



Paper type: Research Article

An Examination the Effect of Investors' Confidence on Stock Price Divergence and the Cost of Capital in the Tehran Stock Exchange

Allah Karam Salehi^{*1}, Negin Soltani Alasvand², Parya Rahmani³

Received: 2025/07/25

Accepted: 2025/10/10

Abstract

Purpose: The phenomenon of price bubble in financial markets causes uncertainty and capital outflows from productive markets. This phenomenon has experienced periods of high volatility in the Iranian stock market, causing significant price divergence in the stock prices of various companies active in this market. Therefore, the purpose of this study is to examine the effect of investors' confidence on stock price divergence and the cost of capital in the Tehran Stock Exchange.

Method: The hypothesis testing was carried out through multiple regression and the generalized least squares method. Our sample included 120 companies during the period 2017 to 2023, which were selected using the systematic elimination method. Data was collected using a library method and hypotheses were tested using multivariate regression with a panel data approach.

Findings: The results exhibit that investors' confidence has a negative and significant effect on stock price divergence and cost of capital and reduces them.

Conclusions: In other words, increasing information disclosure and increasing investors' confidence as one of the financial behavioral issues reduces information asymmetry and, as a result, reduces the bubble or divergence of stock prices and the cost of capital. This research can provide valuable insights for investors and managers regarding investor confidence in stock price divergence and cost of capital. The findings are expected to contribute to the advancement of theory and practice in accounting.

Keywords: Investors' confidence, Divergence of stock prices, Cost of capital.



[10.71600/jacgr.2025.1213005](https://doi.org/10.71600/jacgr.2025.1213005)



How to cite this article: Salehi, A. K., Soltani Alasvand, N., & Rahmani, P. (2025). An Examination the Effect of Investors' Confidence on Stock Price Divergence and the Cost of Capital in the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Corporate Governance Researches*, 4(13), 23-41. (In Persian).

¹. Assistant Prof., Department of Accounting, MaS.C., Islamic Azad University, Masjed-Soleiman, Iran.

***Corresponding Author:** Ak.salehi@iau.ac.ir

². MSc. Student, Department of Accounting, MaS.C., Islamic Azad University, Masjed-Soleiman, Iran.

³. MSc. of Accounting, Department of Accounting, MaS.C., Islamic Azad University, Masjed-Soleiman, Iran.



نوع مقاله: علمی پژوهشی

تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه

اله کرم صالحی^{۱*}، نگین سلطانی علاسوند^۲، پریا رحمانی^۳

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۵/۰۳ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۰۷/۱۸

چکیده

هدف: پدیده حباب قیمتی در بازارهای مالی موجب بروز نا اطمینانی و خروج سرمایه از بازارهای مولد می‌شود. این پدیده در بازار سهام ایران ادوار پر نوسانی را تجربه کرده است بطوری که باعث شده است تا قیمت سهام شرکت‌های مختلف فعال در این بازار از واگرایی قیمتی قلیل توجهی برخوردار شود. بنابراین، هدف پژوهش حاضر، بررسی تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران است.

روش: آزمون فرضیه‌ها از طریق رگرسیون چندگانه و به روش حداقل مربعات تعمیم یافته صورت پذیرفت. همچنین نمونه آماری پژوهش شامل ۱۲۰ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ بوده که با استفاده از روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند. گردآوری داده‌های پژوهش با روش کتابخانه‌ای و آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون چندمتغیره با رویکرد داده‌های تابلویی انجام شده است.

یافته‌ها: نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه تاثیر منفی و معناداری داشته و باعث کاهش آن‌ها می‌شود.

نتیجه‌گیری: به سخن دیگر، افزایش افشاء اطلاعات و افزایش حس اعتماد سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از موضوعات مالی-رفتاری باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و در نتیجه کاهش حباب یا واگرایی قیمت سهام و همچنین هزینه سرمایه را در پی دارد. این پژوهش می‌تواند بینش‌های ارزشمندی را برای سرمایه‌گذاران و مدیران در ارتباط با اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه فراهم کند. انتظار می‌رود یافته‌ها به پیشرفت نظریه و عمل در حسابداری کمک کند.

واژه‌های کلیدی: اعتماد سرمایه‌گذاران، واگرایی قیمت سهام، هزینه سرمایه.



10.71600/jacgr.2025.1213005



استناد: صالحی، اله کرم؛ سلطانی علاسوند، نگین؛ رحمانی، پریا (۱۴۰۴). تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه.

پژوهش‌های حسابداری و راهبری شرکتی، ۴(۱۳)، ۳۳-۴۱.

^۱. استادیار گروه حسابداری، واحد مسجدسلیمان دانشگاه آزاد اسلامی، مسجدسلیمان، ایران. *نویسنده مسئول: Ak.salehi@iau.ac.ir

^۲. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد مسجدسلیمان دانشگاه آزاد اسلامی، مسجدسلیمان، ایران.

^۳. دانش آموخته کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد مسجدسلیمان دانشگاه آزاد اسلامی، مسجدسلیمان، ایران.

مقدمه

یکی از مفاهیم مهم تئوری‌های مالی-سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه، واگرایی قیمت سهام است. تغییرات در بازار سرمایه توسط واگرایی در بورس نشان داده می‌شود. هنگامی در بورس واگرایی اتفاق می‌افتد که در گام آخر، معامله‌گران دچار تردید شده و اقدام به تغییر سهم خود می‌کنند به عبارتی زمانی که قیمت یک سهم و اندیکاتور خلاف جهت یکدیگر در حرکت باشند، واگرایی در تحلیل تکنیکال رخ می‌دهد. در چنین حالتی آنها حرکت خود را برخلاف روند قبلی پیش می‌برند. این واگرایی، ضعیف بودن یک روند را نشان می‌دهد. از سوی دیگر، یکی از موضوعاتی که سرمایه‌گذاران نسبت به بازارهای سرمایه باید داشته باشند، میزان اعتماد متقابل بین آنها است. افراد با استفاده از اطلاعات در دسترس، پیش‌بینی‌هایشان را انجام و بر مبنای آن انتظاراتشان از طرف مقابل را شکل می‌دهند و به او اعتماد می‌کنند (شکورنیا و همکاران، ۱۴۰۲). جیانگ^۱ (۲۰۲۲) اطمینان سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه را به دو مؤلفه خوش‌بینی سرمایه‌گذاران درباره ریسک و بازده و اعتماد آنها به وجود حمایت‌هایی در برابر ضررهای احتمالی ناشی از سلب مالکیت‌های احتمالی توسط سایر فعالان بازار تقسیم کرده‌اند. از نظر سیلوا و سرکوئرا^۲ (۲۰۲۱) اعتماد توسط تجربیات یک فرد شکل می‌گیرد و بر تصمیمات وی در روابط با انواع مختلف ارائه‌دهندگان خدمات تأثیر دارد. آریستی و گالو^۳ (۲۰۲۱) خاطرنشان کردند اعتماد در بازارهای مالی به باور و نگرش سرمایه‌گذاران به ثبات، قابلیت اطمینان و یکپارچگی نظام مالی و شرکت‌کنندگان آن مربوط می‌شود. بنابراین ارتباط بین اعتماد سرمایه‌گذاران و واگرایی قیمت سهام یکی از مهمترین عواملی است که می‌تواند بر تصمیم سهامداران اثرگذار باشد. در واقع در صورتی که سرمایه‌گذاران نسبت به بازار سرمایه و عدم تقارن اطلاعاتی و شفافیت موجود در آن اعتماد کافی داشته باشند، می‌توانند با استفاده از واگرایی قیمت سهام، زمان اصلاح روند قیمتی سهام را تشخیص داده و نسبت به خرید یا فروش به موقع سهام خود اقدام کنند (میرزایی و برادران حسن زاده، ۱۴۰۱).

اگرچه تحقیقات اندکی در ایران از قبیل خرم آبادی و همکاران (۱۴۰۲) در خصوص رابطه بین واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران و نوسانات ویژه سهام، راجی زاده و همکاران (۱۴۰۰) تأثیر شکنندگی سهم بر سرعت همگرایی قیمت سهام، خطیری و همکاران (۱۴۰۰) عوامل موثر بر پیش‌بینی بی‌قاعدگی حباب قیمتی سهام و رحمانیان کوشککی و صفار (۱۴۰۲) تأثیر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت گذاری نادرست سهام انجام شده است، اما واگرایی قیمت سهام در تحقیقات داخلی بررسی نشده و با توجه به عدم وجود پژوهش در داخل کشور و شکاف پژوهشی در این زمینه، این پژوهش درصدد است که به بررسی تأثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه بپردازد.

لذا ضرورت انجام این پژوهش از چند بعد حائز اهمیت است: اول یافته‌های این پژوهش ممکن است مبانی نظری جدیدی در تحقیقات در باره اثربخشی اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه فراهم کند که برای تحقیقات آتی مفید باشد. دوم، بی‌توجهی به واگرایی قیمت سهام، باعث کاهش توانایی پیش‌بینی سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و فعالان اقتصادی در بازار سرمایه می‌شود، اهمیت این موضوع به خصوص در سال‌های ۱۳۹۹ و ۱۴۰۰ که با حباب قیمتی ایجاد شده، ریزش شدید قیمت‌ها و بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران به بورس را به دنبال داشت، بیشتر دیده می‌شود. لذا اگر بینش و درک و اعتماد سرمایه‌گذاران در تحلیل‌گری قیمت سهام افزایش یابد، از رکود لحظه‌ای، جهش قیمت‌ها به صورت حبابی و واکنش‌های نابهنگام در معاملات جلوگیری می‌کند و نه تنها شفافیت در معاملات را تقویت می‌کند، بلکه بازار را به سمت کارا شدن سوق خواهد داد (لیوکسا و بامول^۴، ۲۰۱۴). سوم، اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار می‌تواند به طور مستقیم یا غیرمستقیم هزینه سرمایه را تحت تأثیر قرار دهد زیرا هنگامی که شفافیت در انجام معاملات بازار افزایش یابد، موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و به تبع آن هزینه سرمایه نیز کاهش می‌یابد. چهارم، به صورت تجربی به تحلیل‌گران مالی، سرمایه‌گذاران بالقوه و بالفعل و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری نشان داده شود که چه ارتباطی بین اعتماد سرمایه‌گذاران و واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه وجود دارد و بعنوان یک پژوهش جدید می‌تواند اطلاعات سودمندتری در مقایسه با تحقیقات پیشین در اختیار فعالان بازار

¹. Jiang

². Silva & Cerqueira

³. Aristei, & Gallo

⁴. Lyócsa & Baumöhl

سرمایه کشور قرار دهد. بهمین دلایل بررسی این موضوع به عنوان یکی از خلاءهای موجود در پژوهش‌های داخلی در بازار سرمایه ایران، ضروری بنظر می‌رسد.

از آنجایی که واگرایی از اجزای روانشناسی بورس در نظر گرفته می‌شود و با توجه به اهمیت و نقش واگرایی قیمت سهام برای تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان به خصوص سرمایه‌گذاران جدید که قصد ورود به بورس اوراق بهادار را دارند و یا تجربه اندکی در این زمینه دارند و همچنین به دلیل فقدان پژوهش تجربی در این زمینه، پژوهش حاضر می‌تواند به شناخت این مباحث در بازار سرمایه کمک نماید و از این منظر دارای نوآوری موضوعی می‌باشد.

در ادامه، در بخش دوم مبانی نظری و پیشینه تجربی پژوهش ارائه، در بخش سوم روش پژوهش موضوع حاضر، در بخش چهارم یافته‌های پژوهش و در نهایت در بخش پنجم نتیجه‌گیری و بحث ارائه شده است.

مبانی نظری پژوهش

واگرایی قیمت سهام حوزه نسبتاً جدیدی در پژوهش‌های مالی و اقتصادی محسوب شده و رابطه نزدیکی با توسعه اقتصادی و ثبات بازارهای مالی دارد. واگرایی زمانی است که قیمت یک دارایی در جهت مخالف یک شاخص فنی مانند یک نوسان‌ساز حرکت کرده یا برخلاف سایر داده‌ها حرکت می‌کند. واگرایی هشدار می‌دهد که روند فعلی قیمت ممکن است ضعیف شود و در برخی موارد ممکن است منجر به تغییر جهت قیمت شود و به دوشکل واگرایی منفی و مثبت است. واگرایی منفی زمانی اتفاق می‌افتد که قیمت اوراق بهادار در یک روند صعودی باشد و یک شاخص اصلی، مانند میانگین متحرک همگرا واگرا^۱ (MACD)، نرخ تغییر قیمت^۲ (ROC) یا شاخص قدرت نسبی^۳ (RSI)، به سمت پایین حرکت کند. برعکس، واگرایی مثبت زمانی رخ می‌دهد که قیمت در یک روند نزولی قرار می‌گیرد اما یک اندیکاتور شروع به افزایش می‌کند. اینها معمولاً نشانه‌های قلیل اعتمادی هستند که نشان می‌دهد قیمت یک دارایی ممکن است معکوس شود. واگرایی مثبت زمانی رخ می‌دهد که قیمت یک دارایی به پایین‌ترین حد خود برسد، در حالی که شاخصی مانند جریان پول شروع به صعود می‌کند. برعکس، واگرایی منفی زمانی است که قیمت به بالاترین حد جدید برسد، اما اندیکاتور مورد تجزیه و تحلیل به پایین‌ترین حد برسد. به طور کلی، معامله‌گران از واگرایی در تحلیل تکنیکال برای ارزیابی حرکت قیمت دارایی و ارزیابی احتمال وقوع معکوس استفاده می‌کنند. اگر قیمت سهام و ابزار تحلیل تکنیکال، مانند شاخص قدرت نسبی، در یک جهت حرکت کنند، نشان دهنده افزایش حرکت است. با این حال، اگر قیمت سهام در حال افزایش است، اما شاخص قدرت نسبی کندتر افزایش می‌یابد (واگرایی منفی) این سیگنالی است که روند صعودی شروع به تضعیف، همراه با پتانسیل معکوس می‌کند.

واگرایی زمانی رخ می‌دهد که قیمت یک سهام، سقف‌ها یا کف‌های جدیدی ایجاد می‌کند که توسط اندیکاتور تأیید نمی‌شوند. واگرایی هشدار می‌دهد که روند قیمت فعلی در حال تضعیف است و در برخی موارد منجر به تغییر جهت قیمت می‌شود. به طور کلی واگرایی قیمت سهام در معاملات به مواردی اشاره دارد که در آنها قیمت یک سهم و مومنتوم آن، جهت یکدیگر را تأیید نمی‌کنند یا بر خلاف یکدیگر حرکت می‌کنند (ژانگ و هسو^۴، ۲۰۲۵). درک واگرایی برای معامله‌گران مهم است زیرا به شناسایی دوره‌هایی که روند موجود می‌تواند به طور بالقوه معکوس شود، کمک می‌کند. یکی از مزایای اصلی واگرایی این است که می‌تواند قبل از وقوع روند در نمودار قیمت، سیگنال بازگشت روند را نشان دهد. با این حال، یک محدودیت این است که سیگنال‌های واگرایی همیشه مؤثر نیستند و گاهی اوقات ممکن است عملکرد قیمت، سیگنال را تأیید نکند و منجر به سیگنال‌های کاذب شود. معمولاً سه نوع رایج واگرایی که در معاملات مشاهده می‌شود، واگرایی پنهان، واگرایی معکوس و واگرایی نزولی است. واگرایی پنهان زمانی رخ می‌دهد که اندیکاتور یک سقف جدید ایجاد می‌کند اما نمودار قیمت نمی‌تواند از سقف قبلی پیشی بگیرد. واگرایی معکوس زمانی اتفاق می‌افتد که اندیکاتور همراه با افزایش قیمت، یک کف جدید ایجاد می‌کند. واگرایی نزولی زمانی شکل

¹. Moving Average Convergence/Divergence (MACD)

². Rate of Change (ROC)

³. Relative Strength Index (RSI)

⁴. Zhang & Hsu

می‌گیرد که قیمت یک سقف بالاتر ایجاد می‌کند اما اندیکاتور یک سقف پایین‌تر ایجاد می‌کند که نشان‌دهنده ضعف است (هی و همکاران^۱، ۲۰۲۳). واگرایی‌ها در انواع بازه‌های زمانی مشاهده می‌شوند، اما اگر در بازه‌های زمانی بالاتر مانند ۳ یا ۶ ماهه مشاهده شوند، مؤثرتر هستند. واگرایی در بازه‌های زمانی بالاتر، در صورت وجود، پتانسیل ارائه معاملات با کیفیت بالا با نسبت برد بیشتر نسبت به واگرایی‌های مشاهده شده در بازه‌های زمانی پایین‌تر را دارند.

درک رفتار قیمت دارایی‌های مالی و پیش‌بینی آن برای آینده، از دیرباز چالش بزرگی بوده که فعالان این حوزه با آن مواجه بوده‌اند. در نتیجه، پیش‌بینی دقیق حرکات قیمت، کلید تصمیم‌گیری‌های سودآور و سودآور در مورد سرمایه‌گذاری‌ها است (آگودلو آگویر و همکاران^۲، ۲۰۲۰). علیرغم معروف‌ترین فرضیه بازار کارآمد فاما^۳ (۱۹۷۰)، رویکردهای مختلفی برای پیش‌بینی بازار سهام ارائه شده است. تحلیل بنیادی و استفاده از ابزارهای تکنیکال، جریان‌های اصلی رویکرد پیش‌بینی بازار سهام هستند که در دو دهه گذشته در ادبیات مورد مطالعه قرار گرفته‌اند. اگرچه تحلیل بنیادی کمتر رایج است، اما عمدتاً به سری‌های زمانی اقتصاد کلان (مانند نرخ بهره، شاخص قیمت مشتری، نرخ ارز و سایر اطلاعات) و همچنین اطلاعات جمع‌آوری شده از اخبار مالی مربوط می‌شود. از سوی دیگر، تحلیل تکنیکال یک رویکرد مستند رایج‌تر است که بر اساس قیمت سهام ورودی یا شاخص‌های تکنیکال بنا شده است. تحلیل تکنیکال بر این استدلال استوار است که اطلاعات اقتصاد کلان در حال شکل‌گیری است و اخبار مالی افشا شده در حال حاضر در قیمت سهام در نظر گرفته می‌شود (باستوس و پومرس-کویمایا^۴، ۲۰۲۰). اگرچه تحلیل تکنیکال شامل ابزارهای قدرتمندی مانند تحلیل گرافیکی و شاخص‌ها با تکیه بر داده‌های تاریخی است، اما بحث‌هایی در مورد ذهنیت‌گرایی و عدم دقت ناشی از تفسیرهای گرافیکی که تحلیلگران می‌توانند به نمودارهای نشان‌دهنده نوسانات قیمت دارایی ارائه دهند، مطرح شده است. بنابراین، دقت پیش‌بینی تا حد زیادی به توانایی تحلیلگران در تفسیر اطلاعات جمع‌آوری شده و نموداری بستگی دارد که چالش‌های عمده‌ای را برای پیش‌بینی قابل اعتماد بازار سهام به عنوان یک رویکرد سیستماتیک به وجود می‌آورد. با وجود این کمبودها، تحلیل مبتنی بر شاخص‌ها با ایجاد محاسبات و نمودارهای مکمل قیمت سهام پشتیبانی می‌شود که به متخصصان کمک می‌کند تا در مورد زمان اتخاذ موقعیت فروش یا خرید در یک دارایی مالی خاص تصمیم‌گیری کنند. بنابراین، اگر شاخص‌های تکنیکال مانند شاخص قدرت نسبی و میانگین متحرک همگرا و اگر (به عنوان رایج‌ترین شاخص‌هایی که در حال حاضر توسط متخصصان استفاده می‌شوند) به طور منطقی در رویکردهای پیش‌بینی قیمت متکی تر گنجانده شوند، به نفع بازار مالی خواهد بود و سهم عمده‌ای در ریشه‌کن کردن ذهنیت‌گرایی در تحلیل بازار سهام خواهد داشت (آگودلو آگویر و همکاران، ۲۰۲۰). بی‌توجهی به واگرایی قیمت سهام، باعث کاهش توانایی پیش‌بینی قیمت سهام سرمایه‌گذاران، تحلیلگران و فعالان اقتصادی می‌شود. در نتیجه، کاهش پیش‌بینی قیمت سهام موجب بدبینی آنها به سرمایه‌گذاری (کاهش اعتماد سرمایه‌گذاران) در بورس اوراق بهادار می‌شود؛ چراکه با توجه به ماهیت بی‌نظمی و بی‌ثباتی زیاد رفتار سهام، سرمایه‌گذاری در این بازار با ریسک بالایی همراه است و موجب مختل شدن تصمیمات آنها می‌گردد. تصمیمات نادرست سرمایه‌گذاران، تحلیلگران و فعالان اقتصادی موجب انحراف قیمت (بین قیمت بازار سهام از قیمت ذاتی سهام) و دچار ابهام درباره جریان نقدی آتی شرکت‌ها می‌شوند؛ که به منظور حداقل سازی این مخاطرات، عواملی که حرکت قیمت سهام در آینده را با دقت بالایی پیش‌بینی کند، نیاز به شناسایی دارند. بنابراین تمرکز بر واگرایی قیمت سهام باعث کاهش یا از بین رفتن محدودیت‌های سرمایه، هماهنگی چارچوب‌های قانونی و حسابداری برای گزارشگری مالی و مشوق سرمایه‌گذاران برای انجام سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها می‌شود (لیوکسا و بامول، ۲۰۱۴). توضیحات بیشتری که در باره واگرایی قیمت در تحقیقات گذشته شده است بیانگر این است که بخش‌بندی بازار به دلیل اصطکاک بازار ایجاد می‌شود که با محدود کردن فرصت‌های آربیتراژ، شکافی بین قیمت‌های نسبی در مکان‌های مختلف ایجاد می‌کند (روگوف^۵، ۱۹۹۶). ماکاروف و شوار^۶ (۲۰۲۰) این تفاوت‌های بزرگ و مداوم

¹. He

². Agudelo Aguirre et al

³. Fama

⁴. Bustos & Pomares-Quimbaya

⁵. Rogof

⁶. Makarov and Schoar

قیمت را به محدودیت آربیتراژ و ناکارآمدی بازار نسبت می‌دهند. بوری و شاخنوف^۱ (۲۰۲۳) دریافتند که بخش‌بندی بازار مرتبط با کنترل‌های سرمایه، تغییرات کاهنده قیمت را افزایش می‌دهد و شوک‌های عرضه-تقاضای محلی را تقویت می‌کند. بنابراین، نقش بخش‌بندی جغرافیایی در واگرایی قیمت، به عنوان یک معیار عمومی برای اصطکاک بازار، به خوبی پذیرفته شده است (چوی و چوی^۲، ۲۰۱۴)، که در میان عوامل مربوط به قانون قیمت واحد، بندرت در دنیای واقعی حفظ می‌شود (فن و همکاران^۳، ۲۰۲۳).

زمانی که قیمت سهام شرکت‌ها به موازات هم و بدون در نظر گرفتن عوامل بنیادین رشد می‌کنند، می‌تواند نشانه وجود معاملات بر اساس اطلاعات نامرتب باشد. با اینحال، حد استاندارد برای حرکت موازی وجود ندارد. اما اگر این حرکت موازی بدون تغییر در عوامل بنیادین اقتصاد، یا بازار افزایش یابد، می‌تواند نشان دهنده این باشد که نحوه تصمیم‌گیری سهامداران بسیار ساده و غیرپیچیده است و زمانی که این شرکت‌ها متعلق به یک صنعت باشند، معاملات بر اساس اطلاعات نامرتب افزایش می‌یابد که این امر معمولاً به شکل‌گیری حباب می‌انجامد. انتشار اخبار در ارتباط با اختلاس‌ها، تقلب‌ها و فساد نیز می‌تواند همین اثر را داشته باشد و این نشانه‌ها می‌تواند به افزایش تقاضای فروش سهام شرکت‌های دیگر منجر شود (ون نوردن^۴، ۲۰۱۳).

هزینه سرمایه یک شرکت، نرخ تنزیلی است که در ارزیابی سرمایه‌گذاری برای محاسبه ارزش فعلی خالص^۵ (NPV) استفاده می‌شود. همچنین، آن بیانگر بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در شرکت است. بازده مورد انتظار بالاتر، تأمین مالی پروژه‌های سرمایه‌گذاری را برای شرکت‌ها گران‌تر می‌کند. شرکت‌هایی که هزینه سرمایه کمتری دارند، ارزش‌گذاری بالاتری را تجربه می‌کنند و سرمایه‌گذاران سهام بیشتری را جذب می‌کنند (کوابی و همکاران^۶، ۲۰۲۲). برای سنجش هزینه سرمایه سهام، معیارهایی نظیر بازده مطلوب الگوی CAPM (والی اودین و همکاران^۷، ۲۰۱۶؛ مسلم و ستیوان^۸، ۲۰۲۱)، هزینه سرمایه ضمنی (وانگ^۹، ۲۰۲۰؛ پنمن و همکاران^{۱۰}، ۲۰۲۳؛ اسنو^{۱۱}، ۲۰۲۲؛ کی و همکاران^{۱۲}، ۲۰۲۵) و بازده واقعی (گبهاردت و همکاران^{۱۳}، ۲۰۰۱؛ آکینس و همکاران^{۱۴}، ۲۰۱۱؛ یاسین و همکاران^{۱۵}، ۲۰۱۵) بکار رفته است. اگر نرخ بازده سرمایه‌گذاری یک شرکت از هزینه سرمایه‌اش بیشتر باشد و اگر بدون بالا رفتن درجه ریسک، میزان بازده افزایش پیدا کند، ثروت سهامداران افزایش پیدا خواهند کرد. دلیلی که در این خصوص اقامه می‌شود، این است که اگر نرخ بازده شرکت از هزینه سرمایه آن بیشتر گردد، دارندگان اوراق قرضه، سهام ممتاز و اعطاء‌کنندگان وام به شرکت به نرخ بازده ثابت مورد انتظار خود خواهند رسید و باقیمانده نرخ بازده در اختیار صاحبان سهام عادی قرار خواهد گرفت که از نرخ بازده مورد توقع آنان بیشتر خواهد شد (حسنی، ۱۳۹۸). تعیین دقیق هزینه سرمایه چالش برانگیز است زیرا در حالی که اکثر متخصصان در مورد چارچوب نظری توافق دارند، اما در نحوه اعمال آن اختیار عمل گسترده‌ای وجود دارد. هزینه سرمایه بطور معمول متشکل از هزینه حقوق صاحبان سهام و هزینه بدهی است. پیش‌بینی هزینه حقوق صاحبان سهام دشوار است زیرا هزینه ضمنی دارد. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران انتظار نرخ بازده مشخصی را دارند، حتی اگر به صراحت بیان نشده باشد. دو مانع اصلی در برآورد صحیح هزینه حقوق صاحبان سهام، تخمین صرف ریسک حقوق صاحبان سهام، پاداش اضافی در طول زمان برای مالکیت سهام نسبت به یک دارایی بدون ریسک و میزان ریسک یک شرکت در پرتفوی است. این در حالی است که محاسبه هزینه بدهی نسبتاً ساده است زیرا شرایط استقراض توسط قرارداد تعیین شده و بازده مورد انتظار آن از قبل مشخص است (مابوسین و کالاهان^{۱۶}، ۲۰۲۳).

^۱. Borri & Shakhnov

^۲. Choi & Choi

^۳. Fan

^۴. Van Norden

^۵. Net Present Value (NPV)

^۶. Kwabi et al

^۷. Waliuddin et al

^۸. Muslim & Setiawan

^۹. Wang

^{۱۰}. Penman et al

^{۱۱}. Snow

^{۱۲}. Qi et al

^{۱۳}. Gebhardt

^{۱۴}. Akins et al

^{۱۵}. Yassin et al

^{۱۶}. Mauboussin & Callahan

قوانین عملیاتی بازار مالی نشان می‌دهد که اعتماد سرمایه‌گذار یکی از عوامل مهم مؤثر بر قیمت سهام و عملکرد بازار سرمایه است (بیکر و ورگلر^۱، ۲۰۰۷). هنگامی که رفتار شرکت با جهت‌گیری ارزشی سرمایه‌گذاران طنین‌انداز می‌شود، سرمایه‌گذاران به چشم‌انداز توسعه شرکت اعتماد دارند (الیوت و همکاران^۲، ۲۰۱۳). نظریه مالی رفتاری نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در بازار همگی منطقی نیستند. در محیط‌های اطلاعاتی نامطمئن، سرمایه‌گذاران تصمیم می‌گیرند رفتار خود را افشا کنند، از اطلاعات خصوصی چشم‌پوشی کنند و از اقدامات عمومی برای تصمیم‌گیری پیروی و تقلید کنند (بانرجی^۳، ۱۹۹۲). عوامل روانشناختی آن‌ها می‌تواند تا حد زیادی بر رفتار تصمیم‌گیری تأثیر بگذارد و در بازار سهام "اثر گله‌ای یا رفتار توده وار" وجود دارد که علاقه زیادی به دنبال کردن ساختارهای سهامداری تصادفی دارد (فالكستاین^۴، ۱۹۹۶؛ ولچ^۵، ۲۰۰۰). اعتماد سرمایه‌گذار می‌تواند از طریق احساسات روانی، انتظارات منطقی بر رفتار تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارد و در نهایت بر ارزش شرکت از جنبه‌هایی مانند قیمت سهام، قابلیت‌های تأمین مالی و هزینه‌های حقوق صاحبان سهام تأثیر بگذارد (براون و کلیف^۶، ۲۰۰۴). کیم و کانگ^۷ (۲۰۱۷) بیان می‌کنند که شرکت‌ها از طریق افزایش افشای اطلاعات و افزایش حس اعتماد سرمایه‌گذاران باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و منجر به کاهش هزینه سرمایه خود می‌شوند. نتایج پژوهش میر^۸ (۲۰۱۸) نشان می‌دهد بطور کلی، فعالیت معاملاتی بالاتر زمانی رخ می‌دهد که اعتماد سرمایه‌گذار، به ویژه برای سهام کوچک‌تر، افزایش یابد. در ادامه، این اثر تا حدی معکوس می‌شود و به معنای اصلاح واکنش بیش از حد اولیه است.

احساسات سرمایه‌گذار، نگرش سرمایه‌گذاران نسبت به بازارهای مالی را به طور خلاصه بیان می‌کند. در دوره‌هایی که احساسات سرمایه‌گذاران بالا است، خوش‌بینی سرمایه‌گذاران تأثیر مثبتی بر حرکات قیمت دارد، در نتیجه قیمت سهام شرکت‌ها تمایل به ارزش‌گذاری بیش از حد دارد. برعکس، بدبینی سرمایه‌گذاران در دوره‌های با احساسات پایین، تأثیر منفی بر قیمت سهام دارد و باعث می‌شود که سهام کمتر از ارزش واقعی خود ارزش‌گذاری شوند. جای تعجب نیست که مدیرانی که از این تغییر قیمت‌ها اطلاع دارند، از چنین ارزش‌گذاری‌های نادرستی سوءاستفاده می‌کنند و به طور فعال سهام با قیمت‌گذاری نادرست را منتشر یا بازخرید می‌کنند (لی و همکاران^۹، ۲۰۲۳). این موضوع در بازارهای نوظهور بویژه در آسیای جنوبی بواسطه ناهنجاری‌های اقتصادی مشهودتر است. در همین ارتباط فرضیه بازار تطبیقی فعالان بازار سرمایه^{۱۰}، ناهنجاری‌های اقتصادی را بهتر توضیح می‌دهد. استراتژی‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای نوظهور ناپایدار است و عملکرد سهام آنها دائماً در حال تغییر است، در روزهای خاصی آنها عملکرد خوبی دارند اما در روزهای دیگر اینطور نیست (ژیونگ و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۹). از این‌رو، ناهنجاری‌های اقتصادی، دسترسی به اطلاعات کافی و سرعت دریافت آن توسط فعالان بازار سرمایه را محدود می‌کند (دوس سانتوس و همکاران^{۱۲}، ۲۰۲۴). همان‌طور که در کشورهای آسیای جنوبی با وجود سهام‌های معکوس در بنگلادش، هند و پاکستان مشاهده می‌شود، سرمایه‌گذاران برای بهره‌مندی از مزایای نوسانات قیمت سهام در طول زمان، به احساسات یا صرفاً حرکات گذشته سهام تکیه می‌کنند (منیر و همکاران^{۱۳}، ۲۰۲۱). بنابراین این عوامل، ارزیابی روشمند سهام را دشوارتر می‌کند (ابی‌سکرا^{۱۴}، ۲۰۲۵).

¹. Baker & Wurgler

². Elliott et al

³. Banerjee

⁴. Falkstein

⁵. Welch

⁶. Brown & Cliff

⁷. Kim & Kung

⁸. Meier

⁹. Li et al

¹⁰. Capital market participants' adaptive market hypothesis

¹¹. Xiong et al

¹². Dos Santos et al

¹³. Munir et al

¹⁴. Abeysekera

پیشینه پژوهش

فنگ و همکاران^۱ (۲۰۲۵) در مطالعه‌ای به بررسی تأثیر گسترش حد نوسان قیمت سهام بر واگرایی قیمت سهام و کارایی بازار در بازار شرکت‌های در حال رشد بورس اوراق بهادار شنزن پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که گسترش حد نوسان قیمت سهام، به ویژه در بین شرکت‌های بزرگتر، به طور قابل توجهی واگرایی قیمت سهام را کاهش داده است، که نشان‌دهنده بهبود ثبات بازار و کشف قیمت است. اما این اصلاحات احتمالاً به دلیل فعالیت سفته‌بازانه کوتاه‌مدت و تشدید معاملات آگاهانه، با افزایش عدم تقارن اطلاعات همزمان بوده است. دانگ و همکاران^۲ (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان فروش کوتاه مدت، اختلاف عقاید و نوسان در بازار اوراق این گونه بیان نمودند که فعالیت فروش کوتاه اوراق به طور مثبت با نوسانات، فعالیت معاملاتی و رابطه حجم-نوسانات مرتبط است. در طول بحران مالی جهانی، رابطه مثبت بین فعالیت فروش کوتاه مدت و نوسان قیمت از بین می‌رود. گوپتا و همکاران^۳ (۲۰۲۳) با استفاده از یک روش یادگیری ماشینی که به عنوان جنگل‌های تصادفی شناخته می‌شود، نقش اعتماد سرمایه‌گذار را در پیش‌بینی نوسانات ماهانه تحقق‌یافته بازار سهام ایالات متحده (US)، با طیف وسیعی از متغیرهای کلان اقتصادی و مالی بررسی کردند. آن‌ها دریافتند که اعتماد سرمایه‌گذار و به ویژه عدم قطعیت اعتماد سرمایه‌گذار، ارزش پیش‌بینی خارج از نمونه برای همه نوسانات تحقق‌یافته و همچنین انواع "خوب" و "بد" آن دارد. البد و همکاران^۴ (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان واگرایی عقاید و بازده اولیه با توجه به نقش شبه تعدیل‌کننده تقاضای سرمایه‌گذار این گونه بیان نمودند که تقاضای سرمایه‌گذار که توسط نسبت اشتراک بیش از حد تعیین می‌شود، نقش تعدیل‌کننده‌ای را در افزایش اثر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر بازده اولیه ایفا می‌کند و اثرات تعدیل در چندک بازده اولیه متفاوت است. پین و همکاران^۵ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان اختلاف در پیش‌بینی‌های اقتصادی و بازده سهام: ریسک یا قیمت‌گذاری نادرست؟ این گونه بیان نمودند که تجزیه و تحلیل پرتفوی تک متغیره نشان می‌دهد که پرتفوی دهکی که در سهامی با کمترین بتای عدم توافق طولانی هستند و در سهام با بیشترین بتای عدم توافق کوتاه هستند، بازده سالانه تعدیل شده با ریسک $7/2\%$ را به همراه دارند. نتایج همچنین از این فرضیه حمایت کرد که افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران منجر به کاهش قیمت‌گذاری نادرست سهام و حباب قیمتی آن می‌شود که مطابق با تئوری مالی-رفتاری می‌باشد. چن^۶ (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان معاملات آگاهانه با تاخیر و اختلاف عقاید، شواهدی از انتشار اطلاعات سود شرکت، این گونه بیان نمودند که نظرات سرمایه‌گذاران پس از رویداد زمانی که معاملات آگاهانه‌تر پس از انتشار سود به تأخیر می‌افتند، متفاوت می‌شوند. همان طور که شواهد تجربی زیادی نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران احتمالاً مجبور هستند معاملات آگاهانه خود را به دلیل پیچیدگی اطلاعات، عدم نقدشوندگی سهام و رقابت نهادی به تعویق بیندازند، بنابراین اطلاعات شفاف و به موقع می‌تواند در روند سرمایه‌گذاری تأثیر مثبت داشته باشد. سیلوا و سرکوئرا^۷ (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان نقش واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر نوسانات خاص بازده سهام در بازار بورس لندن طی بازه زمانی ۲۰۱۱ تا ۲۰۲۰ و با استفاده از اطلاعات ۶۵۴ شرکت پرداختند. آن‌ها یک ارتباط مثبت و معنادار بین اختلاف نظر سرمایه‌گذاران و نوسانات خاص پیدا نمودند. همچنین اختلاف نظر سرمایه‌گذاران تأخیر یکساله مربوط به نوسانات خاص همزمان بیشتر است، حتی اگر نوسانات خاص تأخیری را کنترل نمایند و حتی اگر پروکسی برای اختلاف نظر سرمایه‌گذاران اختلاف نظر را زمانی که نقدپذیری نسبتاً زیاد است نشان دهد.

شریفی و همکاران (۱۴۰۳) مطالعه‌ای در ارتباط با شناسایی و اولویت‌بندی راهکارهای بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران انجام دادند. در این پژوهش بیست و شش عامل مؤثر در سقوط بازار سهام و سلب اعتماد سرمایه‌گذاران ذیل چهار دسته حکمرانی کلان کشور، بازار سرمایه، مؤلفه‌های اقتصاد کلانی و رسانه و بیست و هفت راهکار در بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران ذیل چهار دسته پیش‌گفته شناسایی شد. از منظر خبرگان، راهکارهای جلوگیری از مداخله دولت و

¹. Feng et al

². Duong et al

³. Gupta et al

⁴. Albada et al

⁵. Yin et al

⁶. Chen

اظهارنظرهای غیرکارشناسی مسئولان دولتی در بازار سرمایه، اصلاح نظام اقتصادی و ایجاد ثبات اقتصادی، افزایش شفافیت اطلاعاتی و شفافیت در تصمیم‌گیری‌ها و بهبود عملکرد سازمان بورس در کشف و مقابله با تخلفات دارای بیشترین اهمیت شناخته شد. رحمانیان کوشکی و صفار (۱۴۰۲) تاثیر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام با توجه به نقش کیفیت اطلاعات مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه ایران بررسی کردند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران تاثیر مستقیم بر قیمت‌گذاری نادرست سهام دارد. ضمن اینکه تعامل عدم تقارن اطلاعاتی و کیفیت اطلاعات مالی با واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت‌گذاری نادرست سهام تاثیرگذار نمی‌باشد. رضانی و همکاران (۱۴۰۲) الگوی سنجش حباب قیمتی سهام با رویکرد رفتاری را ارائه نمودند. جامعه آماری پژوهش متشکل از دو گروه بوده بدین صورت که جهت تعیین عوامل مرتبط با الگو، گروه اول ۱۰ نفر از خبرگان بازار سرمایه و گروه دوم شرکت‌های فعال پذیرفته‌شده در بورس هستند که برای آزمون مدل مورد استفاده قرار گرفته‌اند. برای اولویت‌بندی عوامل رفتاری شناسایی شده از ANP استفاده شده است. محاسبات انجام شده برای تعیین اولویت معیارهای اصلی نشان می‌دهد عدم تجانس سرمایه‌گذاران با وزن نرمال ۰/۱۲۸ از بیشترین اولویت برخوردار است. رفتار سفته‌بازی، رفتار توده‌وار و حسابداری ذهنی به ترتیب در جایگاه دوم الی چهارم قرار دارند. همچنین نتایج بخش دوم نشان می‌دهد بی‌ثباتی رفتاری، عدم تجانس، انتظارات بازار و همچنین رفتار سفته‌بازی بر بروز حباب قیمتی سهام تأثیر مثبت دارد؛ لذا می‌توان اظهار داشت عوامل رفتاری می‌تواند در شکل‌گیری حباب قیمتی سهام تأثیر مثبت داشته باشد؛ بنابراین الگوی شناسایی شده از دید رفتاری کارایی لازم را دارد. خرم آبادی و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی رابطه بین واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران و نوسانات ویژه سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۰ ساله بین سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۴۰۰ را مورد بررسی قرار دادند. آنها جهت سنجش متغیر وابسته پژوهش (نوسانات ویژه سهام) از دو شیوه سنجش به روش قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و همچنین مدل سه عاملی فاما و فرنچ استفاده نمودند. نتایج پژوهش نشان داد که در شیوه سنجش متغیر وابسته به روش قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران، رابطه مستقیم و معناداری با نوسانات ویژه سهام دارد، اما در شیوه سنجش متغیر وابسته با مدل سه عاملی فاما و فرنچ مشاهده شد که واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران تأثیری بر نوسانات ویژه سهام ندارد. به طور کلی با نزدیک‌تر شدن باورها و عقاید سرمایه‌گذاران در بازار به یکدیگر به نوعی نوسانات شدید در بازده سهام کمتر خواهد شد. راجی زاده و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی به بررسی تاثیر شکندگی سهم بر سرعت همگرایی قیمت سهام پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش حاکی از این است که بین شکندگی سهم و سرعت همگرایی قیمت سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. خطیری و همکاران (۱۴۰۰) به بررسی عوامل موثر بر پیش‌بینی بی‌قاعدگی حباب قیمتی سهام پرداختند. یافته‌ها حاکی از این بود که از میان متغیرهای مطرح‌شده؛ عملکرد مالی و عملکرد بازار بر پیش‌بینی بی‌قاعدگی سهام مؤثر هستند. خلیلی (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی واگرایی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج حاصل از تحقیق، بر اساس سری زمانی متشکل از بازدهی‌های غیر عادی واقعی ماهانه و بازدهی‌های غیر عادی اسمی هفتگی و روزانه در فاصله زمانی اسفند ۱۳۷۷ تا فروردین ۱۳۸۹ وجود حباب در شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران را تأیید می‌کند. این در حالی است که نتایج تحقیق، شواهد کافی برای تأیید فرض وجود حباب در شاخص قیمت بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۹ ارائه نمی‌کند.

با توجه به مبانی نظری و تجربی، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر و مدل مفهومی مطابق شکل (۱) تدوین شده است:

فرضیه اول: اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام تاثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم: اعتماد سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه تاثیر معناداری دارد.

روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر نتیجه اجرای پژوهش، کاربردی و از نظر هدف پژوهش، تحلیلی و از نوع همبستگی است، زیرا به موجب آن سعی می‌شود رابطه و تاثیر چند متغیر بر یکدیگر مورد بررسی قرار گیرد. از نظر زمان اجرای پژوهش، گذشته‌نگر است،

تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه

زیرا اطلاعات مربوط به رویدادهای گذشته اعضای نمونه در آن استفاده شده است. از نظر منطقی اجرای پژوهش، استقرایی است، زیرا به موجب آن کوشش می‌شود تا بر اساس مشاهداتی محدود (نمونه) نتیجه به کل جامعه تعمیم داده شود. از نظر ماهیت داده، یک پژوهش کمی است. زیرا متغیرهای پژوهش اندازه‌گیری شده و بصورت ارقام مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، و برای دوره زمانی ۱۳۹۶ الی ۱۴۰۲ می‌باشد. به دلیل گستردگی و حجم آماری جامعه و وجود برخی ناهم‌هنگی‌ها میان اعضاء جامعه، برای انتخاب نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک استفاده شده است. بدین منظور از بین جامعه آماری تعداد ۱۲۰ شرکت (۸۴۰ سال - شرکت) به عنوان شرکت‌های نمونه با توجه به شرایط زیر جهت برآورد مدل‌ها و آزمون فرضیه‌ها انتخاب شده است:

- شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش در بورس فعال نبوده‌اند.
 - شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۹۶ در بورس پذیرفته شده‌اند.
 - حذف موسسات واسطه‌گری و شرکت‌های سرمایه‌گذاری مالی (به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت آنها).
 - شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش، تغییر سال مالی داده‌اند و یا سال مالی آنها منتهی به اسفند نیست.
 - شرکت‌هایی که سهام آنها در قلمرو زمانی پژوهش توقف فعالیت داشته‌اند
- همچنین برای گردآوری داده‌های پژوهش از روش کتابخانه‌ای و برای تجزیه و تحلیل آنها، از رگرسیون چند متغیره و نرم‌افزارهای اکسل و ایویوز در سطح معناداری ۵ درصد استفاده شده است.

متغیرهای پژوهش

متغیرهای وابسته:

الف) هزینه سرمایه (COE)

در این پژوهش هزینه سرمایه به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. مدل مورد استفاده برای محاسبه هزینه سرمایه در این پژوهش، مدل استون^۱ (۲۰۰۴) است که از طریق مدل زیر محاسبه می‌شود (پرساکیس و ایتداریس^۲، ۲۰۱۶).

$$COE = \sqrt{\frac{EPS_2 - EPS_1}{P_{it}}} \quad \text{رابطه (۱)}$$

COE: هزینه سرمایه شرکت؛ EPS_2 : میانگین سود هر سهم در دو سال آتی، EPS_1 : میانگین سود هر سهم در سال آتی و P_{it} : قیمت هر سهم در پایان سال مالی.

ب) واگرایی قیمت سهام (SPD)

به منظور اندازه‌گیری واگرایی قیمت سهام و با توجه به اینکه هر سهم ممکن است در بازه‌های زمانی مختلف یک نوع واگرایی متفاوتی داشته باشد (پنهان، معکوس و یا نزولی). ابتدا قیمت هر سهم و اندیکاتور معاملاتی آن در بازه‌های منتهی به ۳ ماهه بررسی شده، سپس نوع واگرایی آن بر اساس روند حرکتی سهم مشخص می‌شود. به طور نمونه در صورتی که اندیکاتور سهمی در آستانه یک سقف جدید باشد، اما نمودار قیمتی سهم پایین‌تر از سقف قیمتی قبلی باشد، آن سهم به عنوان سهم دارای واگرایی پنهان شناخته شده و به آن عدد ۱ تعلق می‌گیرد. همچنین ممکن است این سهم در ۳ ماهه بعدی دارای واگرایی نزولی یا معکوس باشد. بنابراین نوع واگرایی هر سهم شرکت در طی یک سال شامل ۴ عدد (برای هر فصل) می‌باشد. در ادامه در بازه‌های زمانی ۳ ماهه نوع واگرایی کلیه سهام شرکت‌ها محاسبه شده و هر سهمی که نوع واگرایی آن یکی از انواع واگرایی یادشده باشد عدد ۱ تعلق گرفته و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار می‌کند. در مرحله بعد فراوانی نوع واگرایی هر شرکت طی کل بازه زمانی مرتب شده و نوع واگرایی که بیشترین تکرار (مد) را داشته باشد به عنوان ملاک واگرایی آن شرکت قرار

¹. Easton

². Persakisa & Iatridis

می‌گیرد. این روش برای کلیه نمونه آماری محاسبه و مرتب شده است. در نهایت به هر یک از واگرایی‌های شرکت عدد ۱ تا ۳ تعلق گرفته و سپس میانه کل واگرایی نمونه آماری محاسبه شده و شرکت‌هایی که نوع واگرایی آنها از میانه نمونه آماری بیشتر باشد به عنوان سهامی که قیمت آن دارای واگرایی است، شناخته می‌شود.

متغیر مستقل: اعتماد سرمایه‌گذاران (Investcon)

به عنوان تابعی از عوامل مالی و اعتباری شرکت‌ها تعریف می‌شود و از طریق روابط زیر محاسبه و اندازه‌گیری می‌شود: رتبه اعتباری شرکت در بورس اوراق بهادار: اگر شرکت در بین ۱۰۰ شرکت برتر اعلام شده از سوی بورس اوراق بهادار باشد عدد یک به آن تعلق می‌گیرد و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد (قدیری، ۱۴۰۰). سرمایه‌گذاری غیردولتی: اگر در طی سال سهامداران عمده آن به دولتی تغییر نکرده باشد یا سهام مالکیت دولتی کمتر از ۵۰٪ درصد باشد و شامل سرمایه‌گذاران حقیقی یا حقوقی باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد (قدیری، ۱۴۰۰).

لگاریتم طبیعی ارزش روز سهام شرکت: در صورتی که لگاریتم ارزش روز سهام شرکت از میانه لگاریتم ارزش روز سهام کل نمونه آماری بیشتر باشد (هاموند و اوپواکو، ۲۰۲۳).

شاخص مالکیت نهادی فعال: نسبت سهام عادی در اختیار مالکان نهادی فعال (مالکان نهادی دارای نماینده در هیات مدیره) شرکت i در پایان سال t (شارما و همکاران، ۲۰۲۵)

لگاریتم طبیعی کل سرمایه ثبت شده شرکت: در صورتی که لگاریتم کل سرمایه ثبت شده شرکت از میانه لگاریتم کل سرمایه ثبت شده کل نمونه آماری بیشتر باشد (هاموند و اوپواکو، ۲۰۲۳).

در نهایت شرکتی که حداقل سه مورد از موارد فوق را داشته باشد به عنوان شرکتی که حائز اعتماد سرمایه‌گذاران است شناخته می‌شود و به آن عدد یک تعلق گرفته و در غیر این صورت عدد صفر اختیار می‌کند.

متغیرهای کنترلی

- **کیفیت حسابرسی (AQ):** کیفیت حسابرسی متغیر مجازی صفر و یک بوده که در صورتی که حسابرس، سازمان حسابرسی باشد، یک، و در غیر اینصورت مقدار صفر را اختیار می‌کند (حسن زاده کوچو و همکاران، ۱۴۰۱).
- **نسبت ارزش بازار به دفتری (MTB):** به پیروی از پژوهش سارکار^۳ (۲۰۱۹) برای کنترل اثر مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت بر قیمت گذاری سهام از نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام استفاده شده است.
- **نسبت جریان نقد عملیاتی (CFO):** عبارت است از نسبت جریان نقد عملیاتی (مستخرج از صورت گردش وجه نقد) به مجموع دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی (سجادی و همکاران، ۱۴۰۱).
- **زیان (LOSS):** یک متغیر دو ارزشی است بدین صورت که اگر شرکت زیان ده باشد عدد یک و اگر شرکت سودده باشد عدد صفر اختصاص می‌یابد (مائو و همکاران، ۲۰۲۲).
- **اهرم مالی (LEVE):** به پیروی از پژوهش سارکار (۲۰۱۹) در این پژوهش از نسبت بدهی‌ها به دارایی‌ها برای محاسبه اهرم مالی استفاده شده است.
- **اندازه شرکت (SIZE):** عبارت است از لگاریتم مجموع ارزش دفتری دارایی‌ها در پایان سال

مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل رگرسیونی چند متغیره (۱) استفاده می‌شود

¹. Hammon & Opoku

². Sharma et al

³. Sarkar

⁴. Mao et al

تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه

$$SPD_{it} = \alpha + \beta_1 Investcon_{it} + \beta_2 AQ_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 LEVE_{it} + \beta_6 Loss_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۱)$$

$$COE_{it} = \alpha + \beta_1 Investcon_{it} + \beta_2 AQ_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 LEVE_{it} + \beta_6 Loss_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \varepsilon_{it} \quad (۲)$$

یافته‌های پژوهش

آماره‌های توصیفی

آماره توصیفی شمایی کلی از وضعیت توزیع داده‌های پژوهش ارائه می‌کند. نگاره (۱) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد

نگاره ۱. آماره‌های توصیفی پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی
هزینه سرمایه	۰/۱۴	۰/۱۲	۰/۷۵	۰/۱۰	۰/۱۳	۰/۲۰
اندازه شرکت	۶/۹۴	۶/۵۴	۹/۲۶	۴/۴۶	۰/۶۷	۰/۳۰
نسبت وجه نقد عملیاتی	۰/۲۲	۰/۱۷	۰/۵۷	-۰/۰۲	۰/۱۳	۰/۵۷
نسبت ارزش بازار به دفتری	۳/۱۵	۲/۷۲	۷/۷۶	۱/۲۷	۰/۳۲	۰/۲۱
اهرم مالی	۰/۶۰	۰/۶۴	۰/۷۹	۰/۲۰	۰/۱۶	۰/۲۵
مشاهدات	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰	۸۴۰

آمار توصیفی متغیرهای کیفی (کد + و ۱)

متغیرهای کیفی	فراوانی کد ۱	فراوانی کد +	درصد فراوانی کد ۱	درصد فراوانی کد +
اعتماد سرمایه‌گذاران	۳۱۲	۵۲۸	۰/۳۷	۰/۶۳
واگرایی قیمت سهام	۲۴۹	۵۹۱	۰/۳۰	۰/۷۰
کیفیت حسابرسی	۲۳۵	۶۰۵	۰/۲۸	۰/۷۲
زیان شرکت	۱۳۰	۷۱۰	۰/۱۵	۰/۸۵

همانطور که در نگاره (۱) نشان داده شده است میانگین هزینه سرمایه در شرکت‌های مورد بررسی طی سال‌های مورد آزمون ۰/۱۴ است. به عبارت دیگر حداقل نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران در شرکت‌های نمونه حدود ۰/۱۴ بوده است میانگین فرصت سرمایه‌گذاری (نسبت ارزش بازار به دفتری حقوق صاحبان سهام) برابر ۳/۱۵ بوده که حاکی از بالا بودن ارزش روز قیمت سهام شرکت‌های نمونه نسبت به ارزش اسمی آن‌ها است و با توجه به تورم و ایجاد فاصله بین قیمت اسمی و قیمت بازار در بازار بورس ایران این موضوع منطقی است. در بین متغیرهای پژوهش، هزینه سرمایه و اندازه شرکت و به ترتیب دارای کمترین و بیشترین میزان پراکندگی می‌باشند. فراوانی متغیرهای دوجهی نشان می‌دهد شرکت‌های دارای اعتماد سرمایه‌گذاری بالا دسته بندی شده و به آن‌ها عدد ۱ تعلق گرفته که دارای فراوانی ۳۱۲ و درصد فراوانی ۰/۳۷ بوده است. سایر شرکت‌ها با فراوانی ۵۲۸ و درصد فراوانی ۰/۶۳ نیز میزان اعتماد سرمایه‌گذاران کمتر از میانه کل نمونه آماری بوده است. همچنین شرکت‌هایی که مقدار واگرایی قیمت سهام در آن‌ها از میانه واگرایی قیمت سهام در کل نمونه آماری بیشتر بوده است به عنوان شرکت‌های دارای واگرایی قیمت سهام بالا دسته بندی شده و به آن‌ها عدد ۱ تعلق گرفته که دارای فراوانی ۲۴۹ و درصد فراوانی ۰/۳۰ بوده است.

نتایج برآورد مدل‌های پژوهش

قبل از برآورد مدل‌های پژوهش لازم است تا آزمون چاو یا F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای مدل‌های مزبور انجام شود. نتایج حاصل آزمون F لیمر برای مدل‌های پژوهش در نگاره (۲) نشان داده شده است.

نگاره ۲. نتایج آزمون F لیمر یا چاو (همسانی عرض از مبدأهای مقاطع)

آزمون چاو	مدل	آماره F	p.v	نتیجه آزمون	نوع و نتیجه آزمون
H ₀ : یکسانی عرض از مبدأهای مقاطع	۲	۶/۹۶	۰/۰۰	H ₀ رد می‌شود	داده‌های تابلویی
آزمون هاسمن	مدل	Chi.sq	p.v	نتیجه آزمون	نوع و نتیجه آزمون
عدم وجود ارتباط بین متغیر مستقل و خطای تخمین	۲	۹/۹۸	۰/۱۸	H ₀ رد نمی‌شود	اثرات تصادفی

همان‌طور که در نگاره (۲) مشاهده می‌شود، آماره‌ی F در مدل‌های پژوهش در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار است، بنابراین، آزمون چاو، مشابه بودن عرض از مبدأ در تمام دوره‌ها را به طور قوی رد کرده است. از این رو، در این آزمون از داده‌های تابلویی استفاده می‌شود. در مرحله‌ی بعد، روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی آزمون می‌شود. برای این کار از آزمون هاسمن استفاده شده است. با توجه به اینکه آماره‌ی محاسباتی آزمون هاسمن برای مدل تحقیق در سطح خطای ۵ درصد معنی‌دار نشده است. بنابراین، برای برآورد مدل پژوهش از روش اثرات تصادفی استفاده خواهد شد.

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

الف) نتیجه‌ی آزمون مدل اول پژوهش (واگرایی قیمت سهام - رگرسیون لاجیت)

در رگرسیون لاجیت با رویکرد تابلویی سه معیار برای بررسی نکویی برازش استفاده می‌شود که مهمترین آن‌ها LR است. این معیار مانند آماره F رگرسیون معمولی عمل می‌کند. مقدار X^2 مربوط به این آماره با درجه آزادی هفت، در نگاره (۳) برابر ۱۲۳/۹۸ است و احتمال مربوط به آن کمتر از ۵٪ است. بنابراین، فرص عدم معناداری مدل رد می‌شود و مدل معنادار و قابل تکیه است. معیار دیگری که برای ارزیابی به کار می‌رود نسبت راست‌نمایی یا Log likelihood است. مقدار این آماره منفی است و هر چه قدر مطلق آن بزرگتر باشد، حاکی از مناسب بودن مدل است. مقدار به دست آمده برای این مدل عدد ۴۸۵/۱۸- و بیش از ۵- است؛ بنابراین، بر این اساس نیز مدل معنادار و قابل اعتماد است. معیار سوم که جهت آزمون مناسب بودن مدل ارائه شده استفاده می‌شود؛ آماره‌ی نیکویی برازش هاسمر لمشو می‌باشد. در این آزمون برای سطوح معناداری بزرگتر از آلفای (۵٪) مناسبیت مدل مورد تأیید قرار می‌گیرد. لازم به ذکر است که این آماره دارای توزیع خی دو می‌باشد و سطح معناداری آن از این توزیع استخراج می‌گردد که بر اساس نتیجه بدست آمده در نگاره (۳) فرض صفر رد نمی‌شود (زیرا سطح خطا از ۵٪ بزرگتر است) و در نتیجه مدل رگرسیونی پژوهش از مطلوبیت قابل قبولی برخوردار است.

نگاره ۳. نتایج آزمون مدل اول پژوهش در سطح داده‌های تابلویی به روش لاجیت

$SPD_{it} = \alpha + \beta_1 Investcon_{it} + \beta_2 AQ_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 LEVE_{it} + \beta_6 Loss_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \varepsilon_{it}$				
شرح	ضریب	مقدار Z	p.v	VIF
عرض از مبدأ	۰/۳۰	۲/۹۷	۰/۰۰	---
اعتماد سرمایه‌گذاران	-۰/۰۴	-۲/۰۵	۰/۰۴	۱/۰۸
کیفیت حسابرسی	۰/۰۲	۲/۵۶	۰/۰۱	۱/۱۰
اندازه شرکت	۰/۰۱	۳/۰۵	۰/۰۰	۱/۰۵
نسبت جریان نقد عملیاتی	-۰/۰۱	-۳/۱۳	۰/۰۰	۱/۰۳
اهرم مالی	۰/۰۴	۱/۸۴	۰/۰۶	۱/۰۳
زبان شرکت	۰/۰۷	۲/۴۷	۰/۰۱	۱/۰۲
نسبت ارزش بازار به دفتری	۰/۰۳	۱/۹۹	۰/۰۴	۱/۰۱
ضریب تعیین مک فادن	۰/۴۸۷			
LR chi ² (7) (p.v)	۱۲۳/۹۸ (۰/۰۰۰)			
نسبت راست‌نمایی	-۴۸۵/۱۸			
بروش پاگان (سطح خطا)	۰/۲۲ (۰/۱۵)			
هاسمر-لمشو (سطح خطا)	۸/۶۸ (۰/۵۷)			

مأخذ: محاسبات محقق

در تجزیه و تحلیل رگرسیون لجیستیک، ضریب تعیین مک فادن تقریباً همان نقش ضریب تعیین تعدیل‌شده در مدل رگرسیون خطی را ایفاء می‌کند. با توجه به ضریب تعیین مک فادن مدل برازش‌شده، می‌توان ادعا کرد که حدود ۴۸٪ از متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل و کنترلی مدل توضیح داده شده است. هرچه این شاخص به یک نزدیکتر باشد، میزان تطابق مدل با واقعیت بیشتر و به عبارتی نیکویی برازش (تخمین) مدل بیشتر است. مقدار شاخص عامل تورم واریانس (VIF) نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل اول با هم مشکل همخطی شدید ندارند. از آنجایی که آزمون دوربین واتسن تنها خودهمبستگی مرتبه اول را می‌سنجد، لذا از آزمون بروش پاگان که قادر است خودهمبستگی مرتبه‌های مختلف را بسنجد، استفاده شده است. سطح معناداری آزمون بروش پاگان گادفری (۰/۱۵) بوده است. بنابراین در سطح خطای ۵٪ نمی‌توان فرضیه H_0 مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی بین باقیمانده مدل را رد کرد. در نتیجه بین خطاهای مدل؛ خودهمبستگی سریالی مرتبه دوم مشاهده نشده است.

در فرضیه اول تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام مورد بررسی قرار گرفته است. با توجه به نتایج نگاره (۴) آماره‌ی Z مربوط به اعتماد سرمایه‌گذاران شرکت‌ها و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۰/۰۵- و ۰/۰۴ بوده و ضریب آن نیز ۰/۰۴- می‌باشد. به عبارتی با ۰/۰۱ افزایش در اعتماد سرمایه‌گذاران شرکت‌ها، واگرایی قیمت سهام ۰/۰۴ کاهش می‌یابد. بنابراین اعتماد سرمایه‌گذاران شرکت‌ها تاثیر منفی و معناداری بر واگرایی قیمت سهام داشته و فرضیه‌ی اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تایید قرار می‌گیرد.

پس از تخمین مدل لاجیت؛ می‌توان درصد صحت پیش‌بینی مدل را محاسبه و از نیکویی برازش آن اطمینان حاصل کرد. برای این منظور کندی (۲۰۰۳) آزمون‌ی را بر اساس محاسبه درصد پیش‌بینی صحیح مشاهدات صفر و یک پیشنهاد کرده است. نتایج حاصل از پیش‌بینی مدل رگرسیونی لاجیت پژوهش به شرح نگاره (۴) است.

نگاره ۴. نتایج پیش‌بینی صحت مدل آزمون پژوهش

شرح	Y=0	Y=1	مجموع
درصد صحت پیش‌بینی	۹۸/۱۰	۹۶/۰۶	۹۷/۳۵
درصد عدم صحت پیش‌بینی	۱/۹۰	۳/۰۴	۲/۶۵
مجموع	۱۰۰	۱۰۰	۱۰۰

در بخش اول نگاره فوق درصد پیش‌بینی مشاهدات صفر و یک قابل مشاهده است. در خصوص مدل مورد نظر صحت پیش‌بینی مشاهدات صفر ($y=0$) برابر ۹۸/۱۰؛ صحت پیش‌بینی مشاهدات یک ($y=1$) برابر ۹۶/۰۶ و صحت پیش‌بینی کل مدل برابر ۹۷/۳۵ است. بدیهی است هر چه مقادیر بیان شده به ۱۰۰ نزدیکتر باشد؛ توان توضیحی مدل بالاتر است.

ب) نتیجه‌ی آزمون مدل دوم پژوهش (مدل هزینه سرمایه-رگرسیون خطی)

همان‌گونه که در نگاره (۵) مشاهده می‌شود، معنی داری آماره فیشر (۸۵/۳۲) در سطح ۵٪ نشان از معنی داری کلی مدل برآورد شده بوده، بنابراین، مدل پژوهش در کل معنی دار است. علاوه بر این ضریب تعیین تعدیل شده (R^2) ۰/۵۳۰ است. همچنین مقدار آماره دوربین واتسون (۲/۱۱) بیانگر عدم وجود مشکل خودهمبستگی سریالی مرتبه اول در اجزای اخلاص مدل برآورد شده است، لذا نتایج مدل برآورد شده کاذب نیست و تخمین مدل قابل اتکا است. مقدار شاخص عامل تورم واریانس (VIF) نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل مدل اول با هم مشکل همخطی شدید ندارند. نتایج آزمون مدل دوم پژوهش در نگاره (۵) به شرح زیر بیان شده است.

نگاره ۵. نتایج آزمون مدل دوم پژوهش در سطح داده‌های تابلویی

$COE_{it} = \alpha + \beta_1 Investcon_{it} + \beta_2 AQ_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 LEVE_{it} + \beta_6 Loss_{it} + \beta_7 MTB_{it} + \varepsilon_{it}$					
شرح	نماد	ضرایب	آماره t	سطح خطا	VIF
عرض از مبدا	α	۰/۲۱	۲/۹	۰/۰۰	-----
اعتماد سرمایه‌گذاران	<i>Investcon</i>	-۰/۰۶	-۲/۹۴	۰/۰۰	۱/۰۸
کیفیت حسابرسی	<i>AQ</i>	-۰/۰۰۶	۲/۹۷	۰/۰۰	۱/۱۰
اندازه شرکت	<i>Size</i>	۰/۰۱	۱/۹۸	۰/۰۴	۱/۰۵
نسبت جریان نقد عملیاتی	<i>CF</i>	-۰/۰۲	-۲/۲۸	۰/۰۲	۱/۰۳
اهرم مالی	<i>LEVE</i>	۰/۰۷	۱/۹۹	۰/۰۴	۱/۰۳
زیان شرکت	<i>Loss</i>	۰/۰۵	۲/۸۵	۰/۰۰	۱/۰۲
نسبت ارزش بازار به دفتری	<i>MTB</i>	-۰/۰۶	-۲/۱۶	۰/۰۳	۱/۰۱
ضریب تعیین تعدیل شده R^2		۰/۵۳۰			
F رگرسیون (سطح خطا)		۸۵/۳۲ (۰/۰۰۰)			
دوربین واتسون		۲/۱۱			

فرضیه‌ی دوم به بررسی تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه می‌پردازد. با توجه به نتایج نگاره (۵) آماره‌ی t مربوط به متغیر مستقل اعتماد سرمایه‌گذاران و سطح معناداری آن (p.v) به ترتیب ۰/۰۰ و -۲/۹۴ بوده و ضریب آن نیز ۰/۰۶- می‌باشد. بنابراین متغیر اعتماد سرمایه‌گذاران تاثیر مثبت و معناداری بر هزینه سرمایه داشته و فرضیه‌ی دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ مورد تأیید قرار می‌گیرد.

نتیجه‌گیری و بحث

در این پژوهش، تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. بدین منظور از اطلاعات ۱۲۰ شرکت طی بازه زمانی ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ استفاده شده است. نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام تاثیر منفی و معناداری دارد. به عبارتی هرچه اعتماد سرمایه‌گذاران افزایش یابد، باعث کاهش واگرایی قیمت سهام می‌شود. در همین راستا باید گفت یکی از موضوعاتی که سرمایه‌گذاران نسبت به بازارهای سرمایه باید داشته باشند، میزان اعتماد متقابل بین آنها است. افراد با استفاده از اطلاعات در دسترس، پیش‌بینی‌هایشان را انجام و بر مبنای آن انتظاراتشان را شکل می‌دهند و اعتماد می‌کنند. بنابراین اعتماد در بازارهای مالی به باور و نگرش سرمایه‌گذاران به ثبات، قابلیت اطمینان و یکپارچگی نظام مالی و شرکت‌کنندگان آن مربوط می‌شود. از سوی دیگر یکی از مفاهیم مهم تئوری‌های مالی- رفتاری؛ سرمایه‌گذاری در بازارهای سرمایه، واگرایی قیمت سهام است. تغییرات در بازار سرمایه توسط واگرایی در بورس نشان داده می‌شود. هنگامی در بورس واگرایی اتفاق می‌افتد که در گام آخر، معامله‌گران دچار تردید شده و اقدام به تغییر سهم خود می‌کنند. به عبارتی زمانی که قیمت یک سهم و اندیکاتور خلاف جهت یکدیگر در حرکت باشند، واگرایی در تحلیل تکنیکال رخ می‌دهد. در واقع در صورتی که سرمایه‌گذاران نسبت به بازار سرمایه و عدم تقارن اطلاعاتی و شفافیت موجود در آن اعتماد کافی داشته باشند می‌توانند با استفاده از واگرایی قیمت سهام، زمان اصلاح روند قیمتی سهام را تشخیص داده و نسبت به خرید یا فروش به موقع سهام خود اقدام کنند. با ارتقای حس اعتماد سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از موضوعات مالی- رفتاری و تکیه سرمایه‌گذاران بر اطلاعات صحیح، باعث نزدیک شدن قیمت‌های بنیادی سهام به قیمت واقعی آن‌ها شده و از بروز حباب و واگرایی قیمت سهام جلوگیری می‌کند. بنابراین افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران به عنوان یک عامل روانشناختی می‌تواند منجر به کاهش حباب یا واگرایی قیمت سهام شود. این نتایج با چن (۲۰۲۲)، یین و همکاران (۲۰۲۲) و کیم و کانگ (۲۰۱۷) همخوانی دارد.

در فرضیه‌ی دوم به بررسی تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه پرداخته شد. نتایج پژوهش بر اساس داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد که اعتماد سرمایه‌گذاران بر هزینه سرمایه تاثیر منفی و معناداری دارد. مطابق مبانی نظری افزایش افشاء اطلاعات

تاثیر اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و هزینه سرمایه

باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و در نتیجه با افزایش بازده سرمایه‌گذاری، کاهش هزینه سرمایه را در پی دارد. در این خصوص می‌توان گفت اگر نرخ بازده شرکت از هزینه سرمایه آن بیشتر گردد، دارندگان اوراق قرضه، سهام ممتاز و اعطاء‌کنندگان وام به شرکت به نرخ بازده ثابت مورد انتظار خود خواهند رسید و باقیمانده نرخ بازده تحصیل شده به صاحبان سهام عادی تعلق خواهد گرفت و باعث ارزش آفرینی برای آنان می‌شود. در واقع از آنجا که هزینه سرمایه مبتنی بر نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است، شرکت‌ها در تلاش هستند تا از طریق تهیه اطلاعات با کیفیت توان پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی را افزایش و ریسک اطلاعاتی را کاهش دهند و موجب افزایش ثروت سهامداران شوند. نتایج یافته‌های مربوط به این فرضیه با نتایج پژوهش کیم و کانگ (۲۰۱۷) و براون و کلیف (۲۰۰۴) همخوانی دارد.

از محدودیت‌های پژوهش حاضر، می‌توان به فقدان پژوهش مشابه داخلی اشاره نمود، در نتیجه امکان مقایسه نتایج این پژوهش با پژوهش‌های داخلی وجود ندارد. همچنین از آنجایی که داده‌های پژوهش مربوط به بازه زمانی سال ۱۳۹۶ تا ۱۴۰۲ است، تغییر بازه زمانی می‌تواند باعث ایجاد تغییر در نتایج پژوهش شود.

پیشنهادهای پژوهش

الف) پیشنهادهای مبتنی بر نتایج پژوهش

۱. با توجه به معنادار بودن اعتماد سرمایه‌گذاران بر واگرایی قیمت سهام و از آنجا که غالب افراد جامعه ریسک‌گریز هستند و تمایل به سرمایه‌گذاری در پروژه‌های با ریسک کمتر دارند، به سرمایه‌گذاران و سهامداران توصیه می‌شود رتبه اعتباری شرکت‌ها که توسط امتیازات اعطایی سازمان بورس قابل دستیابی است، را مبنایی برای درجه اعتماد و کاهش ریسک سرمایه‌گذاری قرار دهند و از آنجایی که با افزایش رتبه اعتباری، میزان افشای اطلاعات افزایش می‌یابد و امکان دستیابی به اطلاعات پنهانی شرکت‌ها برای سرمایه‌گذاران آگاه کمتر می‌شود، لذا سرمایه‌گذاران می‌توانند شرکت‌های با رتبه اعتباری بیشتر را جهت سرمایه‌گذاری ترجیح دهند.

۲. پیشنهاد می‌گردد جهت جلوگیری از واگرایی قیمت سهام و ایجاد حباب قیمتی، عوامل بازار سرمایه با نظارت بر شفافیت اطلاعات صادر شده از سوی شرکت‌ها و معرفی رتبه اعتباری اطلاعات آنها، شرکت‌ها را ترغیب به بالا بردن شفافیت اطلاعات نموده تا ضمن کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، هزینه سرمایه شرکت‌ها کاسته شود.

ب) پیشنهادهای برای پژوهش‌های آتی

۱. تاثیر قیمت‌گذاری نادرست سهام بر رابطه بین حباب قیمتی سهام و هزینه سرمایه

۲. تاثیر شکنندگی قیمت سهام و همگرایی قیمت سهام بر واگرایی قیمت سهام

منابع

- حسن زاده کوچو، محمود، و مهدی نیا اسبویی، امین. (۱۴۰۱). بررسی تأثیر خودشیفتگی مدیران بر ارزش شرکت‌ها. *فصلنامه علمی تخصصی رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۶(۲۱)، ۱۷۶۲-۱۷۷۶.
- حسینی، محمدحسین. (۱۳۹۸). *بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی، فرصت‌های رشد، بدهی‌ها بر رتبه اعتباری شرکت‌ها*. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، موسسه آموزش عالی فرهیختگان.
- خرم آبادی، مهدی، یوسفوند، داود، و مصافی، فرید. (۱۴۰۲). بررسی رابطه بین واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران و نوسانات ویژه سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*.
- خطیری، محمد، تقوی، سید علی، اصغری، عمار، و رستمی، فریده. (۱۴۰۰). عوامل موثر بر پیش‌بینی بی‌قاعدگی حباب قیمتی سهام. *چشم‌انداز مدیریت مالی*، ۱۱(۳۶)، ۱۷۳-۱۸۷.
- خلیلی، سهیل. (۱۳۹۰). *بررسی واگرایی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران از ارزش بنیادی*. پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی، دانشکده مدیریت و حسابداری.
- راجی زاده، سپیده، تائی نقندری، امیرحسین، و زینلی، حدیث. (۱۴۰۰). تاثیر شکنندگی سهام بر سرعت همگرایی قیمت سهام. *دانش حسابداری مالی*، ۸(۲۸)، ۱۷۵-۱۹۶.
- رحمانیان کوشکی، عبدالرسول، و صفار، آرمین. (۱۴۰۲). تاثیر واگرایی عقاید سرمایه‌گذاران بر قیمت گذاری نادرست سهام با توجه به نقش کیفیت اطلاعات مالی و عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه ایران. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۵(۱)، ۱۴۷-۱۷۴.

- رضائی، علی، رهنمای رودپشتی، فریدون، کردلویی، حمیدرضا، و شاهوردیانی، شادی. (۱۴۰۲). ارائه الگوی جامع سنجش حباب قیمتی سهام در مدیریت پرتفوی با رویکرد رفتاری. *دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۵۷(۱۶)، ۱۶۰-۱۹۴.
- سجادی، زانیار، پاریاد، احمد، و الانی، افشین. (۱۴۰۱). تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره بر رابطه بین ساختار مالکیت و تغییر طبقه‌بندی سود. *مجله دانش حسابداری*، ۱۳(۱)، ۱۶۷-۱۸۴.
- شریفی، یاسر، توحیدی، محمد، و حامدی، میثم. (۱۴۰۳). شناسایی و اولویت‌بندی راهکارهای بازیابی اعتماد سرمایه‌گذاران به بازار سرمایه جمهوری اسلامی ایران. *مدیریت دارایی و تامین مالی*، ۱۲(۳)، ۴۱-۶۰.
- شکورنیا، روژین، دستگیر، محسن، و سروش یار، افسانه. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر گرایش احساسی و رفتار توده‌وار سهام‌داران بر ریسک سقوط قیمت سهام. *پیشرفت‌های مالی و سرمایه‌گذاری*، ۴(۳)، ۱۳۱-۱۵۲.
- قدیری، میثم. (۱۴۰۰). نقش سهام‌شمار آزاد در اعتماد سرمایه‌گذاران با واسطه‌گری فاکتورهای مالی. پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه پیام نور استان تهران، مرکز پیام نور تهران غرب.
- میرزایی، اسماعیل، و برادران حسن زاده، رسول. (۱۴۰۱). ارزیابی میزان تأثیر پذیری نوسان بازده سهام مبتنی بر احساسات سرمایه‌گذاران با لحاظ نمودن اثرات فرصت سرمایه‌گذاری. *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۵(۷۵)، ۲۸-۵۱.
- Abeysekera, I. (2025). Analyst decision methods in stock price forecasting in the emerging capital market of Sri Lanka. *South Asian Journal of Business Studies*.
- Agudelo Aguirre, A. A., Rojas Medina, R. A. & Duque Méndez, N. D. (2020). Machine learning applied in the stock market through the Moving Average Convergence Divergence (MACD) indicator. *Investment Management and Financial Innovations*, 17(4), 44-60.
- Akins, B., Ng, J. & Verdi, R., S. (2011). Investor competition over information and the pricing of information asymmetry. *Accounting Review*, 87(1), 35-58.
- Albada, A., Low, S. W. & Toh, M. Y. (2023). Divergence of beliefs and IPO initial return: the quasi-moderating role of investor demand. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 30(4), 296-308.
- Baker, M. & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of Economic Perspectives*, 21(02), 129-152.
- Banerjee, A. V. (1992). A simple model of herd behavior. *The Quarterly Journal of Economics*, 107(3), 797-817.
- Borri, N. & Shakhnov, K. (2023). Cryptocurrency discounts. *Journal of International Money and Finance*, 139, 102963.
- Brown, G. W. & Cliff, M. T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11(1), 1-27.
- Bustos, O. & Pomares-Quimbaya, A. (2020). Stock market movement forecast: a systematic review. *Expert Systems with Applications*, 156, 113464.
- Chen, L., Wang, J., Wu, C. & Zhu, H. (2022). Divergent opinion, trading information, and stock price co-movements. *In Advances in Pacific Basin Business, Economics and Finance*, 8(12), 1-21.
- Choi, C-Y. & Choi, H. (2014). Does distance reflect more than transport costs?. *Economics Letters*, 125(1), 82-86.
- Dos Santos, M.A., Favero, L.P.L., Brugni, T.V., Serra, R.G. (2024). Adaptive markets hypothesis and economic-institutional environment: a cross-country analysis. *Revista de Gestão*, 31(2), 215-236.
- Duong, H. N., Kaley, P. S. & Tian, X. (2023). Short selling, divergence of opinion and volatility in the corporate bond market. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 147, 104592.
- Easton, P. D. (2004). PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. *The Accounting Review*, 79(1), 73-95.
- Elliott, W. B., Jackson, K. E., Peecher, M. E. & White, B. J. (2013). The unintended effect of corporate social responsibility performance on investors' estimates of fundamental value. *The Accounting Review*, 89(1), 275-302.
- Falkstein, E. G. (1996). Preferences for stock characteristics as revealed by mutual fund portfolio holding. *The Journal of Finance*, 51(1), 111-135.
- Fama, E. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25, 383-417.
- Fan, R., Talavera, O. & Tran, V. (2023). Information flows and the law of one price. *International Review of Financial Analysis*, 85, 102466.

- Feng, W., Lau, W-Y., Goh, L.T. (2025). Price Limit Expansion and Stock Price Divergence: Evidence from Growth Enterprise Market of Shenzhen Stock Exchange, *The Singapore Economic Review*.
- Gebhardt, W., Lee, C., Swaminathan, B. (2001). Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 39, 135-176.
- Ghadiri, M. (2021). *The role of free float stock in investors confidence through the mediation of financial factors*. Master's thesis in accounting, Payam Noor University, West Tehran .(in Persian)
- Gupta, R., Nela, J. & Pierdzioch, C. (2023). Investor Confidence and Forecastability of US Stock Market Realized Volatility: Evidence from Machine Learning. *Journal of Behavioral Finance*, 24(1), 111–122.
- Hammond, P., & Opoku, M. O. (2023). The mediating effect of going concern and corporate reporting in the relationship between corporate governance and investor confidence in financial institutions. *Heliyon*, 9(10), e20447.
- Hassani, M. H. (2019). *Investigating the effect of information asymmetry, growth opportunities, and debts on companies' credit ratings*. Master's thesis in Accounting, Farahikhtegan Institute of Higher Education. (in Persian)
- Hassanzadeh Kocho, M. & Mahdinia Osboei, A. (2022). The effect of CEO Narcissism on Firm Value. *Journal of New Research Approaches in Management and Accounting*, 6(21), 1762-1776. (in Persian)
- He, T., Li, Y., Wang, Z., Tan, Z. (2023). Do divergent ESG ratings improve firms' voluntary disclosure? *Accounting and Economics Research*, 37(3), 54–70.
- Jiang, Y. (2022). *Does Financial Statement Comparability Enhance The Usefulness of Earnings?.* Evidence From Canada. Toronto Metropolitan University. Thesis.
- Khalili, S. (2011). *Studying the divergence of stock prices of companies listed on the Tehran Stock Exchange from fundamental value*. Master's thesis, Allameh Tabatabaei University, Faculty of Management and Accounting. (in Persian)
- Khatiri, M., Taghavi, S. A., Asgari, A. & Rostami, F. (2021). Factors Affecting the Prediction of Irregularity Stock Price Bubble. *Financial Management Perspective*, 11(36), 173-187. (in Persian)
- Khorramabadi, M., Yousofvand, D. & Masafi, F. (2024). Investigating the relationship between the divergence of investors' opinions and the specific volatility of stocks in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Studies*. (in Persian)
- Kim, H. & Kung, H. (2017). The asset redeploy ability channel: How uncertainty affects corporate investment. *Review of Financial Studies*, 30, 245–280.
- Kwabi, F. O., Owusu-Manu, S., Boateng, A., Ezeani, E.-B. & Du, M. (2022). Economic policy uncertainty and cost of capital: the mediating effects of foreign equity portfolio flow. *Review of quantitative finance and accounting*, 59(2), 457-481.
- Li, S., Hoque, H., & Liu, J. (2023). Investor sentiment and firm capital structure. *Journal of Corporate Finance*, 80, 102426.
- Lyócsa, S. & Baumöhl, E. (2014). Risk-return convergence in CEE stock markets: structural breaks and market volatility. *Finance a Uver*, 64(5), 352-373
- Makarov, I. & Schoar, A. (2020). Trading and arbitrage in cryptocurrency markets. *Journal of Financial Economics*, 135(2), 293–319.
- Mao, X., Sun, H., Zhu, X. & Li, J. (2022). Financial fraud detection using the related-party transaction. *Procedia Computer Science*, 199, 733-740.
- Mauboussin, M. J. & Callahan, D. (2023). *Counterpoint Global Insights Cost of Capital, A Practical Guide to Measuring Opportunity Cost*. Investment Management.
- Meier, C. (2018). Aggregate Investor Confidence in the Stock Market. *Journal of Behavioral Finance*, 19(4):1-13.
- Mirzayi, E. & Baradaran Hasanazadeh, R. (2023). Evaluating the effectiveness of stock return fluctuations based on investors' sentiments, taking into account the effects of investment opportunities. *Journal of Accounting and Management Vision*, 5(75), 28-51. (in Persian)
- Munir, A.F., Abd Sukor, M.E., Shaharuddin, S.S. (2021). Adaptive market hypothesis and time varying contrarian effect: evidence from emerging stock markets of South Asia. *Sage Open*, 12(1).

- Muslim, A. I. & Setiawan, D. (2021). Information asymmetry, ownership Structure and cost of equity capital: The formation for open innovation. *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 1(7), 1-17.
- Penman, S., Zhu, J. & Wang, H. (2023). The implied cost of capital: accounting for growth. *Review of quantitative finance and accounting*, 61(3), 1029-1056.
- Persakis, A. & Iatridis, G. E. (2015). Cost of capital, audit and earnings quality under financial crisis: A global empirical investigation. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 38, 3-24.
- Qi, Y., Zou, Y. & Shi, F. (2025). CEO social capital and implied cost of capital: Based on the empirical evidence of Chinese family businesses. *PloS one*, 20(3), 0316535.
- Rahmanian Koushkaki, A. & Saffar, A. (2023). The effect of divergent opinions of investors on the incorrect pricing of stocks with regard to the role of financial information quality and information asymmetry in the Iranian capital market. *Journal of Accounting Advances*, 15(1), 147-174. (in Persian)
- Rajizadeh, S., Taebi Noghondari, A. T. N. & Zeinali, H. (2021). The effect of stock fragility on the rate of stock price convergence. *Financial Accounting Knowledge*, 8(28), 175-196. (in Persian)
- Ramezani, A., Rahnama, F., Kordlouie, H. & Shahverdiani, S. (2023). Providing a Comprehensive Model for Measuring the Stock Price Bubble in Portfolio Management with a Behavioral Approach. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, 57(16), 160-194. (in Persian)
- Rogof, K. (1996). The purchasing power parity puzzle. *Journal of Economic Literature*, 34(2), 647-668.
- Sajjadi, Z., Paryad, A. & Balani, A. (2022). Investigate the Effect of Board Characteristics on the Relationship between Ownership Structure and Classification Shifting. *Journal of Accounting Knowledge*, 13(1), 167-184. (in Persian)
- Sarkar, S. (2019). Signal Fitness and Verifiability, Divergence of Investor Opinions, and IPO Underpricing. In *Academy of Management Proceedings*, 2019(1), 11028.
- Shakornia, R., Dastgir, M. & Soroshyar, A. (2023). Investigating the effect of emotional tendency and mass behavior of shareholders on the risk of falling stock prices. *Advances in Finance and Investment*, 4(3), 131-152. (in Persian)
- Sharifi, Y., Tohidi, M. & Hamed, M. (2024). Identification and Prioritization of Solutions for Restoring Investors' Confidence in the Capital Market of the Islamic Republic of Iran. *Journal of Asset Management and Financing*, 12(3), 41-60. (in Persian)
- Sharma, R., Chawla, S., Dagar, V., Kagzi, M., Rao, A. (2025). SDG adoption and firm risk: The impact of ESG performance, investor confidence, and agency cost. *International Review of Economics & Finance*, 101, 104205.
- Silva, D., & Cerqueira, A. (2021). Divergence of Opinion and Idiosyncratic Volatility. *Revista Brasileira de Gestão de Negócios*, 23, 654-676.
- Snow, H. (2022). Is the new issue puzzle real? Evidence from implied cost of capital. *International Journal of Managerial Finance*, 18(3), 488-509.
- Van Norden, S. (2013). Regime Switching as a Test for Exchange Rate Bubbles. *Journal of Applied Econometrics*, 11, 219-51.
- Waliuddin, M., Razali, M., Brahmana, R. K. & Sinnasamy, G. (2016). Corporate disclosure and cost of equity: Case of Malaysian listed companies. *Journal of International Business and Economics*, 16(2), 83-94.
- Wang, X. (2020). The Implied Cost of Capital: A Deep Learning Approach. *ERN: Forecasting Techniques (Topic)*.
- Welch, I. (2000). Herding among security analysts. *Journal of Financial Economics*, 58(3), 369-396.
- Xiong, X., Meng, Y., Li, X., Shen, D. (2019). An empirical analysis of the Adaptive Market Hypothesis with calendar effects: evidence from China. *Finance Research Letters*, 31, 321-333. doi: 10.1016/j.frl.2018.11.020.
- Yassin, M. M., Ali, H. Y. & Hamdallah, M. E. (2015). The relationship between information asymmetry and stock return in the presence of accounting conservatism. *International Journal of Business and Management*, 10(5), 126-133.
- Yin, S., Chevapatrakul, T., & Yao, K. (2022). The causal effect of improved readability of financial reporting on stock price crash risk: Evidence from the Plain Writing Act of 2010. *Economics Letters*, 216, 110614