + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 Liq_{i,t} \\ & + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} ATO_{i,t} \\ & + \beta_{11} Conown_{i,t} \\ & + \beta_{12} Pvtown_{i,t} + \beta_{13} Inst_{i,t} \\ & + \beta_{14} AudType_{i,t} \\ & + \beta_k Industry_{i,t} + \beta_m Year_{i,t} \\ & + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

در مدل ۲، در صورتی که ضریب β_3 معنادار باشد. آنگاه فرضیه‌های دوم تأیید می‌شود.
مدل (۳):

$$\begin{aligned} \Delta ROE_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CS_{i,t} + \beta_2 Corruption_{i,t} \\ & + \beta_3 CS_{i,t} \times Corruption_{i,t} \\ & + \beta_4 AudOpinion_{i,t} \\ & + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 Lev_{i,t} \\ & + \beta_7 Growth_{i,t} + \beta_8 Liq_{i,t} \\ & + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} ATO_{i,t} \\ & + \beta_{11} Conown_{i,t} \\ & + \beta_{12} Pvtown_{i,t} + \beta_{13} Inst_{i,t} \\ & + \beta_{14} AudType_{i,t} \\ & + \beta_k Industry_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

در مدل ۳، در صورتی که ضریب β_3 معنادار باشد. آنگاه فرضیه‌های سوم تأیید می‌شود.

متغیر وابسته: حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام (ΔROE): درصد تغییرات در بازده حقوق صاحبان سهام طی سال جاری و سال قبل (رحمان و همکاران، ۲۰۲۱).

متغیر مستقل: احساسات سرمایه‌گذاران (SC): برای سنجش احساس سرمایه‌گذار بر اساس پژوهش شاهیید^۱ (۲۰۱۹) از شاخص احساس یا اعتماد سرمایه‌گذار^۲ استفاده خواهد شد. شاخص احساس سرمایه‌گذار با استفاده از رویکرد توسعه یافته پرسود^۳ (۱۹۹۶) اندازه‌گیری شده است. با پیروی از همین الگو، ابتدا بازده ماهانه شرکت‌های نمونه مورد بررسی محاسبه می‌شود. سپس انحراف متوسط برای هر شرکت با استفاده از بازده ۱۲ ماه گذشته برای اندازه‌گیری

³ Persaud

¹ Shahid
² Investor Sentiment Index

دارای شش بعد به شرح ذیل است: ۱- حق اظهار نظر و پاسخگویی ۲- شاخص اثر بخشی دولت ۳- شاخص کیفیت قوانین و مقررات ۴- شاخص حاکمیت قانون ۵- شاخص کنترل فساد ۶- شاخص ثبات سیاسی. از آنجا که مقادیر بزرگتر بیانگروضعیت مطلوب ابعاد است، این مقادیر در منفی ضرب و سپس جمع شده اند.

جدول ۱: گزارشات شاخص حاکمیت جهانی

سال	کنترل فساد	حق اظهار نظر و پاسخگویی	اثر بخشی دولت	کیفیت قوانین و مقررات	حاکمیت قانون	ثبات سیاسی
۱۳۹۱	۰/۲۳۲	۰/۰۵۶	۰/۳۷۰	۰/۰۷۱	۰/۲۰۲	۰/۱۰۰
۱۳۹۲	۰/۲۸۴	۰/۰۵۲	۰/۲۸۹	۰/۰۶۲	۰/۱۶۴	۰/۱۱۴
۱۳۹۳	۰/۳۰۸	۰/۰۵۹	۰/۳۷۵	۰/۰۵۳	۰/۱۳۰	۰/۱۷۱
۱۳۹۴	۰/۳۱۳	۰/۰۷۹	۰/۴۸۱	۰/۰۶۷	۰/۱۸۳	۰/۱۷۶
۱۳۹۵	۰/۲۶۹	۰/۱۲۳	۰/۴۶۶	۰/۰۹۱	۰/۲۶۴	۰/۱۷۶
۱۳۹۶	۰/۲۰۷	۰/۱۲۸	۰/۴۴۷	۰/۱۰۶	۰/۲۷۴	۰/۱۴۸
۱۳۹۷	۰/۱۵۹	۰/۱۲۶	۰/۳۸۰	۰/۰۷۷	۰/۲۵۵	۰/۰۹۹
۱۳۹۸	۰/۱۳۹	۰/۱۲۱	۰/۳۳۲	۰/۰۶۷	۰/۲۴۵	۰/۰۵۷
۱۳۹۹	۰/۱۳۹	۰/۰۸۲	۰/۱۴۹	۰/۰۷۲	۰/۱۹۷	۰/۰۶۶
۱۴۰۰	۰/۱۳۵	۰/۰۹۲	۰/۱۸۳	۰/۰۴۸	۰/۱۷۸	۰/۰۷۵

نماد	میانگین	میانگین	بیشترین	کمترین	انحراف معیار
فساد	-۰/۱۷۶	-۰/۱۷۷	-۰/۲۳۲	-۰/۱۱۸	۰/۰۳۲

ایجاد شاخص فساد با معکوس میانگین ابعاد

متغیرهای کنترلی:

متغیرهای کنترلی مطابق مطالعات محمدی و پورزمانی (۱۳۹۷)، رحمان و همکاران (۲۰۲۱) به شرح زیر است. نوع گزارش حسابرس (*AudOpinion*): در صورتی که گزارش حسابرس غیرمقبول باشد عدد یک و در غیر اینصورت صفر خواهد بود. اندازه شرکت (*Size*): عبارت است از لگاریتم طبیعی تعداد سهام ضرب در قیمت سهام. اهرم مالی (*Lev*): از نسبت بدهی بلندمدت به مجموع بدهی بلندمدت و ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام محاسبه می‌شود. رشد فروش (*Growth*): از نسبت تغییرات فروش به فروش سال قبل اندازه گیری می‌شود. نسبت نقدینگی (*Liq*): از تقسیم دارایی‌های جاری به بدهی جاری محاسبه می‌شود.

ارزش بازاری به دفتری (*MB*): عبارت است از نسبت ارزش بازاری حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری آن. انحراف گردش دارایی‌ها (*ATO*): برابر است با فروش شرکت به نسبت گردش دارایی‌های شرکت. تمرکز مالکیت (*Conown*): درصد سهام در اختیار سهامداران بزرگ شرکت است (حساس یگانه، ۲۰۰۶). مالکیت خصوصی (*Pvtown*): اگر درصد سهام شرکت بالای ۵۰ درصد متعلق به شرکت خصوصی باشد یک در غیر این صورت صفر (محمدرضایی و همکاران، ۲۰۱۶). سامداران نهادی (*Inst*): درصد سهامداران شرکت که بیش از ۵ درصد از سهام شرکت را در اختیار دارند. نوع حسابرس (*AudType*): در صورتی که سازمان حسابرسی، به عنوان حسابرس شرکت باشد عدد یک و در غیر اینصورت صفر خواهد بود.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

خود داشته‌اند. همچنین، احساسات سرمایه‌گذاران برابر با ۰/۰۲۰- است یعنی به طور میانگین احساسات منفی ۲ درصدی در بورس ایران از سال ۱۳۹۱ تا ۱۴۰۰ قائل بوده است. به علاوه، افشای گزارشگری مالی که از طریق معکوس قدر مطلق باقیمانده مدل دیچو و دیچف به دست آمده است برابر با ۰/۱۲۸- می‌باشد. اطلاعات سایر متغیرها نیز در جدول زیر نشان داده شده است.

در جدول (۲) آماره‌های توصیفی مرتبط با مدل‌ها درج شده است. مطابق با نتایج به دست آمده پنل الف، میانگین حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام برابر با ۰/۹۲۰ است که این نشان می‌دهد شرکت‌ها به صورت سالانه ۰/۹۲ درصد رشد در بازده حقوق صاحبان سهام

جدول ۲: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش (تعداد مشاهدات ۱۶۴۰)

پنل الف) متغیرهای گسسته						
متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	چولگی
حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۹۲۰	۰/۸۴۰	۴۰/۸۰۴	-۴۱/۰۲۲	۱۹/۰۸۳	-۰/۱۲۴
احساسات سرمایه‌گذاران	-۰/۰۲۰	-۰/۰۳۰	۰/۴۸۹	-۰/۴۸۸	۰/۲۷۹	۰/۱۲۸
افشای گزارشگری مالی	-۰/۱۲۸	-۰/۱۰۲	-۰/۰۱۰	-۰/۳۸۹	۰/۱۰۱	-۱/۱۱۸
اندازه شرکت	۱۴/۹۵۴	۱۴/۷۲۱	۱۸/۴۲۸	۱۲/۲۰۱	۱/۷۷۲	۰/۲۹۱
اهرم مالی	۰/۰۶۵	۰/۰۳۱	۰/۲۸۱	۰/۰۰۱	۰/۰۷۹	۱/۵۳۱
رشد فروش	۰/۳۴۳	۰/۲۸۵	۱/۲۲۶	-۰/۲۷۰	۰/۴۰۳	۰/۵۳۳
نسبت نقدینگی	۱/۶۱۰	۱/۳۶۸	۴/۰۳۷	۰/۶۵۲	۰/۸۴۵	۱/۴۹۰
ارزش بازاری به دفتری	۴/۱۳۰	۲/۶۳۷	۱۵/۶۹۸	۰/۷۵۸	۳/۸۵۷	۱/۷۹۶
انحراف گردش دارایی‌ها	۱/۰۰۱	۰/۸۶۴	۲/۳۴۸	۰/۲۳۹	۰/۵۶۲	۰/۹۰۴
تمرکز مالکیت	۰/۴۸۶	۰/۵۰۳	۰/۸۶۵	۰/۱۲۱	۰/۲۰۳	-۰/۰۰۸
سامداران نهادی	۰/۶۹۵	۰/۷۳۵	۰/۹۳۷	۰/۲۷۴	۰/۱۸۶	-۰/۷۴۹

پنل ب) متغیرهای پیوسته

متغیر	درصد صفر	درصد یک	تعداد مشاهدات صفر	تعداد مشاهدات یک
نوع گزارش حسابرس	۵۵/۸۵۰	۴۴/۱۵۰	۹۱۶	۷۲۴
مالکیت خصوصی	۶۷/۰۱۰	۳۲/۹۹۰	۱۰۹۹	۵۴۱
نوع حسابرس	۸۱/۲۸۰	۱۸/۷۲۰	۱۳۳۳	۳۰۷

می‌باشد. پس مدل به صورت کلی معنادار است. ضریب تعیین نیز نشان می‌دهد ۲۲ درصد تغییرات حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام، توسط متغیرهای کنترلی و مستقل توضیح داده می‌شوند. همچنین نتایج نشان می‌دهد، ضریب متغیر احساسات سرمایه‌گذار ۵/۱۹۷- و در سطح ۹۹ درصد معنادار است. پس فرضیه مبنی بر احساسات سرمایه‌گذاران بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر منفی و معنادار دارد، تأیید شد. همچنین جهت بررسی‌های بیشتر فرضیه اول در دو گروه احساسات خوشبین و احساسات بدبینانه بررسی شد. نتایج نشان داد، ضریب متغیر احساسات خوشبین سرمایه‌گذار ۷/۵۹۳- و در سطح ۹۰ درصد معنادار است.

لازم به ذکر است که جهت کاهش اثر مشاهدات پرت بر روی نتایج پژوهش، یک درصد کوچک‌ترین و بزرگ‌ترین داده‌های متغیرهای پیوسته، با اعداد نزدیک‌ترین مشاهدات به آن داده‌ها جایگزین شده است. نتایج آزمون همبستگی که گزارش نشده است نیز بیانگر عدم همبستگی بالائی بین متغیرهای مستقل است.

فرضیه اول

از رگرسیون به روش خطای استاندارد مقاوم با لحاظ نمودن مشکلاتی از قبیل ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی خطاها، استفاده شده است (پترسون، ۲۰۰۹). نتایج در جدول ۳ نشان می‌دهد، آماره f برابر با ۲۴/۷۱۰ و احتمال آماره آن در سطح ۵ درصد معنادار

اما ضریب متغیر احساسات بدبینانه سرمایه‌گذار ۰/۲۷۵ - و در سطح ۹۵ درصد معنادار نیست. پس می‌توان بیان کرد، احساسات خوشبین منجر به کاهش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود اما احساسات بدبینانه از حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌کاهد اما این میزان معنادار نیست.

جدول ۳: نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش

احساسات منفی		احساسات مثبت		مجموع مشاهدات		نمونه
ضریب	آماره <i>t</i>	ضریب	آماره <i>t</i>	ضریب	آماره <i>t</i>	متغیر
-۰/۰۸۰	-۰/۲۷۵	*-۱/۹۲	-۷/۵۹۳	***-۳/۲۳	-۵/۱۹۷	احساسات سرمایه‌گذار
۰/۳۹۰	۰/۴۲۷	۱/۶۳۰	۱/۹۲۸	*۱/۷۵	۱/۳۰۶	نوع گزارش حسابرس
۲/۱۶	۱/۱۰۳	**۲/۳۶	۱/۱۴۰	*۳/۸۷	۱/۰۳۹	اندازه شرکت
-۱/۰۸۰	-۱۰/۴۵	۰/۷۰۰	۵/۷۶۴	-۰/۳۶۰	-۲/۳۰۰	اهرم مالی
۶/۴	۱۳/۴۸۳	**۸/۱۴	۱۸/۸۴۹	*۹/۷۴	۱۵/۷۴۵	رشد فروش
۰/۹۲۰	۰/۶۳۹	**۳/۲۴	۲/۲۷۷	***۳/۵۴	۱/۳۹۲	نسبت نقدینگی
۰/۸۹۰	۰/۲۷۲	۰/۶۹۰	۰/۱۸۷	۱/۰۷۰	۰/۲۲۶	ارزش بازاری به دفتری
*۱/۷۲	۲/۴۸۳	**۴/۹۲	۵/۹۴۶	***۵/۰۴	۴/۰۸۳	انحراف گردش دارایی
۰/۶۶۰	۲/۳۹۶	۰/۳۶۰	۱/۵۱۱	۱/۵۰۰	۲/۶۸۷	تمرکز مالکیت
**۲/۰	-۷/۸۶۹	-۰/۶۶۰	-۲/۵۹۸	**۲/۵۹	-۵/۸۳۳	سامداران نهادی
**۲/۱	-۲/۱۲۵	۰/۷۳۰	۰/۹۱۶	-۱/۲۴۰	-۰/۷۱۱	مالکیت خصوصی
۱/۴۷۰	۲/۰۸۹	-۰/۸۹۰	-۱/۵۰۶	۰/۴۴۰	۰/۳۱۴	نوع حسابرس
-۱/۶۱۰	-۱۲/۹۲	***-۳/۵۱	-۲۶/۹۷	***-۳/۹۱	-۱۹/۳۸۶	مقدار ثابت
کنترل شد.		کنترل شد.		کنترل شد.		سال و صنعت
۰/۱۹۷		۰/۲۷۶		۰/۲۲۲		ضریب تعیین
۱۳/۷۰۰		۱۲/۱۶۰		۲۴/۷۱۰		آماره <i>f</i>
۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		۰/۰۰۰		احتمال آماره <i>f</i>
۸۸۰		۷۵۸		۱۶۳۸		تعداد مشاهدات
*معناداری در سطح ۹۰٪		**معناداری در سطح ۹۵٪		***معناداری در سطح ۹۹٪		

و در سطح ۹۰ درصد معنادار است. پس فرضیه مبنی بر افشای گزارشگری مالی نقش تعدیلگر در رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و حساسیت بازده حقوق صاحبان دارد، تأیید شد. همچنین نتایج نشان داد ضریب متغیر متقابل احساسات خوشبین سرمایه‌گذار ضریب در افشای اطلاعات مالی با کیفیت برابر ۳۹/۶۰۰ و در سطح ۹۵ درصد معنادار نیست. اما ضریب افشای اطلاعات با کیفیت ضریب در احساسات بدبینانه برابر با ۳۱/۲۰۱ می‌باشد که در سطح ۹۵ درصد معنادار است. این نتایج

متغیرهای کنترلی نیز نشان می‌دهد، شرکت‌های بزرگتر و دارای نقدینگی و رشد فروش و گرد موجودی بیشتر، حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام بیشتری دارند. اما شرکت‌های با مالکیت نهادی بالا، میزان حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام کم است.

آزمون فرضیه دوم

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش در جدول (۴) نشان می‌دهد، ضریب متغیر متقابل احساسات سرمایه‌گذار ضریب در افشای اطلاعات مالی با کیفیت برابر ۲۱/۱۴۴

نشان می‌دهد زمانی که سهامداران حس بدبینی دارند، افشای اطلاعات با کیفیت می‌تواند حساسیت بازده حقوق صاحبان را کاهش دهد. اما در زمان خوشبینانه، افشای

اطلاعات با کیفیت تاثیر زیادی بر حساسیت بازده حقوق صاحبان ندارد.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش

احساسات منفی		احساسات مثبت		مجموع مشاهدات		نمونه
ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	متغیر
۴/۳۶۴	۱/۱۹۰	-۰/۳۸۰	-۲/۱۳۲	-۱/۲۱۰	-۲/۱۳۲	احساسات سرمایه‌گذار
۱۲/۶۶۵	۱/۴۲۰	۰/۳۷۰	۴/۵۰۷	**۲/۱۶	۹/۸۵۰	افشای اطلاعات
۳۱/۲۰۱	**۲/۲۲	۱/۱۹۰	۳۹/۶۰۰	*۱/۹۷	۲۱/۱۴۴	افشای اطلاعات* احساسات
۰/۴۹۰	۰/۴۵۰	*۱/۶۷	۱/۹۸۵	*۱/۸۴	۱/۳۶۰	نوع گزارش حسابرس
۱/۱۱۵	**۲/۲۱	**۲/۳۴	۱/۱۴۳	**۳/۸۱	۱/۰۳۵	اندازه شرکت
-۱۰/۶۲	-۱/۱۰۰	۰/۸۴۰	۶/۹۷۴	-۰/۲۸۰	-۱/۸۰۴	اهرم مالی
۱۳/۶۹۵	**۶/۵	**۸/۲۳	۱۹/۱۰۰	**۹/۸۳	۱۵/۹۹۴	رشد فروش
۰/۵۷۶	۰/۸۲۰	**۳/۴۶	۲/۴۷۵	**۳/۷۳	۱/۴۷۳	نسبت نقدینگی
۰/۲۹۰	۰/۹۵۰	۰/۸۲۰	۰/۲۱۸	۱/۲۰۰	۰/۲۵۲	ارزش بازاری به دفتری
۲/۳۱۷	۱/۵۴۰	**۵/۲۳	۶/۲۶۴	**۵/۰۵	۴/۱۵۵	انحراف گردش دارایی
۲/۲۵۴	۰/۶۲۰	۰/۳۷۰	۱/۵۹۹	۱/۵۱۰	۲/۶۴۷	تمرکز مالکیت
-۷/۵۲۶	**۲/۰۱	-۰/۶۳۰	-۲/۵۰۸	**۲/۵۶	-۵/۶۹۴	سامداران نهادی
-۲/۰۸۶	**۲/۱۲	۰/۷۲۰	۰/۸۷۲	-۱/۳۵۰	-۰/۷۴۲	مالکیت خصوصی
۱/۸۴۴	۱/۲۵۰	-۰/۷۷۰	-۱/۲۸۴	۰/۴۷۰	۰/۳۳۴	نوع حسابرس
-۱۱/۴۷	-۱/۴۲۰	**۳-۳/۵۹	-۲۷/۷۱	**۳-۳/۸۲	-۱۸/۷۰۴	مقدار ثابت
کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	کنترل شد.	سال و صنعت
۰/۲۰۰	۰/۲۰۰	۰/۲۸۳	۰/۲۸۳	۰/۲۲۶	۰/۲۲۶	ضریب تعیین
۱۴/۳۴۰	۱۴/۳۴۰	۱۱/۴۵۰	۱۱/۴۵۰	۲۲/۶۲۰	۲۲/۶۲۰	آماره f
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	احتمال آماره f
۸۸۰	۸۸۰	۷۵۸	۷۵۸	۱۶۳۸	۱۶۳۸	تعداد مشاهدات
* معناداری در سطح ۹۰٪		** معناداری در سطح ۹۵٪		*** معناداری در سطح ۹۹٪		

بازده حقوق صاحبان دارد، تأیید نشد. همچنین نتایج نشان داد فساد منجر به تضعیف تاثیر منفی احساسات خوشبینانه بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام شده است اما در گروه احساسات بدبینانه تاثیر معناداری نداشته است. پس در زمان خوشبینانه بودن بازار، فساد می‌تواند، نقش موثری در حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام داشته باشد.

آزمون فرضیه سوم

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش در جدول (۵) نشان می‌دهد، ضریب متغیر متقابل احساسات سرمایه‌گذار ضرب در فساد برابر ۱۷/۵۸۴ و در سطح ۹۵ درصد معنادار نیست. بنابراین فرضیه مبنی بر فساد نقش تعدیلگر در رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و حساسیت

جدول ۵: نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش

احساسات منفی		احساسات مثبت		مجموع مشاهدات		نمونه
ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	ضریب	آماره t	متغیر
-۰/۱۳۲	-۰/۰۴۰	*-۱/۸۵	-۷/۴۸۷	**۳-۳/۴	-۵/۴۷۷	احساسات سرمایه‌گذار

می‌شود. یعنی در حساسیت‌های پایین کیفیت افشای اطلاعات بر رابطه فوق تاثیر گذار است. در نهایت در راستای بررسی فرضیه سوم نیز مشاهده شد که فساد در هیچ از گروه‌های حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تاثیری بر رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام ندارد.

در راستای بررسی فرضیه اول، مطابق با نتایج اصلی ضریب احساسات سرمایه‌گذار در هر یک از سطوح حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام اثر منفی و معنادار دارد. بررسی فرضیه دوم، نیز نشان داد، در کوانتیل‌های اول و دوم، حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام، کیفیت افشای اطلاعات، منجر به تعدیل ارتباط احساسات سرمایه‌گذاران و حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام

جدول (۶) نتایج حاصل از تحلیل تک متغیره بر اساس رگرسیون کوانتایل

حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام		کمترین (کوانتایل اول)		میان (کوانتایل دوم)		بیشترین (کوانتایل سوم)	
فرضیه اول							
متغیر		ضریب		ضریب		ضریب	
احساسات سرمایه‌گذار		-۸/۱۲۰	***-۳/۸۱	-۴/۰۵۱	**۳/۱۶	-۲/۶۹۰	**۱/۹۹
ضریب ثابت		-۱۵/۴۸۳	**۲/۱	-۱/۰۸۶	-۰/۱۷۰	۱۰/۸۵۴	۱/۵۷۰
متغیرهای کنترلی		کنترل شد.		کنترل شد.		کنترل شد.	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۰۹۷		۰/۱۱۵		۰/۱۵۷	
فرضیه دوم							
احساسات سرمایه‌گذار		-۳/۴۹۴	-۱/۲۶۰	-۰/۹۵۳	-۰/۵۴۰	-۱/۱۸۳	-۰/۵۶۰
افشا اطلاعات مالی		۲۸/۰۴۲	***۱/۳۵	۱۱/۷۵۷	**۲/۳۹	-۱/۲۶۹	-۰/۲۱۰
افشا اطلاعات مالی* احساسات سرمایه‌گذار		۳۷/۵۹۳	***۳/۲۶	۲۴/۵۶۶	**۲/۷۱	۱۰/۶۹۲	۱/۰۵۰
ضریب ثابت		-۱۳/۰۳۳	-۱/۴۸۰	-۰/۷۸۳	-۰/۱۴۰	۱۰/۱۸۳	*۱/۷۸
متغیرهای کنترلی		کنترل شد.		کنترل شد.		کنترل شد.	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۰۹		۰/۱۱۸		۰/۱۵۸	
فرضیه سوم							
احساسات سرمایه‌گذار		-۷/۱۶۵	**۳/۰۸	-۳/۵۷۹	**۲/۴۹	-۱/۸۱۴	-۱/۲۲۰
فساد		-۸۵/۵۶۵	***۵/۳۵	-۴۷/۴۷۳	***۳/۵۷	-۲۶/۵۲۳	-۱/۵۳۰
فساد* احساسات سرمایه‌گذار		-۱۸/۲۶۵	-۰/۳۹۰	-۲/۵۰۴	-۰/۰۸۰	-۵۶/۸۱۳	-۰/۸۷۰
ضریب ثابت		-۳۸/۱۰۰	***۶/۷۹	-۱۰/۶۴۳	-۱/۵۷۰	۲/۳۲۲	۰/۴۱۰
متغیرهای کنترلی		کنترل شد.		کنترل شد.		کنترل شد.	
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۰۹		۰/۱۲۰		۰/۱۵۸	
		(معناداری در سطح ۹۹٪***)		(معناداری در سطح ۹۵٪**)		(معناداری در سطح ۹۰٪*)	

نتیجه‌گیری

یکی از مهمترین دیدگاه‌های تحلیلی مالی، تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی از دیدگاه سودآوری است. از آنجا که هدف هر واحد انتفاعی کسب سود است، وجود ابزارهایی که درک درستی از نحوه سودآوری شرکت ارائه دهند، به ارزیابی بهتر عملکرد سازمان یاری می‌رساند. این نسبت‌ها میزان موفقیت شرکت را در کسب سود و روش تأمین آن از محل درآمد، فروش و سرمایه‌گذاری

تجزیه و تحلیل می‌کند. چهارمحالی و همکاران (۱۳۹۹) نرخ سود ناشی از مقدار سرمایه‌گذاری را بازده معرفی کرده است که ممکن است تحت تاثیر احساسات سرمایه‌گذاران قرار گیرد (رحمان و همکاران، ۲۰۲۱). پس لازم است، حساسیت بازده سرمایه نسبت به احساسات سرمایه‌گذاران بررسی شود. از طرفی محیط اطلاعاتی نیز می‌تواند این حساسیت را تضعیف یا تشدید نماید. بنابراین، از آنجایی که آگاهی از حساسیت بازده

می‌توان بیان کرد که، کیفیت افشای اطلاعات شرکت، عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش دهد و با آگاه کردن سرمایه‌گذاران از رفتار غیر منطقی آنان جلوگیری نماید بنابراین، افزایش کیفیت اطلاعات، قیمت سهام را بهبود می‌بخشد، عدم اطمینان در مورد ارزش ذاتی اوراق بهادار را کاهش می‌دهد و تجارت آگاهانه اوراق بهادار را تشویق می‌کند و این امر منجر به تضعیف حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به احساسات سرمایه‌گذاران می‌شود که مطابق با مطالعات فیث و همکاران (۲۰۱۵)، علی و گورون (۲۰۰۹)، بیر و همکاران (۲۰۱۸)، رحمان و همکاران (۲۰۲۱) می‌باشد.

نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش نیز نشان می‌دهد، فساد نقش تعدیلگر در رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و حساسیت بازده حقوق صاحبان ندارد. همچنین نشان داد فساد منجر به تضعیف تاثیر منفی احساسات خوشبینانه بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام شده است اما در گروه احساسات بدبینانه تاثیر معناداری نداشته است.

بدین ترتیب با استفاده از نتایج این مطالعه، سرمایه‌گذاران، فعالان بازار سرمایه و همچنین قانون‌گذاران بازار سرمایه همچون سازمان بورس می‌توانند با آگاهی از میزان احساسات سرمایه‌گذاران در رده‌های مختلف حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام، تصمیمات سنجیده‌تری در این خصوص اتخاذ نمایند. همچنین پیشنهاد می‌شود، قوانین سختگیرانه تری جهت افشای اطلاعات شرکتها لحاظ نمایند. و حتی پیشنهاد می‌شود، شرکتها را براساس میزان شفافیت اطلاعاتشان رتبه بندی نمایند تا علاوه بر ایجاد رقابت بین شرکتها، سرمایه‌گذاران را از میزان شفافیت اطلاعات شرکتها آگاه نمایند. همچنین، می‌توان به رسانه‌های عمومی به خصوص رسانه هایی که عموم مردم با آنها بیشتر ارتباط دارند مانند تلویزیون، اینستاگرام و تلگرام پیشنهاد کرد که مطالب آموزشی بیشتری در خصوص سرمایه‌گذاری در بورس ارائه دهند و افراد را از نحوه بهره برداری اطلاعات بنیادین و خاص شرکتها بصورت شفاف آگاه کنند تا رفتار احساسی در بورس کمتر اتفاق افتد.

علاوه بر این با روشن تر شدن نقش افشای گزارشگری مالی و فساد کلان، فعالان بازار سرمایه می‌توانند میزان

سرمایه برای حسابداران، پژوهشگران و تمام کسانی که به حوزه بازار سرمایه در ارتباط هستند، دارای اهمیت است و مطالعاتی در این زمینه برای بورس ایران انجام نشده است، مطالعه حاضر، به بررسی حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به احساسات سرمایه‌گذاران با وجود شفافیت مالی و فساد کشوری پرداخته است.

طبق نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش، احساسات سرمایه‌گذاران بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تأثیر منفی و معنادار دارد. همچنین نشان داد احساسات خوشبین منجر به کاهش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌شود اما احساسات بدبینانه از حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام می‌کاهد اما این میزان معنادار نیست. بنابراین از آنجا که احساسات سرمایه‌گذاران بیانگر نگرش آنها نسبت به سرمایه‌گذاری است و می‌توانند خوش بین، بدبین یا بین این دو حالت باشند. به طوری که ممکن است، فرد شرکت‌کننده در بازار، بدون استفاده از اصول بنیادین مالی، تصمیمات احساسی بگیرد، زمان‌بندی بازار را به خوبی تشخیص ندهد، از روندها پیروی کند و در رابطه با اخبار خوب و بد، واکنش‌های افراطی و تفریطی نشان دهد. در طول دوره‌های احساسات بالا، تحلیلگران تمایل به صدور پیش بینی درآمد خوش بینانه دارند و همین طور شرکتها هم اطلاعات منفی در رابطه با شرکت خود ارائه نمی‌دهند زیرا آنان به خوبی می‌دانند که سهامداران ریسک‌گریز هستند پس تمایلی به خروج سهامداران خود ندارند و از ارائه اطلاعات جلوگیری می‌کنند (ایکسیو و همکاران، ۲۰۱۳). لذا مطابق با نتایج، در دوره احساسات بالا، حساسیت به بازده سهام کمتر می‌گردد. این نتایج مطابق با مطالعات رحمان و همکاران (۲۰۲۱) نیز می‌باشد.

طبق نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش، افشای گزارشگری مالی نقش تعدیلگر در رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و حساسیت بازده حقوق صاحبان دارد. همچنین نشان داد افشای اطلاعات با کیفیت بر رابطه احساسات خوشبین و کاهش حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر معناداری ندارد اما همین افشای اطلاعات با کیفیت بر کاهش تاثیر احساسات بدبینانه بر حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام تاثیر معنادار دارد. بنابراین

بازده حقوق صاحبان سهام با قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران. مدیریت دارایی و تامین مالی، ۷(۴)، ۱۷-۳۰.

حاجیان نژاد، امین، امیری، هادی، خرم کوهی، علی. (۱۴۰۱). تحلیل تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر واکنش به اخبار سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۴(۱)، ۱-۲۰.

فروغی، داریوش، حیدری سورشجانی، زهرا. (۱۴۰۱). بیش‌ارزش‌گذاری شرکت و اقلام غیرعادی سود با تأکید بر مالکیت دولتی. نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی، ۱۴(۳)، ۱-۲۶.

Ali, A., & Gurun, U. G. (2009). Investor sentiment, accruals anomaly, and accruals management. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 24(3), 415-431.

Apergis, N., & Rehman, M. U. (2018). Is CAPM a Behavioral Model? Estimating Sentiments from Rationalism. *Journal of Behavioral Finance*, 19(4), 442-449.

Badawi, A., & AlQudah, A. (2019). The impact of anti-corruption policies on the profitability and growth of firms listed in the stock market: Application on Singapore with a panel data analysis. *The Journal of Developing Areas*, 53(۱).

Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.

Beer, F., Hamdi, B., & Zouaoui, M. (2018). Investors' sentiment and accruals anomaly: European evidence. *Journal of Applied Accounting Research*, 19(4), 500-517.

Borodina, S.D., Shvyrkov, O., 2010. Investing in BRIC Countries: Evaluating Risk and Governance in Brazil, Russia, India & China. London McGraw-Hill, New York.

Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of empirical finance*, 11(1), 1-27.

Chiang, M. C., Tsai, I. C., & Lee, C. F. (2011). Fundamental indicators, bubbles in stock returns and investor sentiment. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(1), 82-87.

بازده حقوق صاحبان سهام را با دقت بالاتری پیش‌بینی نمایند. به سازمان بورس پیشنهاد می‌شود با پیگیری‌های لازم و ایجاد قوانین سختگیرانه‌تر، شفافیت بیشتری درخصوص وضعیت شرکت‌ها ایجاد نماید و بر میزان صحت و دقت گزارش‌های ارائه شده آنان افزوده و درخواست نماید که شرکت‌ها اطلاعات با کیفیت بالاتری را در اختیار بازار قرار دهند.

همچنین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در کنار توجه به ریسک‌های مختلف باید به ریسک عدم ارائه اطلاعات شفاف نیز توجه نمایند و اغلب در حین سرمایه‌گذاری، اطلاعات بنیادین سهم را به عنوان مبنای تصمیم‌گیری خود قرار دهند و به تقلید رفتار آنان نپردازند چرا که این رفتار بدون منطق و اطلاعات بنیادین آنان، منجر به از دست دادن دارایی خود می‌شود.

درنهایت به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود، حساسیت بازده حقوق صاحبان سهام به رفتار توده وار، شرایط جو بازار و نقدشوندگی و معاملات سهامداران را بررسی نمایند. در تفسیر نتایج این پژوهش، بایستی به این محدودیت توجه نمود که به احساسات سرمایه‌گذاران ممکن است با توجه به نوع صنعت متفاوت باشد. زیرا برخی صنایع از تحریم کشور و شرایط برجام، تاثیر زیادی می‌پذیرند. بررسی مساله مورد نظر در صنایع مختلف می‌توانست نتایج دقیق‌تری ارائه دهد که در مطالعه حاضر بدلیل کم بودن تعداد مشاهدات هر صنعت این کار انجام نشد. هر چند این محدودیت تاثیر به‌سزایی در روند تحقیقات نگذاشته است.

منابع

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

بشیری منش، نازنین، شهنازی، حسین. (۱۴۰۱). تاثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و مدیران بر حباب قیمتی سهام در بازار سرمایه ایران. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۵(۵۳)، ۱۵-۳۲.

چهارمحالی، علی اکبر، زاهدی، جواد، محمدی، رضا. (۱۳۹۸). نقش ارزش بازار در رابطه بین بازده دارایی‌ها و

- Leuz, C., Verrecchia, R.E., (2000). *The economic consequences of increased disclosure*. *J. Account. Res.* 38, 91–124 .
- Lin, C. B., Chou, R. K., & Wang, G. H. (2018). *Investor sentiment and price discovery: Evidence from the pricing dynamics between the futures and spot markets*. *Journal of Banking & Finance*, 90(1), 17–31.
- Lin, C., Morck, R., Yeung, B., & Zhao, X. (2023). *What do we learn from stock price reactions to China's first announcement of anti-corruption reforms? The Journal of Finance and Data Science*, 9, 100096.
- Muguto, H. T., Muguto, L., Bhayat, A., Ncalane, H., Jack, K. J., Abdullah, S & Muzindutsi, P. F. (2022). *The impact of investor sentiment on sectoral returns and volatility: Evidence from the Johannesburg stock exchange*. *Cogent Economics & Finance*, 10(1), 2158007.
- Naik, P. K., & Padhi, P. (2016). *Investor sentiment, stock market returns and volatility: Evidence from National Stock Exchange of India*. *International Journal of Management Practice*, 9(3), 213–237.
- Ng, D. and Qian, K. (2004), “Corruption and corporate governance”, mimeo, Cornell University, Ithaca, NY
- Qadan, M., & Aharon, D. Y. (2019). *Can investor sentiment predict the size premium? International Review of Financial Analysis*, 63(1), 10–26.
- Rehman, M. U. (2018). *Do oil shocks predict economic policy uncertainty? Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, 498, 123-136.
- Rehman, M. U., Sensoy, A., Eraslan, V., Shahzad, S. J. H., & Vo, X. V. (2021). *Sensitivity of US equity returns to economic policy uncertainty and investor sentiments*. *The North American Journal of Economics and Finance*, 57, 101392.
- Reis, P., & Pinho, C. (2020a). *A new European investor sentiment index (EURsent) and its return and volatility predictability*. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 27(1), 100373.
- Renault, T. (2017). *Intraday online investor sentiment and return patterns in the US stock market*. *Journal of Banking & Finance*, 84, 25-40.
- Cooray, A., Schneider, F.(2018). *Does corruption throw sand into or grease the wheels of financial sector development? Publ. Choice* (1–2), 111.
- De Long, J. B., Shleifer, A., Summers, L. H., & Waldmann, R. J. (1990). *Noise trader risk in financial markets*. *Journal of political Economy*, 98(4), 703-738.
- Gao, Y., Zhao, C., Sun, B., & Zhao, W. (2022). *Effects of investor sentiment on stock volatility: new evidence from multi-source data in China's green stock markets*. *Financial Innovation*, 8(1), 1–30.
- Gelos, R.G. and Wei, S.-J. (2006), *Transparency and international investor behavior*, IMF Working Paper 02/174
- Han, C., & Shi, Y. (2022). *Chinese stock anomalies and investor sentiment*. *Pacific-Basin Finance Journal*, 73(1), 101739.
- Han, X., Sakkas, N., Danbolt, J., & Eshraghi, A. (2022). *Persistence of investor sentiment and market mispricing*. *Financial Review*, 57(1), 617–640.
- Ho, K. C., Yen, H. P., Lu, C., & Lee, S. C. (2023). *Does information disclosure and transparency ranking system prevent the default risk of a firm? Economic Analysis and Policy*, 78, 1089-1105
- Hoshi, Takeo, Kashyap, Anil, Scharfstein, David, 1991. *Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese panel data*. *Q. J. Econ.* 106, 33–60
- Islam, K., Bilal, A. R., Saeed, Z., Sardar, S., & Kamboh, M. H. (2023). *Impact of government integrity and corruption on sustainable stock market development: linear and nonlinear evidence from Pakistan*. *Economic Change and Restructuring*, 1-28
- Jiang, S., & Jin, X. (2021). *Effects of investor sentiment on stock return volatility: A spatio-temporal dynamic panel model*. *Economic Modelling*, 97(1), 298–306.
- Karadas, S., McAndrew, W., & Schlosky, M. T. T. (2019). *Local corruption and local stock returns*. *Journal of Financial Crime*.
- Karadas, S., McAndrew, W., Minh Tam, T.S., 2019. *Local corruption and local stock returns*. *J. Financ. Crime* 26 (4), 1065–1077.
- Lakshmi, G., Saha, S., & Bhattarai, K. (2021). *Does corruption matter for stock markets? The role of heterogeneous institutions*. *Economic modelling*, 94, 386-400.

Rothstein, B., & Varraich, A. (2017). *Making sense of corruption*. Cambridge: Cambridge University Press

Rupande, L., Muguto, H. T., & Muzindutsi, P. F. (2019). *Investor sentiment and stock return volatility: Evidence from the Johannesburg Stock Exchange*. *Cogent Economics & Finance*, 7(1), 1600233.

Saham, P. (2021). *How does Financial Reporting Quality Relate to Stock Price Crash Risk? Evidence from Indonesian listed Companies*. *Jurnal Dinamika Akuntansi dan Bisnis Vol*, 8(1), 59-76.

Sayim, M., & Rahman, H. (2015). *The relationship between individual investor sentiment, stock return and volatility: Evidence from the Turkish market*. *International Journal of Emerging Markets*, 10(3), 504–520.

Shen, J., Yu, J., & Zhao, S. (2017). *Investor sentiment and economic forces*. *Journal of Monetary Economics*, 86(1), 1–21.

Sprenger, C., & Lazareva, O. (2021). *Corporate governance and investment-cash flow sensitivity: Evidence from Russian unlisted firms*. *Journal of Comparative Economics*.

Svensson, J. (2005). *Eight questions about corruption*. *Journal of Economic Perspective* 19(3): 19-42.

The sensitivity of equity returns to investors' sentiments despite the quality of financial disclosures and corruption

*Javad Moghadam*¹

Omid Faraji^{*2}

*Alireza Heidarzadeh Hanzaee*³

*Malektaj Maleki Oskoei*⁴

Abstract

Return on equity as one of the profitability ratios shows the company's success in obtaining investment returns, which is influenced by the emotional behavior of investors. However, the sensitivity of equity returns to investors' sentiments can be changed according to the transparency of the information environment, such as the quality of information disclosure and corruption. Therefore, due to the lack of research in this regard, the present study examines the sensitivity of equity returns to investors' sentiments despite the quality of financial information disclosure and corruption in companies listed on the Tehran Stock Exchange. In this regard, a sample consisting of 130 listed companies was selected and tested during the period of 2011-2014. The results of the research hypotheses test showed that investors' sentiments have a negative and significant effect on the sensitivity of equity returns. Also, optimistic sentiments lead to a decrease in the sensitivity of equity returns, while pessimistic sentiments have no significant effect. In addition, financial reporting disclosure has a moderating role in the relationship between investor sentiments and equity return sensitivity, and quality information disclosure has a significant effect on reducing the impact of pessimistic sentiments on equity return sensitivity, but has no effect on the sensitivity to optimistic sentiments. Finally, corruption does not play a moderating role in the relationship between investor sentiments and equity return sensitivity, it has only weakened the negative effect of optimistic sentiments on equity return sensitivity.

Key words: *investor sentiments, sensitivity of equity returns, quality of financial disclosures and corruption*

¹Ph.D. Student, Department of accounting, Faculty of Management, Tehran North Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. javad_moghaddamm2002@yahoo.com

^{*}Associate Professor of Accounting, Department of Financial Management and Accounting, College of Farabi, University of Tehran, Qom, Iran. (corresponding author) omid_faraji@ut.ac.ir

³Assistant Professor, Department of Financial Management, Faculty of Management, Tehran North Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. a_heidarzadeh@iau-tnb.ac.ir

⁴Assistant Professor, Department of accounting, Faculty of Management, Tehran North Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran. m_oskouei@iau-tnb.ac.ir