



Ethical Ideology in Investment, Securities Portfolio, Expected Market Returns in IPOs by Financial Market Experts Using the Winner's Curse

Alireza Heydari

Department of Accounting, Zanjan branch, Islamic azad university, Zanjan, Iran.

Abbas Ramzanzadeh Zaidi (Corresponding author)

Department of Accounting, Neka branch, Islamic azad university, Neka, Iran.

ab.ramezanzadeh@iau.ac.ir

Ali Bayat

Department of Accounting, Zanjan branch, Islamic azad university, Zanjan, Iran.

Vahab Rostami

Department of Accounting, Zanjan branch, Payame noor university, Zanjan, Iran.

Article Info

Article type:

Research Article

Article history:

Received: 05 May 2024

Accepted: 15 Sep 2024

Keywords:

Ethical Ideology, Investment Returns, Securities Portfolio, Expected Market Returns in Initial Offerings, Winner's Curse.

Abstract

The main purpose of the research is to investigate the ethical ideology in investment, portfolio, expected market returns in initial offerings by financial market experts with the winner's curse. The statistical population in the behavioral discussion includes market analysts, university professors and students. To check the expected earnings, the society includes all the companies that had an initial supply in 2021 and 4 companies (Folad Sabzevar, Sepid Makian, Kimiatek, Taiyei Korosh) as a sample and collected information by library and field methods using questionnaire tools. and the type of data. With the Smart PLS software in the analysis of hypotheses, we found that analysts with strong moral ideology did not have a significant impact on the expected earnings of the market in IPO, and then its idealism was rejected and the relativity of moral laws was confirmed. Analysts did not suffer from the phenomenon of winner's curse. Also, strong moral ideology in financial analysts leads to better returns in investment, after which idealism was rejected and moral relativism was rejected. Strong moral ideology in analysts leads to the formation of better securities portfolios in investment, both dimensions of moral ideology were confirmed.



ایدئولوژی اخلاقی در سرمایه‌گذاری، سبد اوراق بهادار، عایدات انتظاری بازار در

عرضه‌های اولیه توسط خبرگان بازارهای مالی با نفرین برنده

علیرضا حیدری

گروه حسابداری، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران.

عباس رمضانزاده زیدی (نویسنده مسئول)

گروه حسابداری، واحد نکا، دانشگاه آزاد اسلامی، مازندران، ایران.

ab.ramezanzadeh@iau.ac.ir

علی بیات

گروه حسابداری، واحد زنجان، دانشگاه آزاد اسلامی، زنجان، ایران.

وهاب رستمی

گروه حسابداری، واحد زنجان، دانشگاه پیام نور، زنجان، ایران.

اطلاعات مقاله

چکیده

نوع مقاله:

پژوهشی

تاریخچه مقاله:

تاریخ دریافت: ۱۶ اردیبهشت ماه ۱۴۰۳

تاریخ پذیرش: ۲۵ شهریور ماه ۱۴۰۳

واژگان کلیدی:

ایدئولوژی اخلاقی، بازده سرمایه‌گذاری، سبد اوراق بهادار، عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه، نفرین برنده.

هدف اصلی پژوهش بررسی ایدئولوژی اخلاقی در سرمایه‌گذاری، سبد اوراق بهادار، عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه توسط خبرگان بازارهای مالی با نفرین برنده می‌باشد. جامعه آماری در بحث رفتاری شامل تحلیل گران بازار، اساتید دانشگاه و دانشجویان می‌باشند. برای بررسی عایدات انتظاری، جامعه شامل کلیه شرکت‌هایی که سال ۱۴۰۰ عرضه اولیه داشته‌اند و ۴ شرکت (فولاد سبزوار، سپید ماکیان، کیمیاتک، غذایی کوروش) به عنوان نمونه انتخاب و گردآوری اطلاعات به روش کتابخانه‌ای و میدانی با ابزار پرسشنامه است. با استفاده از نرم افزار اسمارت 4- PLS در تحلیل فرضیه‌ها دریافتیم که تحلیل گران با ایدئولوژی اخلاقی قوی در عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه تأثیر معنادار نداشتند و بعد ایده‌آل‌گرایی آن رد و نسبت قانون‌های اخلاقی تأیید شده است که در آن تحلیل گران دچار پدیده نفرین برنده نشدند. همچنین، ایدئولوژی اخلاقی قوی در تحلیل گران مالی باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند که بعد ایده‌آل‌گرایی آن رد و بعد نسبت اخلاقی رد شد. ایدئولوژی اخلاقی قوی در تحلیل گران باعث تشکیل سبد اوراق بهادار بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند هر دو بعد ایدئولوژی اخلاقی مورد تأیید قرار گرفت.

ناشر: دانشگاه آزاد اسلامی واحد علی‌آبادکتول. © نویسندگان.



۱. مقدمه

اقتصاددانان همواره علاقه زیادی به پاسخ به این سوال داشتند که آیا تمایلات و رفتار خبرگان بازارهای مالی، عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه را تحت تأثیر قرار می‌دهد یا نه؟، محققان در مالیه رفتاری اشاره می‌کنند به اینکه وقتی آربیتراژ محدود است، تمایلات معامله‌گران پارازیت می‌تواند در بازارهای مالی پا برجا باشد و عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه را تحت تأثیر قرار دهد. در کشف قیمت عرضه اولیه سهام، عوامل بازاری بر عرضه و تقاضا مؤثر است؛ لذا قیمت عادلانه‌ای باید تعیین گردد که بر اساس آن بتوان سهام را به سرمایه‌گذاران واقعی، و نه خریدارانی که به دنبال کسب سود از محل ما به تفاوت قیمت خرید و فروش مجدد سهام هستند، ارائه نمود. هر تصمیمی که در هر موضوع سازمانی گرفته می‌شود، پیامدهایی کوچک و بزرگ، مثبت و منفی برای شخص تصمیم‌گیرنده، سازمان او، اجتماع و آیندگان در پی دارد. هر شخصی بر اساس عقلانیت محدود و نگرش‌های مختلف تصمیم‌گیری می‌کند، اما تحقیقات بسیاری نشان داده که تعصبات و خطاهای سیستماتیک نیز در قضاوت آن‌ها دخیل است. انسان‌ها برای آنکه تلاش کمتری به خرج داده و خود را درگیر سبک و سنگین کردن‌های پیچیده نکنند، تجربیات، انگیزه‌ها، احساسات درونی و قوانین کلی را به شدت در تصمیم‌گیری‌های خود دخیل می‌کنند. این میان برها مفید هستند؛ اما ممکن است عقلانیت را هم به شدت منحرف کنند. در فرآیند تصمیم‌گیری عاقلانه فرض بر این است که ما اطلاعات را بی‌طرفانه جمع‌آوری کنیم (اندرل، ۲۰۰۲). بنابراین، اخلاقیات، هنجارهای رفتاری پذیرفتنی‌اند و هدف آن‌ها جلوگیری از بروز رفتارهایی نامطلوب است (مهدیه و سنگری، ۲۰۰۸).

رشد و رونق داد ستدها در بازار ایران در سال ۱۳۹۸ که با ساختار نامتعارف انتظارات پدید آمد و همچنین سقوط شاخص بورس اوراق بهادار تهران از اواسط سال ۱۳۹۹ نشان داد که سهام‌ها می‌توانند قیمت‌گذاری نادرستی داشته باشند و این موضوع در مورد سهام‌های عرضه اولیه پررنگ‌تر

¹ - Enderl

² - Mahdiye & Sangaree

است و نوسانات قیمت سهام فقط به عوامل بنیادی محدود نمی‌شود بلکه عوامل دیگری نیز دخیل هستند. به این ترتیب تئوری‌های مالی سنتی به تنهایی جوابگوی نیازهای اطلاعاتی سرمایه‌گذاران نیستند. این پژوهش، منجر به دانش‌افزایی و توسعه ادبیات حسابداری خواهد شد زیرا این پژوهش برای اولین بار مؤلفه رفتاری (ایدئولوژی‌های اخلاقی) خبرگان بازارهای مالی را در عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه شرکت‌ها، تشکیل سبد اوراق بهادار بهینه و بازدهی سرمایه‌گذاری مورد بررسی قرار می‌دهد. دوم اینکه این پژوهش نخستین پژوهشی است که پدیده نفرین برنده را در بازار سرمایه بررسی می‌کند. سوم اینکه این پژوهش موجب گسترش مبانی نظری پژوهش‌های گذشته در رابطه با بازده‌های عرضه‌های اولیه عمومی، سبد اوراق بهادار و بازدهی سرمایه‌گذاری می‌گردد. چهارم اینکه این پژوهش شبه آزمایشگاهی بوده و از کیس‌های واقعی استفاده خواهد شد. به طور کلی این موضوع تا کنون در کشور ایران و خارج از کشور مورد بررسی قرار نگرفته است به همین جهت سعی بر آن شده است تا تأثیر ایدئولوژی‌های اخلاقی خبرگان بازارهای مالی در سرمایه‌گذاری، سبد اوراق بهادار و عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه با رویکرد فرضیه نفرین برنده بررسی شود.

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

ایدئولوژی اخلاقی به عنوان دستورالعمل و راهنمای تصمیم‌گیرندگان در وضعیت‌های دشوار اخلاقی عمل می‌کند (هنله و همکاران،^۳ ۲۰۰۵)، (رست و همکاران،^۴ ۱۹۹۹) و ایده‌آل‌گرایی و نسبیت‌گرایی اخلاقی دو وجه ثابت ایدئولوژی اخلاقی هستند که ایده‌آل‌گرایی به اقدام درست اخلاقی برای نتیجه خوشایند تصمیم‌گیری منجر می‌شود (شاجی و همکاران،^۵ ۲۰۱۲) (شوکلا و سریواستاوا،^۶ ۲۰۱۷). در مقابل نسبیت‌گرایی در اصول اخلاقی و تصمیم‌گیری تردید دارد با توجه به وضعیت متفاوت واکنش متفاوت نشان می‌دهند (شاجی و همکاران، ۲۰۱۱). قطعاً بخش قابل توجهی از آینده هر بشر تحت تأثیر تصمیمات عاقلانه‌ای است که اتخاذ می‌کند، اما این واقعیت را هم نمی‌توان انکار کرد که

³ - Henle et al

⁴ -Rest et al

⁵ - Shaji et al

⁶ - Shukla & Srivastava

در دنیا همیشه ایدئولوژی اخلاقی بر تصمیمات انسان تأثیر می‌گذارد (جورج^۷، ۲۰۰۳). ایدئولوژی اخلاقی افراد در جهت هدایت درونی برای تصمیم‌گیری و تعیین درست قیمت عرضه اولیه سهام کاربرد دارد (شیرباگی و همکاران^۸، ۲۰۱۳) (بائر و اسمیت^۹، ۲۰۱۵). قیمت‌گذاری عرضه اولیه، عامل کلیدی موفقیت یا عدم موفقیت یک قیمت‌گذاری عرضه اولیه است و مؤلفه مهم تعیین قیمت مطلوب نیز، بازده روز اول می‌باشد (کانیکو و پت وی^{۱۰}، ۲۰۰۳). لذا قیمت تعیین شده برای اولین عرضه عمومی باید به گونه‌ای باشد که منجر به حداکثر کردن ارزش شرکت، جبران هزینه‌های کسب اطلاعات، توسط سرمایه‌گذاران و پوشش ریسک سرمایه‌گذار در مقام خریدار سهام شرکتی که تاکنون سهام خود را عرضه ننموده است، شود (گوا^{۱۱}، ۲۰۱۱). لذا مبنای فرضیه دامنه قیمتی بهینه چنانچه سهام شرکت‌ها در سطح مطلوب قیمتی، مورد معامله قرار گیرد، هم هویت و شخصیت شرکت حفظ می‌شود و هم حجم معاملات افزایش می‌یابد (بالتاکین و همکاران^{۱۲}، ۲۰۱۹) (شوارتز و کارول^{۱۳}، ۲۰۰۳). در این راستا، شرکت‌هایی که عرضه اولیه می‌شوند از پیشینه چندان زیادی برخوردار نیستند و صورت‌های مالی آن‌ها نسبت به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس از شفافیت کمتری برخوردار است و از طرفی در ارزش‌گذاری شرکت‌ها استناد به تئوری‌های مالی و سنتی به تنهایی جوابگو نمی‌باشد (بیکر و ورگلر^{۱۴}، ۲۰۰۱). لذا در جهت کاهش میزان اشتباهات سرمایه‌گذاران در انتخاب سرمایه‌گذاری‌های خود در عرضه اولیه سهام این سوال مطرح می‌شود که ایدئولوژی‌های اخلاقی خبرگان بازارهای مالی در عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه شرکت‌ها با لحاظ پدیده نفرین برنده چگونه خواهد بود؟

7 George

8 Shirbagi et al

9 Bauer & Smeets

10 - Kaneko & Pettway

11- Guo

12 - Baltakienė et al

13 - Schwartz & Carroll

14 - Bake & Wurgler

در زمان عرضه اولیه سهام به عموم، مدیران دارای اطلاعات محرمانه در مورد جریان‌های نقدی آتی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و مهارت‌های مدیریتی خودشان هستند ولی سرمایه‌گذاران در مورد پیش‌بینی‌های عرضه اولیه سهام شرکت مطمئن نیستند. خرید سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار نسبت به سایر شرکت‌ها فرآیندی پرمخاطره‌ای است، بدلیل عدم سابقه معاملاتی، اطلاعات تاریخی مربوط به آن‌ها اندک است (لوی و ژانگ، ۲۰۱۵). در این زمان اگر سرمایه‌گذاران ارزش سهام را بیشتر از میانگین و بیشتر از مقداری که سایرین اعلام کرده‌اند خریداری کند دچار پدیده نفرین برنده می‌شود و در این حالت هزینه‌ای که فرد برنده می‌پردازد بیشتر از ارزش واقعی سهام بوده و در نتیجه فرد برنده متضرر خواهد شد. یعنی آنکه شخص برنده به دلیل آنکه ارزشی بیشتر از قیمت خود کالا پرداخته و ضرر کرده است مورد نفرین واقع شده است (لین و همکاران، ۲۰۱۶). به بیان دیگر، پدیده «نفرین برنده» زمانی بوجود می‌آید که یک سهم یا کالا بدون آنکه همه پیشنهاد دهندگان از ارزش آن به صورت دقیق مطلع گردند همگی یک ارزش را برای آن متصور هستند. وقتی ایدئولوژی اخلاقی فرد پایین باشد افراد قیمت سهام را بیشتر از آنچه که ارزش واقعی آن هست در ذهن خود تخمین می‌زنند. در این حالت میانگین ارزش انتظاری افراد تقریباً معادل با ارزش واقعی سهام خواهد شد. بنابراین، هر چه تعداد شرکت‌کنندگان در این گونه حراج‌ها بیشتر باشد فرد برنده ضرر بیشتری را متحمل می‌شود. البته در بسیاری از حراج‌ها ارزش سهام برای پیشنهاددهندگان متفاوت است گاهی یک سهام آن قدر برای یک شخص مهم است که از پرداخت هر هزینه‌ای برای آن احساس ضرر نمی‌کند (لسنیاک و پلبانکیویچ، ۲۰۱۵). به طور کلی، اگر سهام‌های عرضه اولیه به صورت غیرمنطقی توسط خیرگان بازار مالی با ایدئولوژی اخلاقی پایین قیمت‌گذاری شود، متقاضی خرید سهام عرضه‌های اولیه با قیمت‌های کمتر از واقع رو به رو می‌شوند در

15 - Levi & Zhang

16 - Lin et al

17- Lesniak & Plebankiewicz

حالی که سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع، متقاضی خرید کلیه سهام می‌شوند، در نتیجه برای آن‌ها بازده منفی ایجاد می‌کند و سرمایه‌گذاران بی‌اطلاع با نفرین برنده مواجه می‌شوند (اریکسون و گیجر، ۲۰۰۶).^{۱۸} خبرگان بازار مالی با ایدئولوژی اخلاقی قوی نسبت به خبرگانی که ایدئولوژی اخلاقی ضعیف دارند به مراتب پرتفوی بهتری را تشکیل می‌دهند و با انتخاب انواع دارایی‌ها، سرمایه خود را در بخش‌های مختلف سرمایه‌گذاری کرده و ریسک مختص یک دارایی خاص را متحمل نمی‌شود. همچنین، سبد اوراق بهادار نیز شامل مجموعه‌ای از چندین اوراق بهادار مختلف است که افراد برای سرمایه‌گذاری آن‌ها را خریداری می‌کنند. در واقع، افراد می‌توانند با ایجاد پرتفوی اوراق بهادار مناسب از شرکت‌ها و صنایع مختلف بازار، ریسک غیرسیستماتیک سرمایه‌گذاری خود را کاهش دهند (هنس و ولسک، ۲۰۱۱).^{۱۹} به همین ترتیب، سرمایه‌گذاران و خبرگان مالی با ایدئولوژی اخلاقی قوی با محاسبه بازدهی سرمایه‌گذاری‌های مختلف و مقایسه آن‌ها با یکدیگر دست به انتخاب می‌زنند (بایرن، ۲۰۰۵).^{۲۰} زیرا بازدهی سرمایه‌گذاری معیاری است که با آن خبرگان مالی کارایی یک سرمایه‌گذاری را ارزیابی می‌کنند (سولمون، ۱۹۹۶).^{۲۱}

در ارتباط با موضوع پژوهش، مطالعاتی که انجام شده است فقط به ارائه برخی از مطالعات انجام شده در گذشته به طور نسبی اشاره‌ای خواهد شد (اقتصاد و محمدی، ۲۰۲۳).^{۲۲} در یک دوره پنج ساله (۱۳۹۶-۱۴۰۱) مشاهده کردند که مدل‌های بهینه‌سازی سبد سرمایه‌گذاری با پیش‌بینی بازده مورد انتظار با روش جنگل تصادفی بهتر عمل می‌کند.

پورزمانی و بیات^{۲۳} (۲۰۲۲) در مطالعه خود به این نتیجه رسیدند ارزش‌های اخلاقی و هویت اجتماعی بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی تأثیر مثبتی دارد و ایدئولوژی اخلاقی با بعد آرمان‌گرایی اثر مثبت و نسبی‌گرایی اثر منفی بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی داشت. در پژوهشی دیگر، میرزایی و

18 - Eriksson & Geijer

19 - Hens & Vlcek

20 - Byrne

21 - Solomon

22 - Eghtesad & Mohammadi

23 - Pourzamani & Bayat

همکاران^۴(۲۰۲۲) دریافتند که هویت اجتماعی بر کیفیت صورت‌های مالی تأثیری نداشت ولی ارزشهای اخلاقی و ایدئولوژی‌های اخلاقی با بعد آرمان‌گرایی بر کیفیت صورت‌های مالی اثر مستقیم دارد ولی ایدئولوژی‌های اخلاقی با بعد نسبی‌گرایی بر کیفیت صورت‌های مالی اثر معکوس دارد. صادقی و دریائی^۵(۲۰۲۱) طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۹ تعداد ۱۷۲ شرکت را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه دست یافتند که اثر سوگیری رفتار سرمایه‌گذاران بر بازده عرضه اولیه در کوتاه‌مدت مثبت است که کیفیت حسابرسی اثر آن را کاهش و رشد شرکت آن را تقویت می‌کند. صالحی و ناظمی^۶(۲۰۲۱) با مشاهده نمونه مورد مطالعه و تشکیل دو گروه بازی در سطح ساده و پیچیده که دارای ویژگی‌های بازار حسابرسی است بررسی کردند و نتایج حاکی از آن شد که حسابرسان در هر دو بازار به‌طور متوسط قیمت‌هایی کمتر از قیمت‌گذاری بدون ریسک پیشنهاد می‌نمایند و همین موضوع مبنی بر اثبات وجود نفرین برنده در بازار خدمات حسابرسی است. باغومیان و رجب‌دُری^۷(۲۰۲۲) نشان دادند که بین ایده‌آل‌گرایی و استرس حسابداران رسمی، رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد. همچنین، بین نسبی‌گرایی و استرس کارکنان، رابطه معکوس و معناداری مشاهده شد. در نتیجه، با توجه به کنترل استرس حسابداران رسمی و در راستای رسیدن به اهداف سازمانی، لازم است که برنامه‌ریزی‌های مناسبی در ارتباط با ایدئولوژی‌های اخلاقی افراد، صورت گیرد. (طیبی ابوالحسنی و همکاران،^۸۲۰۱۹) به این نتیجه رسیدند که عوامل پایبندی اخلاقی، بر نگرش اخلاقی به کسب و کار مؤثرند و تأثیر عوامل پایبندی اخلاقی بر نگرش (ایدئولوژی) اخلاقی به کسب و کار را تعدیل می‌کنند.

24 - Mirzaie & et al

25 - Sadeqi & Daryaei

26 - Salehi & Nazemi

27 - Baghoomian & Rajabdoory

28 - Tayebi Abolhasani et al

در پژوهشی دیگر، اسماعیلی و همکاران (۲۰۱۸) به این نتیجه رسیدند که مدل نزدیک‌ترین همسایگی و ماشین‌بردار کارایی بالایی در پیش‌بینی عملکرد کوتاه‌مدت IPO داشتند. قربانی‌آقباقر و نوروش (۲۰۱۵) طی پژوهشی دریافتند رفتار سرمایه‌گذاران و بهای سهام در زمان عرضه اولیه سهام در قیمت سهام تأثیر بسزایی دارد. در جای دیگر، جبارزاده کنگرلویی و همکاران (۲۰۱۶) نشان دادند بین مولفه‌های ایدئولوژی اخلاقی، نسبی‌گرایی و عدم تقارن اطلاعات رابطه مثبت و معنی‌دار با هم دارند ولی ایده‌آل‌گرایی رابطه‌ای با عدم تقارن اطلاعات ندارد. دانگ و همکاران (۲۰۲۴) دریافتند سیستم کارایی، قیمت‌گذاری اولیه عرضه عمومی را بهبود میبخشد و در کاهش محدودیت‌های سرمایه‌ضروری است و نسبت سرمایه‌گذاری مشترک را در بین سرمایه‌گذاران نهادی کاهش می‌دهد و کارایی عایدات انتظاری بازار را افزایش می‌دهد. از طرفی، داگلاس و همکاران (۲۰۲۴) متوجه شدیم که IPO های شرکت‌های فرهنگی قوی با بازنگری قیمت مثبت‌تر و بازده اولیه بالاتر با کاهش قیمت بیشتر همراه است. در پژوهشی دیگر، لیو و همکاران (۲۰۲۳) به طور تجربی نشان دادند در صورتی که شرکت‌های عرضه اولیه عمومی درآمد حاصل از فروش سهام اولیه را دریافت نکنند، اکثر آن‌ها به زودی نقدینگی خود را از دست خواهند داد.

یائو و همکاران (۲۰۲۴) با به کارگیری ۳۳۱۶ شرکت سهامی در چین در بازه زمانی ۲۰۰۸ تا ۲۰۱۹ در بررسی قیمت‌گذاری دارایی شش عاملی و سبب سرمایه‌گذاری از طریق یادگیری مشاهده

29 -Esmaeili et al

30 -Ghorbani-Aghabager& Noravesh

31 - Jabbarzade et al

32 - Dong et al

33 -Douglas et al

34 - Liu et al

35- Yao et al

کردند که استراتژی‌های سرمایه‌گذاری پویا نسبت به شاخص معیار برتری دارند و می‌توانند بازده قابل‌توجهی با ریسک‌های نسبتاً کم ایجاد کنند.

بلنکلی و همکاران^{۳۶} (۲۰۲۱) در تحقیق خود با توصیف نفرین برنده نشان دادند چگونه ویژگی‌های اصلی آن بر احتمال تجربه پیشنهاد دهنده تأثیر می‌گذارد. سپس، در مورد اینکه چگونه نفرین برنده در فرآیند مناقصه حسابرسی اعمال می‌شود. در نهایت، نفرین برنده را بر ملاحظات هزینه‌های شرکت‌ها در تهیه پیشنهادهای حسابرسی ارزیابی کردند. اونگ و همکاران^{۳۷} (۲۰۲۰) دریافتند که ساختار مالکیت با عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه ارتباط مستقیم و معناداری دارد. نارایان^{۳۸} (۲۰۱۹) نشان داد شوک‌های بازار داخلی غالباً محرک‌های مهمی برای درآمدهای حاصل از تنوع بخشی پورتفولیو بودند. از طرف دیگر، آمریکا از لحاظ تعداد موارد مهم و همچنین اثرات اندازه شوک‌ها، بصورت یک عامل تعیین‌کننده نوسان‌پذیری همبستگی (یا ریسک‌های موجود برای تنوع بخشی پورتفولیو) حکمفرما بود. (رائو و ژو^{۳۹} (۲۰۱۹) دریافتند اثرات ریسک سقوط سهام‌هایی با مالکیت نهادی بیشتر، قوی‌تر است و اثر مالکیت نهادی تأثیر کمتری بر بازده سرمایه‌گذاری در بین سهام‌هایی با ریسک سقوط بالاتر، دارد. واتسون و همکاران^{۴۰} (۲۰۰۹) دریافتند هم‌متغیرهای اخلاقی (اصل عمومیت و خیرخواهی) و هم‌متغیرهای غیراخلاقی (قدرت و لذت‌انگاری) بر تصمیم‌گیری اخلاقی تأثیر مستقیمی دارند تا تصمیم‌گیری اخلاقی آن‌ها را به گونه معناداری تحت تأثیر قرار دهند. لو و همکاران^{۴۱} (۲۰۱۷) در پژوهش خود مشاهده کردند سرمایه‌گذاران بر دستکاری سود شهرت‌هایی که عرضه عمومی اولیه داشتند مؤثر بودند. دیچمونت و همکاران^{۴۲} (۲۰۱۶) استدلال کردند عدم پاسخ معقول سرمایه‌گذاران در اطلاعات جدید برای عایدات انتظاری بازار در

36 - Blankley et al

37 - Ong et al

38 - Narayan

39 - Rao & Zhou

40 - Watson et al

41 - Lo et al

42 - Dichmont et al

عرضه‌های اولیه باعث عدم انعکاس ارزش ذاتی سهام می‌گردد. از طرفی، تانگ و کیان^{۴۳} (۲۰۱۶) نشان دادند که عرضه اولیه اوراق بهادار به ارزیابی بهتر عملکرد پیش‌بینی شده می‌پردازد. همچنین، شولتز و تران^{۴۴} (۲۰۱۵) دریافتند رابطه مستقیم و معناداری بین ایدئولوژی اخلاقی و سرمایه فکری است.

امروزه اخلاقیات و اثر آن در عملکرد افراد به ویژه در سرمایه‌گذاری بسیار مورد توجه قرار گرفته است (میرزایی و همکاران، ۲۰۲۲). ایدئولوژی اخلاقی در راستای هدایت سازمانی جهت تصمیم‌گیری‌های معقول، جلوگیری از رفتار نامطلوب، اولویت دادن به اخلاقیات و وجود عدالت در شرکت که باعث افزایش اثربخشی سازمان می‌شود ضروری است (بورن و تروین، ۲۰۰۶^{۴۵}). همچنین، شواهد حکایت از این دارد که خبرگان مالی برای تعیین ارزش سهام یا عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه و کسب بازده یا پرتفوی، تحت تأثیر قضاوت‌های مبتنی بر تصورات ذهنی، اطلاعات غیرعلمی، اخلاق و شرایط روانی و احساسی در بورس هستند و این در حالی است که می‌توان به پشتوانه شفافیت اطلاعاتی در این بازار حضور یافت (دی فوند و ژانگ، ۲۰۱۴^{۴۶}). به همین ترتیب، افراد با ایدئولوژی اخلاقی قوی نسبت به ایدئولوژی اخلاقی ضعیف اطلاعات بهتری درباره ارزش ذاتی سهم عرضه شده و عایدات انتظاری بازار بدست می‌آورند و افراد آگاه در این باره عرضه اولیه خوب را از بد تشخیص می‌دهند و افراد آگاه به وسیله افراد ناآگاه نفرین می‌شوند و پدیده نفرین برنده رخ می‌دهد (چن و همکاران، ۲۰۰۴^{۴۷}).

مطابق ادبیات، مبانی نظری و پیشینه‌ای که ارائه شد سه فرضیه اصلی و شش فرضیه فرعی برای بررسی بیشتر تدوین شد:

فرضیه اصلی (۱) خبرگان بازارهای مالی با ایدئولوژی اخلاقی قوی (ضعیف) در عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه شرکت‌ها تأثیر داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شوند (می‌شوند).

43 - Tong & Kian

44 - Schultz & Tran

45 - Brown & Treviño

46 - DeFond & Zhang

47- Chan et al

- فرضیه فرعی ۱-۱) خبرگان با ایدئولوژی اخلاقی با بعد ایده‌آل‌گرایی در عایدات انتظاری بازار شرکت‌ها تأثیر داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شوند (می‌شوند).
- فرضیه فرعی ۱-۲) خبرگان با ایدئولوژی اخلاقی با بعد نسبیت قانون‌های اخلاقی در عایدات انتظاری بازار شرکت‌ها تأثیر داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شوند (می‌شوند). فرضیه اصلی ۲) ایدئولوژی اخلاقی قوی (ضعیف) در خبرگان بازارهای مالی باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).
- فرضیه فرعی ۲-۱) ایدئولوژی اخلاقی با بعد ایده‌آل‌گرایی در خبرگان بازارهای مالی باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).
- فرضیه فرعی ۲-۲) ایدئولوژی اخلاقی با بعد نسبیت قانون‌های اخلاقی در خبرگان بازارهای مالی باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).
- فرضیه اصلی ۳) ایدئولوژی اخلاقی قوی (ضعیف) در خبرگان بازارهای مالی باعث تشکیل سبد اوراق بهادار بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).
- فرضیه فرعی ۳-۱) ایدئولوژی اخلاقی با بعد ایده‌آل‌گرایی در خبرگان باعث تشکیل سبد اوراق بهادار بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).
- فرضیه فرعی ۳-۲) ایدئولوژی اخلاقی با بعد نسبیت قانون‌های اخلاقی در خبرگان بازارهای مالی باعث تشکیل سبد اوراق بهادار بهتر در سرمایه‌گذاری می‌شوند (نمی‌شود).

۳. روش‌شناسی تحقیق

این پژوهش از لحاظ هدف، کاربردی و از نظر روش اجرا توصیفی پیمایشی، گردآوری اطلاعات کتابخانه‌ای و میدانی با ابزار پرسشنامه است. پژوهش از نوع شبه آزمایشگاهی و با استفاده از کیس‌های واقعی انجام می‌شود.

روش انجام پژوهش در دو گام به شرح ذیل اجرا خواهد شد:

- ابتدا روند عرضه‌های اولیه سهام در بازار سرمایه بررسی می‌شود.
 - گام دوم سوالات پرسشنامه (ایدئولوژی اخلاقی) به همراه عایدات انتظاری بازار شرکت‌ها، بازده سرمایه‌گذاری و سبد اوراق بهادار مشخص می‌شود، پس از جمع‌بندی پاسخ‌های ارائه شده با استفاده از نرم افزار اسمارت PLS4 تحلیل‌ها انجام می‌شود.
- جامعه آماری در بحث رفتاری سرمایه‌گذاران، شامل خبرگان بازار مالی، اساتید و دانشجویان می‌باشند و نمونه به صورت غیرتصادفی از نوع نمونه‌گیری عمدی با روش کوکران ۱۰۰ نفر انتخاب شده است. برای بررسی عایدات انتظاری شرکت‌ها، جامعه آماری در بحث رفتاری شامل تحلیل‌گران بازار، اساتید دانشگاه و دانشجویان است که با روش کوکران تعداد ۱۰۰ نفر برای نمونه انتخاب شد. برای بررسی عایدات انتظاری، تعداد ۱۳ شرکت در سال ۱۴۰۰ عرضه اولیه داشته‌اند از میان آن‌ها شش شرکت بورسی بوده و دو شرکت نیز به دلیل ماهیت متفاوت که دارد حذف شد (شرکت سرمایه‌گذاری و خدمات مدیریت صندوق بازنشستگی کشوری و شرکت لیزینگ کارآفرین) و در نهایت ۴ شرکت (با نماد غکورش در صنعت محصولات غذایی و آشامیدنی به جز قند و شکر، سپید در صنعت زارعت و خدمات وابسته، کیمیاتک در صنعت محصولات شیمیایی و فسبزووار در صنعت فلزات اساسی) به عنوان نمونه انتخاب شد. اندازه‌گیری متغیرهای مورد بررسی بدین صورت ارائه می‌شود:
- خبرگان بازارهای مالی با مطالعه صورت‌های مالی و طرح توجیهی ارائه شده شرکت‌ها، با استفاده از شاخص‌های معرفی شده نسبت به ارزش‌گذاری شرکت‌ها با دیدگاه خوشبینانه، بدبینانه و محتمل اقدام می‌شود و سپس وزن‌دهی انجام می‌شود؛ و با میانگین اخذ شده از پاسخ‌های خبرگان، عایدات انتظاری شرکت مشخص می‌شود که این قیمت با قیمت عرضه شده سهام مقایسه می‌گردد. در نهایت، بازده سرمایه‌گذاری شرکت‌ها در بازه زمانی یک ساله توسط خبرگان پیش‌بینی می‌شود و سبد سرمایه‌گذاری بهینه خود را از بین چهار شرکت تهیه نمایند. سنجش متغیرهای تحقیق بدین شرح است:

جدول ۱. سنجش متغیرها

متغیرها	سنجش متغیرهای پژوهش	متغیرها
عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه (فرا تکل و لی، ۱۹۹۸)	مدل تنزیل سود	DDM = $\frac{D(1+g)}{r-g}$
	تقسیمی (DDM)	(D) سود مورد انتظار، (r) نرخ تنزیل، (G) نرخ رشد
جریان نقدی آزاد شرکت (FCFF)	جریان نقدی آزاد	FCFF = (CFO) - (FCInv)
	جریان نقدی آزاد	(CFO) جریان نقد عملیات، (FCInv) سرمایه‌گذاری خالص در دارایی ثابت
سهم‌داران (FCFE)	سهم‌داران	FCFE = FCFF - افزایش خالص در اصل تسهیلات مالی دریافتی
	نسبت قیمت به سود (P/E)	(EPS) سود هر سهم، (Price) قیمت هر سهم
ارزش خالص دارایی‌ها (NAV)	ارزش خالص	P/E * EPS = Price
	دارایی‌ها (NAV)	خالص ارزش دارایی‌ها = مزاد ارزش سرمایه‌گذاری‌ها نسبت به بهای تمام شده + حقوق صاحبان سهام / تعداد سهام شرکت
سبد اوراق بهادار (شاهید، ۲۰۰۷)	شاخص آلفای جنسن	آلفای جنسن = بازده پرتفلیو - [نرخ بازده بدون ریسک + بتای پرتفلیو × (نرخ بازده بازار - نرخ بازده بدون ریسک)]

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1} + d_t}{P_{t-1}}$$

R_t بازده سهام، P_t قیمت سهام، P_{t-1} قیمت سهام ابتدای دوره و d_t سایر مزایای پرداختی سهام

$$R_i = \frac{(P_t - P_{t-1}) + (P_{t-1} \times A) + (P_t \times B) + DPS}{P_{t-1}} \quad \text{بازده سهام}$$

در این رابطه DPS سود نقدی هر سهم ابتدای سال، P_t قیمت سهام پایان دوره، P_{t-1} قیمت سهام اول دوره، A درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی، B درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و سود انباشته

اگر سهام عرضه شده بیش از واقع قیمت گذاری شوند، منحصرأ عاید سرمایه گذاران ناآگاه شده و در نتیجه برای آن‌ها بازده منفی ایجاد می‌کند که این موضوع برای سرمایه گذاران بی اطلاع «نفرین برنده» را پدیده می‌آورد. (ویلسون، ۱۹۹۶)

نفرین برنده

از پرسشنامه استاندارد فورسیت (۱۹۸۰) استفاده میشود و از ۲۰ گویه و ۲ خرده مقیاس ایده‌آل‌گرایی (۱۰ سوال) و نسبییت قانون‌های اخلاقی (۱۰ سوال) تشکیل شده است. نمره‌گذاری بصورت طیف لیکرت از کاملاً مخالفم تا کاملاً موافقم از نمره ۱ تا ۹ است. در نهایت، نمره‌های به دست آمده را جمع و میزان امتیازهای بدست آمده برای یک پرسشنامه حاصل می‌شود؛ حداقل امتیاز ۲۰ و حداکثر ۱۸۰ خواهد بود (نمره بین ۲۰ تا ۷۰ ایدئولوژی اخلاقی افراد ضعیف است و نمره بالاتر از ۷۱ ایدئولوژی اخلاقی افراد قوی است). روایی پرسشنامه توسط فورسیت گزارش گردیده و پایایی آن طبق آلفای کرونباخ ۰.۷۳ و ۰.۸۰ بالای مولفه‌ها ذکر شده است.

ایدئولوژی اخلاقی (فورسیت، ۱۹۸۰)

۴. یافته های آمار توصیفی

در بررسی جمعیت شناختی ($N=100$) نتایج زیر حاصل شد.

جدول ۲. توزیع فراوانی بر اساس جنسیت

فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی تجمعی
مرد	۵۴	۵۴,۰
زن	۴۶	۱۰۰,۰
	۱۰۰	۱۰۰,۰

بیشترین تعداد پاسخ دهندگان مردان (۵۴ درصد) بوده اند و تعداد خبرگان ۲۷ نفر، اساتید ۱۸ نفر و دانشجویان تحصیلات تکمیلی ۵۵ نفر است.

جدول ۳. توزیع فراوانی بر اساس تخصص

فراوانی	درصد فراوانی	درصد فراوانی تجمعی
خبرگان	۲۷	۲۷,۰
اساتید	۱۸	۴۵,۰
دانشجویان	۵۵	۱۰۰,۰
	۱۰۰	۱۰۰,۰

آمار توصیفی در جدول ۴ ارائه شده است:

جدول ۴. مقادیر آماره‌های توصیفی متغیرها

متغیر	میانگین	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
عایدات انتظاری بازار	۰/۷۴۰	۰/۶۳۱	-۰/۲۰۰	۳/۱۹۰
عایدات انتظاری شرکت الف	۰/۲۰۵	-۰,۲۶۰	-۰/۶	۸
عایدات انتظاری شرکت ب	۵/۷۰۳	۱,۶۰۹	-۰/۷	۴۱/۳
عایدات انتظاری شرکت ج	۰/۲۴۰	-۰,۰۱۴	-۰/۵	۱
عایدات انتظاری شرکت د	۱/۲۷۳	۲/۳۱۹	۰/۶	۱۲/۷
بازدهی سرمایه‌گذاری	-۰/۰۶۲	۰/۱۳۴	-۰/۲۸۸	۰/۳۹۹
سرمایه‌گذاری شرکت الف	-۰/۰۴۸	۰/۲۰۷	-۰/۴	۷
سرمایه‌گذاری شرکت ب	-۰/۲۰۳	۳/۹۶۱	-۱	۳۸/۹
سرمایه‌گذاری شرکت ج	۰/۵۶۷	۰/۲۲۱	۲	۱/۲
سرمایه‌گذاری شرکت د	-۰/۱۸۹	۰/۲۴۹	-۰/۷	۰/۷
سبد اوراق بهادار	۰/۴۴۰	۰/۱۰۸	۰/۱۸۰	۰/۶۹۸
کل ایدئولوژی اخلاقی	۵/۳۳۷	۲/۲۶۴	۱/۰۵۰	۹/۰۰۰
ایده‌ال‌گرایی	۶/۲۸۶	۲/۷۲۷	۱/۱۰۰	۹/۰۰۰
نسبیت قانون‌های اخلاقی	۴/۳۸۸	۲/۲۳۵	۱/۰۰۰	۹/۰۰۰

بر اساس جدول ۴ به طور متوسط درصد اختلاف عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه از ارزش واقعی شرکت بین پاسخ دهندگان ۷۴ درصد بوده که این عدد نشان دهنده بیش عایدات انتظاری بازار بین پاسخ دهندگان می‌باشد. همچنین مقادیر دامنه تغییرات آن نیز تأیید کننده بیش عایدات انتظاری بازار پاسخ‌دهندگان است و مطابق عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه کمترین درصد اختلاف عایدات انتظاری در شرکت الف و بیشترین آن در شرکت ب قابل مشاهده است. در ادامه، میانگین درصد اختلاف پیش‌بینی بازدهی سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد پاسخ‌دهندگان به طور متوسط ۶ درصد پایین‌تر از بازدهی واقعی، پیش‌بینی بازدهی را انجام داده‌اند و مطابق پیش‌بینی

بازدهی بین پاسخ دهندگان مشخص شد که کمترین اختلاف پیش‌بینی بازدهی سرمایه‌گذاری در شرکت ب و بیشترین آن در شرکت ج است. به همین ترتیب، درصد پیش‌بینی بازدهی سبد اوراق بهادار برای یک سال بعد به طور میانگین ۴۴ درصد توسط پاسخ دهندگان پیش‌بینی شده است. ایدئولوژی اخلاقی پاسخ‌دهندگان که در دامنه تغییرات ۱ تا ۹ (دارای ۹ پاسخ) دارای میانگین ۵/۳۳۷ است که از حد متوسط بیشتر بوده لذا پاسخ‌دهندگان دارای ایدئولوژی اخلاقی متوسط به بالا هستند. همچنین حداقل و حداکثر پاسخ‌دهندگان در ایدئولوژی اخلاقی به ترتیب برابر ۱/۰۵ و ۹ است و انحراف معیار نیز برابر ۲/۲۶۴ شد. بعد ایده‌آل‌گرایی با میانگین ۶/۲۸۶ دارای بیشترین امتیاز و بعد نسبییت قانون‌های اخلاقی با میانگین ۴/۳۸۸ دارای کمترین امتیاز شد.

۴,۱. آزمون نرمال بودن

آزمون نرمال بودن با آزمون کولموگراف- اسمیرنوف انجام شد و مشخص شد توزیع داده‌ها در جامعه آماری نرمال نیست (سطح معنی‌داری برای بیشتر متغیرها کوچکتر از مقدار خطا یعنی ۰/۰۵). به دلیل غیر نرمال بودن توزیع متغیرها، برای اجرای تکنیک مدلسازی، معادلات ساختاری می‌بایست از روش حداقل مربعات جزئی استفاده نمود.

۴,۲. ارزیابی مدل پژوهش

به منظور بررسی پایایی از ضرایب آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی مانند جدول زیر استفاده می‌کنیم:

جدول ۵. نتایج معیار آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی و میانگین واریانس استخراج شده

متغیرهای مکنون	آلفای کرونباخ (Alpha>0.7)	پایایی ترکیبی (CR>0.7)	میانگین واریانس استخراج شده (AVE>0.5)
نسبییت قانون‌های اخلاقی	۰/۹۴۳	۰/۹۴۴	۰/۶۲۰
ایده‌آل‌گرایی	۰/۹۶۹	۰/۹۷۱	۰/۷۵۷

مطابق جدول ۵ مناسب بودن وضعیت پایایی و روایی همگرایی مدل پژوهش (آلفای کرونباخ و پایایی ترکیبی بیشتر از ۰,۷) مشاهده می شود و اعتبار همگرایی (میانگین واریانس استخراجی بیشتر از ۰,۵) نیز مورد تأیید است.

نتایج همبستگی ها در جدول زیر روایی و اگرایی سازه های انعکاسی مدل از نظر معیار فورنل لارکر را نشان می دهد.

جدول ۶. مقایسه جذر میانگین واریانس خروجی و همبستگی متغیرها

اخلاقی	عایدات	سرمایه	ایده آل	سبد اوراق
انتظاری	گذاری	گرای	بهدار	
۰/۸۴۷				
۰/۷۸۷	۱/۰۰۰			
۰/۵۹۳	۰/۷۹۰	۱/۰۰۰		
۰/۴۹۹	۰/۵۴۹	۰/۷۵۱	۰/۸۷۰	
۰/۵۵۸	۰/۷۱۹	۰/۹۲۱	۰/۸۴۱	۱/۰۰۰

با توجه به جدول ۶ مشاهده می شود در آزمون فورنل و لارکر نیز روایی و اگرایی مورد قبول است.

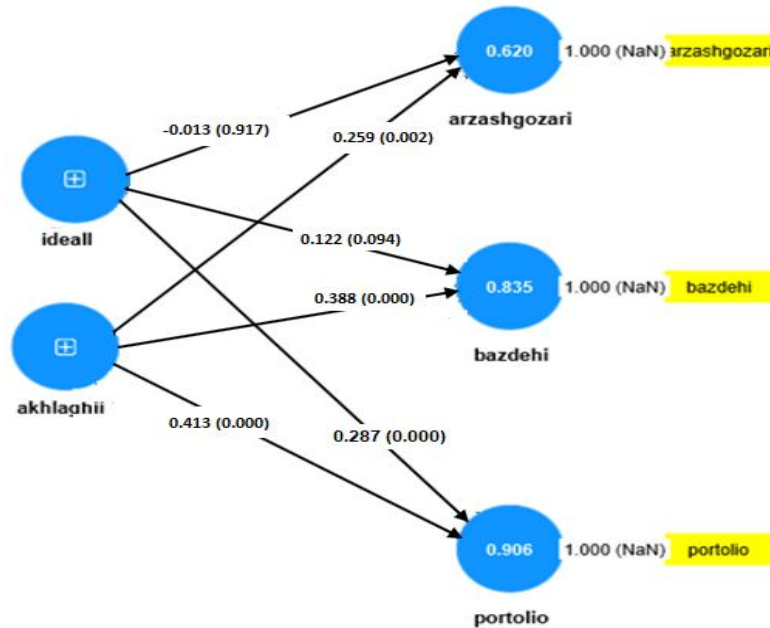
جدول ۷. ضریب تعیین محقق شده متغیرها و آزمون پیش بین

متغیر	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	Q^2	وضعیت
عایدات انتظاری بازار	۰/۶۹۶	۰/۶۷۳	۰/۳۵۹	قوی
بازدهی سرمایه گذاری	۰/۸۷۳	۰/۸۶۳	۰/۲۹۹	متوسط
سبد اوراق بهادار	۰/۹۴۹	۰/۹۴۵	۰/۴۰۱	قوی

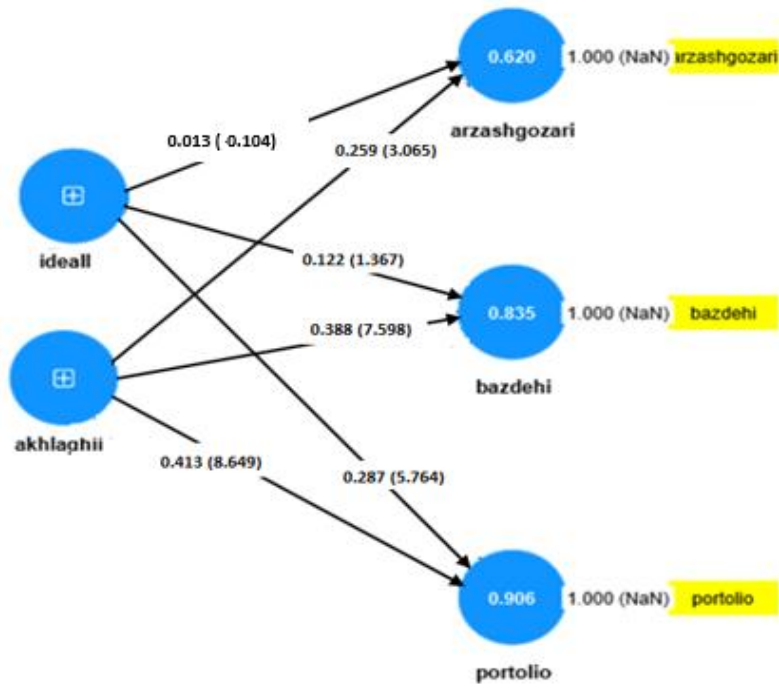
بر اساس جدول ۷ مشخص می‌شود که متغیرهای پژوهش، دارای ضریب تعیین و ضریب تعیین تعدیل شده قوی هستند. برای مثال، ضریب تعیین عایدات انتظاری بازار (۰/۶۹۶) بیانگر آن است که تقریباً ۷۰٪ از تغییرات عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه شرکت به وسیله متغیر مستقل توضیح داده می‌شوند. همچنین، مدل از جهت سازه‌های درون‌زا دارای قدرت پیش‌بینی بالایی است.

۴,۳. بررسی مدل تحقیق

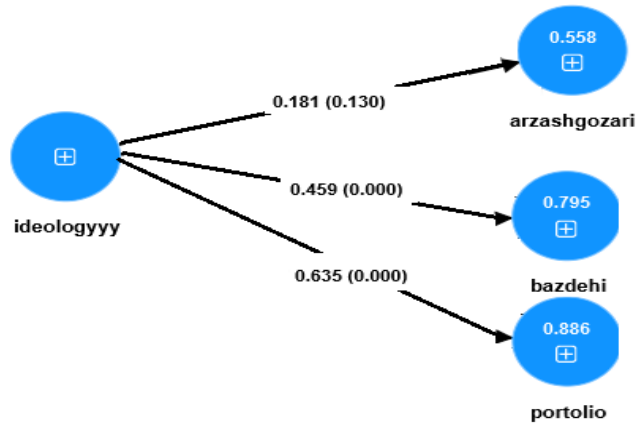
برای آزمون مدل پژوهش برای تأیید یا رد مفروضات از مدل‌های زیر استفاده می‌شود.



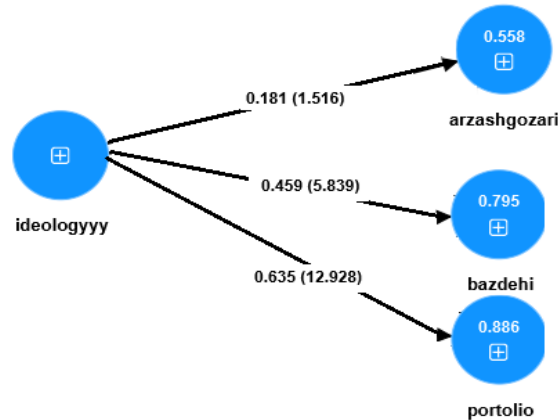
نمودار ۱. آزمون مدل تحقیق برای اجزا (ضرایب معنی‌داری)



نمودار ۲. آزمون مدل تحقیق برای اجزا (ضرایب اعداد تی)



نمودار ۳. آزمون مدل تحقیق برای کل (ضرایب معنی داری)



نمودار ۴. آزمون مدل تحقیق برای کل (ضرایب اعداد تی)

نتایج اثرات متغیرهای مدل برای اجزا و کل در جدول ۸ گزارش شده است.

جدول ۸. نتایج تحلیل مسیر مدل

مدل	رابطه متغیرها	ضریب مسیر	آماره t	معناداری مسیر	نتیجه
اجزا	اخلاقی > عایدات انتظاری	۰/۲۵۹	۳/۰۶۵	۰/۰۰۲	معنی دار است
	اخلاقی > بازدهی سرمایه‌گذاری	۰/۳۸۸	۷/۵۹۸	۰/۰۰۰	معنی دار است
	اخلاقی > سبد اوراق بهادار	۰/۴۱۳	۸/۶۴۹	۰/۰۰۰	معنی دار است
	ایده آل گرایی > عایدات انتظاری	۰/۰۱۳	۰/۱۰۴	۰/۹۱۷	معنی دار نیست
	ایده آل گرایی > بازدهی سرمایه‌گذاری	۰/۱۲۲	۱/۳۶۷	۰/۰۹۴	معنی دار نیست
	ایده آل گرایی > سبد اوراق بهادار	۰/۲۸۷	۵/۷۶۴	۰/۰۰۰	معنی دار است
کل	ایدئولوژی > عایدات انتظاری	۰/۱۸۱	۱/۵۱۶	۰/۱۳۰	معنی دار نیست
	ایدئولوژی > بازدهی سرمایه‌گذاری	۰/۴۵۹	۵/۸۳۹	۰/۰۰۰	معنی دار است
	ایدئولوژی > سبد اوراق بهادار	۰/۶۳۵	۱۲/۹۲۸	۰/۰۰۰	معنی دار است

با توجه به نتایج فرضیه اصلی اول پژوهش آماره تی بین دو متغیر ایدئولوژی اخلاقی و عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه شرکت‌ها برابر $1/516$ (کمتر از $1/96+$) و سطح معناداری $0/130$ (بیشتر از $0/05$) می‌باشد. لذا رابطه مورد اشاره معنی‌دار نیست و ضریب مسیر این رابطه مقدار مثبت ($0/181$) را نشان می‌دهد. بنابراین، بین متغیرهای ایدئولوژی اخلاقی و عایدات انتظاری شرکت‌ها رابطه معناداری وجود ندارد و فرضیه مورد نظر در سطح اطمینان $0/95$ تأیید نمی‌شود. به همین جهت، خبرگان بازارهای مالی با ایدئولوژی اخلاقی قوی در ارزش‌گذاری شرکت‌ها عملکرد بهتری دارند و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شوند اما از نظر آماری نتوانستیم معنی‌داری آن را اثبات کنیم. در ادامه فرضیه فرعی ۱-۱ آماره تی بین دو متغیر ایدئولوژی اخلاقی با بعد ایده آل‌گرایی و عایدات انتظاری شرکت‌ها برابر $0/104$ (کمتر از $1/96+$) و سطح معناداری برابر $0/917$ (بیشتر از $0/05$) و ضریب مسیر علامت مثبت ($0/013$) را نشان می‌دهد. لذا رابطه مورد اشاره مستقیم است ولی معنادار نیست و فرضیه مورد نظر در سطح اطمینان $0/95$ تأیید نمی‌شود. به همین جهت، خبرگانی با ایدئولوژی اخلاقی با بعد ایده‌آل‌گرایی در عایدات انتظاری شرکت‌ها عملکرد بهتری دارند و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شوند اما از نظر آماری نتوانستیم معنی‌داری آن را اثبات کنیم. در فرضیه فرعی ۱-۲ مشاهده می‌شود که میزان آماره تی بین دو متغیر ایدئولوژی اخلاقی با بعد نسبیت قانون اخلاقی و عایدات انتظاری شرکت‌ها برابر $3/065$ شده (بیشتر از $1/96+$) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد ($0/002$) است. لذا رابطه مورد اشاره معنی‌دار است. ضریب مسیر این رابطه مثبت و برابر $0/259$ است. در نتیجه، بین متغیرهای ایدئولوژی اخلاقی با بعد نسبیت قانون‌های اخلاقی و عایدات انتظاری شرکت‌ها رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و فرضیه در سطح اطمینان $0/95$ تأیید می‌شود. بنابراین خبرگان با ایدئولوژی اخلاقی با بعد نسبیت قانون‌های اخلاقی در عایدات انتظاری در عرضه‌های اولیه شرکت‌ها تأثیر داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی‌شوند.

بر اساس تحلیل فرضیه اصلی دوم، بین دو متغیر ایدئولوژی اخلاقی و بازدهی سرمایه‌گذاری آماره تی بیشتر از $1/96+$ (برابر $5/839$) و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد ($0/000$) مشاهده می‌شود و ضریب مسیر مثبت ($0/459+$) است. لذا بین متغیرهای ایدئولوژی اخلاقی قوی و بازده بهتر در

سرمایه‌گذاری رابطه معناداری و مستقیم وجود دارد و فرضیه مورد نظر در سطح اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود. بنابراین خبرگان بازارهای مالی با ایدئولوژی اخلاقی قوی باعث کسب بازده بهتر در سرمایه‌گذاری می‌گردند. در ادامه، معناداری فرضیه فرعی ۱-۲ در سطح خطای ۵ درصد تأیید نشد زیرا میزان آماره تی بین دو متغیر ایدئولوژی اخلاقی با بعد ایده‌آل‌گرایی و بازده بهتر سرمایه‌گذاری برابر ۱/۳۶۷ (کمتر از ۱/۹۶+) و سطح معناداری بیشتر از ۰/۰۵ و برابر ۰/۰۹۴ است. ضریب مسیر این رابطه با مقدار ۰/۱۲۲ جهت مستقیم را نشان می‌دهد. بنابراین، با توجه به رابطه مستقیم بین متغیرها در این فرضیه به این نتیجه رسیدیم خبرگان بازارهای مالی که ایدئولوژی اخلاقی با بعد ایده‌آل‌گرایی دارند نسبت به خبرگانی که ایدئولوژی اخلاقی با بعد ایده‌آل‌گرایی ندارند بهتر می‌توانند در سرمایه‌گذاری، بازده بهتری کسب کنند اما از نظر آماری معنادار نشد. با توجه به تحلیل صورت گرفته مشخص شد که فرضیه فرعی ۲-۲ در سطح اطمینان ۰/۹۵ معنادار است زیرا بین دو متغیر ایدئولوژی اخلاقی با بعد نسبت قانون‌های اخلاقی و بازده بهتر در سرمایه‌گذاری آماره تی برابر ۷/۵۹۸ و سطح معناداری برابر ۰/۰۰۰ است و ضریب مسیر این رابطه به شکل مثبت یا مستقیم و برابر ۰/۳۸۸ می‌باشد. به همین ترتیب، خبرگان با ایدئولوژی اخلاقی با بعد نسبت قانون‌های اخلاقی می‌توانند در سرمایه‌گذاری بازده بهتری بدست آورند.

با توجه به نتایج پژوهش برای فرضیه اصلی سوم مشاهده می‌شود که بین دو متغیر ایدئولوژی اخلاقی و تشکیل سبد اوراق بهادار رابطه مثبت و معناداری وجود دارد زیرا آماره تی بیشتر از ۱/۹۶+ (برابر ۱۲/۹۲۸)، سطح معناداری کمتر از ۵ درصد (۰/۰۰۰) و علامت ضریب مثبت (۰/۶۳۵) است. در نتیجه، خبرگان بازارهای مالی با ایدئولوژی اخلاقی قوی نسبت به خبرگان با ایدئولوژی اخلاقی ضعیف در تشکیل پرتفوی بهتر عمل می‌کنند. در ادامه، تحلیل فرضیه فرعی ۱-۳ آماره تی رابطه بین دو متغیر ایدئولوژی اخلاقی با بعد ایده‌آل‌گرایی و تشکیل پرتفوی (۵/۷۶۴) را بیشتر از ۱,۹۶+ و سطح معناداری (۰/۰۰۰) را کمتر از ۵ درصد و ضریب مسیر را مثبت (۲۸۷) نشان می‌دهد. بنابراین، رابطه بیت متغیرها از نوع مستقیم و معنادار است و فرضیه مورد نظر در سطح اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود. در نتیجه خبرگان با ایدئولوژی اخلاقی با بعد ایده‌آل‌گرایی قوی نسبت به خبرگان با

ایدئولوژی اخلاقی با بعد ایده‌آل‌گرایی ضعیف در تشکیل پرتفوی بهتر عمل می‌کنند. آنالیز فرضیه فرعی ۲-۳ حاکی از رابطه مستقیم و معنادار بین دو متغیر ایدئولوژی اخلاقی با بعد نسبت قانون‌های اخلاقی و تشکیل سبد اوراق بهادار سرمایه‌گذاری بهتر است. زیرا، آماره تی در این رابطه برابر $8/649$ و سطح معناداری $0/000$ و ضریب مسیر $0/413$ را نشان می‌دهد و فرضیه مورد نظر در سطح اطمینان $0/95$ تأیید می‌شود. در نتیجه، خبرگان با ایدئولوژی اخلاقی با بعد نسبت قانون‌های اخلاقی قوی نسبت به خبرگان با ایدئولوژی اخلاقی با بعد نسبت قانون‌های اخلاقی ضعیف در تشکیل پرتفوی بهتر عمل می‌کنند.

۵. بحث و نتیجه‌گیری

مطالعه حاضر به دنبال ارائه شواهدی در خصوص ایدئولوژی اخلاقی در سرمایه‌گذاری، سبد اوراق بهادار، عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه توسط خبرگان بازارهای مالی با نفرین برنده می‌باشد. در زمان عرضه اولیه سهام، مدیران دارای اطلاعات محرمانه هستند ولی سرمایه‌گذاران در مورد پیش‌بینی‌های عرضه اولیه مطمئن نیستند. خرید سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس نسبت به سایر شرکت‌ها فرآیندی پرمخاطره‌ای دارد و اگر سرمایه‌گذاران ارزش سهام را بیشتر از میانگین خریداری کنند دچار پدیده نفرین برنده می‌شود و در این حالت هزینه‌ای که فرد برنده می‌پردازد بیشتر از ارزش واقعی سهام بوده و در نتیجه فرد برنده متضرر خواهد شد. همچنین، تحلیل‌گران با ایدئولوژی اخلاقی قوی به مراتب پرتفوی بهتری را تشکیل می‌دهند و با انتخاب انواع دارایی‌ها، سرمایه خود را در بخش‌های مختلف سرمایه‌گذاری کرده و ریسک متحمل نمی‌شود. افراد با ایجاد پرتفوی مناسب از شرکت‌ها و صنایع مختلف بازار، ریسک غیرسیستماتیک سرمایه‌گذاری خود را کاهش می‌دهند. بنابراین، سرمایه‌گذاران و خبرگان مالی با ایدئولوژی اخلاقی قوی با محاسبه بازدهی سرمایه‌گذاری‌های مختلف و مقایسه آن‌ها با یکدیگر دست به انتخاب می‌زنند؛ زیرا بازدهی سرمایه‌گذاری معیاری است که با آن خبرگان مالی کارایی یک سرمایه‌گذاری را ارزیابی می‌کنند.

در تحلیل فرضیه اصلی اول مشاهده شد که خبرگان بازارهای مالی با ایدئولوژی اخلاقی بالا به میزان یک واحد می‌تواند ۱۸ درصد شرکت را به درستی ارزش‌گذاری کنند و دچار پدیده نفرین

برنده نشوند ولی از نظر آماری معنادار نیست. بنابراین، افرادی که دارای ایدئولوژی اخلاقی قوی تر هستند در مقایسه با افرادی که دارای ایدئولوژی اخلاقی ضعیف هستند ارزش های اخلاقی بهتری در تصمیم گیری در ارتباط با عایدات انتظاری شرکت ایفا می کنند و ارزش ذاتی سهام را به درستی برآورد می کنند و دچار پدیده نفرین برنده نمی گردند. تحلیل فرضیه های فرعی آن نیز نشان می دهد تحلیل گران با ایدئولوژی اخلاقی با بعد ایده آل گرایی در عایدات انتظاری بازار در عرضه های اولیه شرکت تأثیر نداشت ولی ایدئولوژی اخلاقی با بعد نسبت قانون های اخلاقی در عایدات انتظاری شرکت تأثیر داشته و دچار پدیده نفرین برنده نمی شوند و افراد با دارا بودن ایدئولوژی اخلاقی از بعد نسبت قانون های اخلاقی در ارزش گذاری قیمت واقعی سهام بهتر عمل میکنند. همچنین، نتایج این فرضیه با پژوهش های (بائر و اسمیت، ۲۰۱۵)، (شیرباگی و همکاران، ۲۰۱۲)، (شاجی و همکاران، ۲۰۱۲) و (اریکسون و گایجر، ۲۰۰۶) سازگاری دارد ولی با یافته های (شاجی و پورسلطانی-زرنندی، ۲۰۱۱) همخوانی ندارد.

نتایج فرضیه دوم نشان می دهد که افزایش ایدئولوژی اخلاقی خبرگان بازارهای مالی می تواند حدوداً ۴۶ درصد منجر به کسب بازده بهتر سرمایه گذاری گردد. زیرا، کدهای اخلاقی لازمه رسیدن به موفقیت و اهداف مورد نظر مانند کسب بازده مثبت سرمایه گذاری است. همچنین، در تحلیل مفروضات فرعی مشخص شد افرادی که موقعیت اخلاقی نسبت گرایی دارند تصمیمات معقول خود را بر اساس شرایط خاص معمولاً قابل قبول و اخلاقی در نظر می گیرند. از طرفی، افراد با نسبت گرایی که به دنبال منفعت شخصی نیستند بیشتر به دنبال کسب بهتر بازده سرمایه گذاری می روند. نتایج بدست آمده از این فرضیه با یافته های (بائر و اسمیت، ۲۰۱۵) و (شیرباگی و همکاران، ۲۰۱۲) سازگاری دارد.

نتایج فرضیه اصلی سوم نشان داد با ثابت نگهداشتن شرایط و افزایش یک واحد ایدئولوژی اخلاقی در خبرگان بازارهای مالی انتظار می رود حدوداً ۶۴ درصد تشکیل سبد سرمایه گذاری به شکل مطلوب صورت گیرد. بنابراین، خبرگان بازارهای مالی که ایدئولوژی اخلاقی قوی تری نسبت به سایر خبرگان دارند در تصمیم گیری مربوط به تشکیل سبد سرمایه گذاری موفق تر عمل می کنند.

در واقع، ایدئولوژی اخلاقی بر فرایند تصمیم‌گیری و اقدامات آگاهانه فرد تمرکز دارد تا وی فعالیت‌های اخلاقی را در تشکیل پرتفوی سرمایه‌گذاری بکار گیرند و او را در مسیر موفقیت هدایت کند. در تحلیل مفروضات فرعی آن نیز دریافتیم که ایده‌ال‌گرایی و نسبییت قانون‌های اخلاقی نقش مؤثرتری در جهت هدایت خبرگان برای تشکیل بهتر سبد سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد. در نهایت، نتایج این فرضیه با پژوهش (بائر و اسمیت، ۲۰۱۵) سازگاری دارد.

۶. پیشنهادها و محدودیت‌ها

بر اساس نتایج بدست آمده چند پیشنهاد کاربردی ارائه می‌گردد:

به سازمان بورس پیشنهاد می‌گردد به منظور صیانت از سرمایه سهامداران و منافع سایر ذینفعان و جلوگیری از ایجاد نفرین برنده، آموزش‌های اخلاقی لازم به خبرگان بازارهای مالی را به نحو مطلوب ارائه دهند تا ضمن بهبود کیفیت و دقت عمل خبرگان بازارهای مالی در عایدات انتظاری بازار در عرضه‌های اولیه شرکت‌ها و تشکیل سبد اوراق بهادار، زمینه بیشتر اخلاق حرفه‌ای را فراهم آورد. همچنین، پیشنهاد می‌گردد سازمان بورس نسبت به تحلیل صورت‌های مالی شرکت‌ها با استفاده از خبرگان بازارهای مالی با ایدئولوژی اخلاقی بالاتر استفاده نموده و این تجزیه و تحلیل را در اختیار و سرمایه‌گذاران قرار دهند.

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد در سرمایه‌گذاری خود به منظور افزایش بازده سرمایه‌گذاری نسبت به افزایش دانش خود در حوزه ایدئولوژی اخلاقی اقدام و یا از خبرگان با ایدئولوژی اخلاقی بالا استفاده کنند. از طرفی، به شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد از دو جهت کسب بازده سرمایه‌گذاری بالا و پیش‌بینی بازده به هنگام سرمایه‌گذاری از حسابداران و خبرگان بازارهای مالی با ایدئولوژی اخلاقی بالاتر استفاده شود. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد به هنگام تشکیل سبد اوراق بهادار سرمایه‌گذاری از خبرگان بازارهای مالی با ایدئولوژی اخلاقی بالا مشورت گرفته شود تا سبد سرمایه‌گذاری بهینه تشکیل گردد.

پژوهش آتی: به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود که با در نظر گرفتن تصمیمات سرمایه‌گذاری، سرمایه‌گذاران در بانک‌های تخصصی و دارای مسئولیت اجتماعی ایدئولوژی اخلاقی تحلیل‌گران بر ارزش‌گذاری شرکت‌ها با فرضیه نفرین برنده بررسی نمایند.

محدودیت پژوهش: در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها کیفی از پرسشنامه استفاده گردید، در نتیجه ممکن است برخی از افراد از ارائه پاسخ واقعی خودداری کرده و پاسخ غیر واقعی داده باشند. تعداد زیاد پرسش‌های پرسشنامه‌های کیفی و کمی به طولانی شدن زمان اجرای آن انجامید که بر مقدار دقت پاسخ‌های شرکت‌کنندگان بی‌تاثیر نبوده است.

منابع

- Baghoomian, R., & Rajabdoory, H. (2020). The relationship between ethical ideology and CPAs stress.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2000). The equity share in new issues and aggregate stock returns. *the Journal of Finance*, 55(5), 2219-2257.
- Baltakienė, M., Baltakys, K., Kannianen, J., Pedreschi, D., & Lillo, F. (2019). Clusters of investors around initial public offering. *Palgrave Communications*, 5(1), 1-14.
- Bauer, R., & Smeets, P. (2015). Social identification and investment decisions. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 117, 121-134.
- Blankley, A., MacGregor, J., & Mowchan, M. J. (2021). Bidding on new audit clients: Avoiding the winner's curse. *Business Horizons*, 64(1), 107-117.
- Brown, M. E., & Treviño, L. K. (2006). Ethical leadership: A review and future directions. *The leadership quarterly*, 17(6), 595-616.
- Byrne, K. (2005). How do consumers evaluate risk in financial products? *Journal of Financial Services Marketing*, 10(1), 21-36.
- Chan, K., Wang, J., & Wei, K. J. (2004). Underpricing and long-term performance of IPOs in China. *Journal of corporate finance*, 10(3), 409-430.
- DeFond, M., & Zhang, J. (2014). A review of archival auditing research. *Journal of accounting and economics*, 58(2-3), 275-326.
- Dichmont, C. M., Deng, R. A., & Punt, A. E. (2016). How many of Australia's stock assessments can be conducted using stock assessment packages? *Marine Policy*, 74, 279-287.
- Dong, X., Wang, Y., Zhang, J., & Liu, J. (2024). Sponsor Co-investment, inquiry divergence, and IPO pricing efficiency. *Finance Research Letters*, 62, 104951.
- Douglas, Cumming., Gerrit, Kochling., Daniel, Neukirchen., Peter, N., Posch (2024). How Does Corporate Culture Affect IPO Price Formation? *Journal of Banking & Finance*. Available online 25, 107158. 1-54.
- Enderl, J. (۲۰۰۲). Business ethics, Translated by Mohammad Ismail Tavassoli, *Islamic Economy*, ۴(۱۳), ۱۸۲-۱۵۵.

- Eriksson, J., & Geijer, C. (2006). Why are IPOs still attractive: A comparison between going public or staying private.
- Esmaili, Z., Abbasi, E., & Fallahshams, M. (2018). Prediction of initial public offering short-term performance using nearest neighbor and support vector machine models. *Financial Management Perspective*, 8(21), 9-27.
- George, B. (2003). *Authentic Leadership: Rediscovering the Secrets to Creating Lasting Value*. San Francisco, CA: Jossey-Bass.
- Ghorbani-Aghabager, H., Noravesh, I. (۲۰۱۵). Investigating the Effect of Investors' Behavior on Stock Prices at the time of initial public offering in Companies Tehran Stock Exchange. The fourth international conference on economics, management, accounting with a value creation approach. (in Persian)
- Guo, H. (2011). IPO first-day return and ex ante equity premium. *Journal of financial and quantitative analysis*, 46(3), 871-905.
- Henle, C. A., Giacalone, R. A., & Jurkiewicz, C. L. (2005). The role of ethical ideology in workplace deviance. *Journal of business Ethics*, 56, 219-230.
- Hens, T., & Vlcek, M. (2011). Does prospect theory explain the disposition effect? *Journal of behavioral finance*, 12(3), 141-157.
- Jabbarzade, K. S., Fatehi, S., & Motevaset, M. (2016). ethical Ideology and corporate social responsibility and information asymmetry.
- Kaneko, T., & Pettway, R. H. (2003). Auctions versus book building of Japanese IPOs. *Pacific-Basin Finance Journal*, 11(4), 439-462.
- Kohnen, J. (2005). *Authentic leadership: Rediscovering the secrets to creating lasting value*.
- Leśniak, A., & Plebankiewicz, E. (2015). Modeling the decision-making process concerning participation in construction bidding. *Journal of Management in Engineering*, 31(2), 04014032.
- Levi, S., & Zhang, X. J. (2015). Asymmetric decrease in liquidity trading before earnings announcements and the announcement return premium. *Journal of Financial Economics*, 118(2), 383-398.
- Lin, D. K., Kao, L., & Chen, A. (2010). Winner's curse in initial public offering subscriptions with investors' withdrawal options. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 39(1), 3-27.
- Liu, L., Jacoby, G., Song, X., & Zheng, S. X. (2023). Cash shortfalls in IPO firms. *Finance Research Letters*, 52, 103520.
- Lo, H. C., Wu, R. S., & Kweh, Q. L. (2017). Do institutional investors reinforce or reduce agency problems? Earnings management and the post-IPO performance. *International Review of Financial Analysis*, 52, 62-76.
- Mahdiye, O., sangaree, A. A. (۲۰۰۸). Knowing the Causes of Unethical Behavior in the Workplace. *Strategic Studies in Petroleum and Energy Industry*. ۲(۵), ۱۰۵-۱۲۹. (in Persian)
- Mirzaie, M., Pourzamani, Z., Heidarpoor, F. (۲۰۲۲). The Effect of Social Identity, Moral Values and Moral Ideologies on the Financial Statements Quality. *Quarterly Financial Accounting*. ۱۴(۵۴), ۱۷-۱. (in Persian)
- Narayan, S. (2019). The influence of domestic and foreign shocks on portfolio diversification gains and the associated risks. *Journal of Risk and Financial Management*, 12(4), 160.
- Ong, C. Z., Mohd-Rashid, R., & Taufil-Mohd, K. N. (2020). Do institutional investors drive the IPO valuation? *Borsa Istanbul Review*, 20(4), 307-321.

- Poorzamani, Z., & BAYAT, A. (2022). Ethical Values, Social Identity and Ethical Ideology with Emphasis on Corporate Social Responsibility.
- Quah, T. S., & Wong, K. C. Predicting IPOs Performance Using Generalized Growing and Pruning Algorithm for Radial Basis Function (GGAP-RBF) Network. *International Journal of Information Technology*, 12(1).
- Rao, L., & Zhou, L. (2019). Crash risk, institutional investors and stock returns. *The North American Journal of Economics and Finance*, 50, 100987.
- Rest, J., Narvaez, D., Bebeau, M., & Thoma, S. (1999). A neo-Kohlbergian approach: The DIT and schema theory. *Educational psychology review*, 11, 291-324.
- Sadeqi, H., & Daryaei, A. (2021). The Effect of Investors' Behavioral Bias on IPO Return: Moderator Role of Audit Quality and Firm Growth. *Journal of Financial Management Perspective*, (35), 39-65.
- Salehi, T., & Nazemi, A. (2021). The Effect of the Winner's Curse Phenomenon in Low Bidding on the Auditor's Effort in Performing the Audit Tasks Using Game Theory. *Accounting and Auditing Review*, 28(3), 460-486.
- Schultz, O., & Tran, D. (2015). Business ethics and the influence on the development of intellectual capital: a study of the auditing profession.
- Schwartz, M. S., & Carroll, A. B. (2003). Corporate social responsibility: A three-domain approach. *Business ethics quarterly*, 13(4), 503-530.
- Shaji R, Poursolantani-Zarandi H. (۲۰۱۱). Determine the validity and reliability of the questionnaire of ethical contradictions in sport (DAT-Q). *Sport Management Studies*; ۱۱(-۸ ۱۰): ۱۱۸-۱۰۳. (In Persian).
- Shaji, R., Kozehchian, H., Ehsani, M., Amiri M. (۲۰۱۲). The effect of the ideology of Iranian professional soccer players on their ethical decisions. *Sports Psychology Studies*; ۲: ۳۸-۲۷. (In Persian).
- Shirbagi N, Gholami K, Maroufi F, Nouri S. (۲۰۱۲). Understanding and identifying the types of organizational abuse in the viewpoint of employees of Kurdistan University. *Research Transformation Management*; ۶(۶): ۵۱-۲۸. (In Persian).
- Shukla, A., & Srivastava, R. (2017). Influence of ethical ideology on job stress. *Asian Journal of Business Ethics*, 6, 233-254.
- Solomon, M.R. (۱۹۹۶) *Consumer Behavior*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, pp. ۱۳۱-۷.
- Tayebi Abolhasani, A., Khodabakhshi, M., & Azizian Khalkhooran, Z. (2019). Factors affecting ethical attitude toward business (case study: female students of Shahid Beheshti University). *Journal of Applied Sociology*, 30(4), 151-175.
- Watson, G. W., Berkley, R. A., & Papamarcos, S. D. (2009). Ambiguous allure: The value-pragmatics model of ethical decision making. *Business and Society Review*, 114(1), 1-29.
- Yao, H., Xia, S., & Liu, H. (2022). Six-factor asset pricing and portfolio investment via deep learning: Evidence from Chinese stock market. *Pacific-Basin Finance Journal*, 76, 101886.