



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
دوره ۱۵ / شماره ۳ (پیاپی ۵۹) / پاییز ۱۴۰۵
صفحه ۴۳۱ تا ۴۵۳

تحلیل رفتار توده‌ای با اثرات ارتباطات سیاسی، کیفیت افشاء، نرخ ارز و تورم در بین سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران

مریم کریمی

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد بین‌المللی خرمشهر، دانشگاه آزاد اسلامی، خرمشهر، ایران
Maryam.karimi9298@gmail.com

رسول کریمی

استادیار، گروه حسابداری، واحد آبادان، دانشگاه آزاد اسلامی، آبادان، ایران (نویسنده مسئول)
Rasoul.karami@iau.ac.ir

هوشنگ امیری

استادیار، گروه حسابداری، واحد آبادان، دانشگاه آزاد اسلامی، آبادان، ایران
hoshangamiri@gmail.com

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۸/۰۶ تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۰۸/۱۶

چکیده

نتایجی که از تحقیقات روانشناختی تاکنون در بازارهای سرمایه صورت گرفته، گویای عدم ثبات رویه ای خاص در نحوه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌باشد. این مهم در چارچوب مباحث مالی رفتاری مورد بحث و بررسی قرار گرفته است. تاثیرات فرهنگی، اجتماعی، سیاسی و اقتصادی هر جامعه و پیچیدگی‌های رفتارهای انسانی جزو بدیهات این امر می‌باشند. با توجه به ضرورت بازار سرمایه نسبت به تحلیل‌های رفتاری سرمایه‌گذاران و شناخت بهتر عوامل موثر بر این تورش رفتاری، در این پژوهش به بررسی تاثیر امتیاز رتبه بندی کیفیت افشاء شرکت‌ها، همراه با ارتباطات سیاسی در بورس بر شرکت‌هایی که این تورش رفتاری در بازه زمانی پژوهش “۱۳۹۶-۱۴۰۱” مورد آزمون و بررسی قرار گرفت. از طرفی در کنار متغیر مذکور تاثیر نوسانات نرخ ارز و تورم بر بروز رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران همراه با ارتباطات سیاسی معامله‌گران در سطح شرکت‌هایی که بر روی خرید و فروش آنها توده‌واری رویت شده پرداخته و در این فرایند اثر تعدیل‌کننده کیفیت افشاء نیز آزمون گردید. تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیات از مدل رگرسیون چند متغیره داده‌های ترکیبی استفاده شد و جهت بررسی رویکرد اثرات ثابت و تصادفی از آزمون‌های هاسمن و چاو-لیمر استفاده گردید. نتایج پژوهش رابطه معنادار و معکوس را بین کیفیت افشاء و مستقیم ارتباطات سیاسی معامله‌گران شرکت‌ها و بروز رفتار توده ای اثبات و بیان می‌کند. همچنین وجود رابطه ای معنادار و مستقیم بین نوسانات نرخ ارز و تورم بر بروز رفتار توده وار اثبات گردید که این عوامل تاثیر کیفیت افشاء بر کاهش توده واری را تقلیل می‌دهند.

واژه‌های کلیدی: رفتار توده ای، ارتباطات سیاسی، سرمایه‌گذاران، کیفیت افشاء، نوسانات ارز.

۱- مقدمه

معاملات با اشخاص وابسته ممکن است موجب استغنائی سهامداران، مدیران و سایر کنترل‌کنندگان واحد انتفاعی و ایجاد هزینه برای طرف‌های غیروابسته در این معاملات گردد. این مهم می‌تواند از طریق خرید و فروش دارایی‌ها، کالاها، خدمات، دریافت وام‌هایی با شرایط مطلوب و با استفاده از دارایی‌های شرکت به عنوان تضمین تسهیلات شخصی انجام گیرد که خود باعث انتقال ثروت خواهد بود. معاملاتی که عمدتاً به صورت مستقیم توسط سهامداران عمده، مدیران و اعضای هیئت مدیره انجام می‌گیرد تأثیر منفی بر ارزش شرکت و نقش قابل توجهی در رسوایی‌هایی دارد که منجر به شکست شرکت‌ها و گروه‌های بزرگی از شرکت‌ها می‌شود. هر اندازه معاملات اشخاص وابسته در شرکت بیشتر باشد امنیت برای سهامداران جزء پایین‌تر بوده و در نتیجه این امر باعث کاهش ارزش سهام شرکت خواهد شد.

یکی از مهم‌ترین ویژگی‌های بازار سرمایه هر کشور؛ تأثیرپذیری از مسایل سیاسی است. تغییرات سیاسی در بدنه حاکمیت از آنجا که تغییراتی در دیدگاه‌های اقتصادی در پی دارد. تأثیر ملموس و سریعی بر بورس اوراق بهادار می‌گذارد. استدلال بر این است که شرکت‌های دارای روابط گسترده سیاسی، به دلیل برخورداری از شرایط خاص، هزینه‌های کمتری را متحمل می‌شوند. واحدهای تجاری نیز تمایل زیادی به برقراری ارتباط نزدیک با دولت و سیاستمداران دارند (رهنمای رودپشتی و محسنی، ۱۳۹۷). زیرا این روابط منافع زیادی نظیر امتیاز دسترسی به بازارهای داخلی و بین‌المللی، تخفیف‌های مالیاتی، دسترسی آسانتر به اعتبارات و تامین مالی، بارانه‌های دولتی در پی دارد، در عوض در شرکت‌های دارای روابط سیاسی ممکن است منافع به دست آمده ناشی از این روابط را با سیاستمداران تسهیم نمایند. این نوع بافت اقتصادی در سطح یک جامعه، اقتصاد مبتنی بر رابطه نامیده می‌شود (ونگ و همکاران، ۲۰۲۰) در نظام‌های اقتصادی مبتنی بر روابط، ارتباط سیاسی یک منبع مهم ارزش برای شرکت‌های دارای این روابط است (لی و وانگ^۱، ۲۰۱۶). حمایت سیاسی دولت، ممکن است منجر به ایجاد ارزش برای شرکت شود. برای مثال، شرکت‌هایی که از ارتباط خوبی با دولت برخوردارند، مالیات کمتری می‌پردازند، سهم بازار بیشتری دارند، وام‌های بانکی با سهولت بیشتری برای آنان فراهم می‌شود، دولت در عرضه عمومی سهام، به آنها کمک می‌کند و نسبت به سایر شرکت‌ها، آسان‌تر و با پرداخت هزینه کمتری از امتیازهای مهم بهره‌مند می‌شوند (حبیب^۲ و همکاران، ۲۰۱۸). شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی از منافع بودجه نرم بهره‌مند می‌گردند. بودجه نرم اشاره به جلب حمایت سیاسی و بهره‌مندی از مزایای این حمایت‌ها دارد که این موضوع منجر به افزایش ارزش شرکت آنها می‌شود (کیم و ژانگ^۳، ۲۰۱۶).

همچنین با توجه به آنکه کلیه تحولات رخ داده در رفتار توده‌ای با ارتباطات سیاسی، کیفیت افشاء، نرخ ارز و تورم در جهان، برای پاسخ به تقاضای استفاده‌کننده‌گان و به خصوص سرمایه‌گذاران بوده و تاکنون در این زمینه پژوهشی در ایران نیز صورت نگرفته است، در پژوهش حاضر، دیدگاه سرمایه‌گذاران به عنوان استفاده‌کنندگان اصلی

¹ Lee & Wang

² Habib

³ Kim & Zhang

این تحقیق، در خصوص تحلیل رفتار توده‌ای با اثرات ارتباطات سیاسی، کیفیت افشاء، نرخ ارز و تورم در بین سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است.

۲. پیشینه یا سابقه پژوهش

یکی از نشانه‌های پویایی اقتصاد هر کشور توسعه و رونق بازار سرمایه آن می‌باشد، لذا بررسی بازار بورس تهران جهت رسیدن به بازاری کارا از نیازهای امروز جامعه ما می‌باشد و نیازمند تحقیقات متنوع در موضوعات کاربردی و نهایتاً تحلیل‌هایی بنیادین می‌باشد. از مجموعه عواملی که می‌تواند تهدیدی برای رشد بازار سرمایه باشد، کیفیت نامناسب اطلاعات افشا شده توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس می‌باشد، چراکه توان تحلیل مناسب را از اکثریت سرمایه‌گذاران سلب نموده و فقط افرادی که تحلیل‌گرانی قوی در این بازار هستند شانس بازده بیش از حد "نامتعارف" را پیدا نموده که این خود از نشانه‌های بازاری ناکارا خواهد بود.

از دیگر عواملی که جزو آفت‌های یک بازار سرمایه می‌باشد، بروز رفتارهای توده‌ای است که آن را "رفتار جمعی، رمه‌ای، گروهی یا گله‌ای" نیز می‌نامند، این مورد از مشتقات مباحث مالی رفتاری^۲ بوده، که در آن سرمایه‌گذاران با بروز رفتاری غیر عقلایی بجای آنکه با استدلال عقلی خود اقدام به خرید یا فروش سهام نمایند، تسلیم تفکرات گروهی سرمایه‌گذاران شده و از جریانبات بازار تبعیت می‌کنند. بروز اینگونه رفتار، بازار بورس را به بازار کارای ضعیف و نهایتاً به بازاری ناکارا تبدیل خواهد کرد. هدف از این پژوهش بررسی اینگونه رفتار سرمایه‌گذاران می‌باشد و از آنجا که کیفیت اطلاعات افشا شده در بورس می‌تواند به عنوان یک عامل موثر بر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران باشد و با توجه به آنکه تحلیل این شاخص بدون در نظر گرفتن همزمان مشکلات کلان اقتصادی در کشورمان که از مهمترین آن می‌توان نوسانات شدید نرخ ارز و تورم را نام برد، کاری جامع نمی‌تواند باشد؛ لذا ما برآن داشتیم جهت ارائه پژوهشی کاربردی، مجموعه این عوامل را بررسی کرده تا به نتایج مفید و معقولی برسیم (پمپین، ص ۱۲، ۱۳۸۸).

روابط و نفوذ سیاسی نه تنها بر وضعیت مالی بنگاه‌های اقتصادی تأثیر می‌گذارد، بلکه انگیزه‌های مدیران را در ارتباط با گزارشگری مالی در تأثیر قرار می‌دهد (جنت‌مکان و همکاران، ۱۳۹۸). واحدهای تجاری تمایل زیادی به برقراری ارتباط نزدیک با دولت دارند؛ زیرا این روابط منافع زیادی نظیر امتیاز دسترسی به بازار، تخفیف‌های مالیاتی، دسترسی آسان به اعتبارات، یارانه‌های دولتی، بستن قراردادهای سودآور، کاهش تعرفه گمرکی و ... برای آنها در پی خواهد داشت (کول و همکاران^۳، ۲۰۱۵). در عوض واحدهای تجاری مرتبط ممکن است منافع به‌دست‌آمده ناشی از این روابط را با دولت تسهیم کنند. این نوع بافت اقتصادی در سطح جامعه، اقتصاد مبتنی بر رابطه نامیده می‌شود (آرینیگرام^۴ و همکاران، ۲۰۱۷). در نظام‌های اقتصادی مبتنی بر روابط، ارتباطات سیاسی،

^۲ Herding Behavior

^۳ Behavioral Finance

^۳ Cull

^۴ Ariningrum

منبع مهم ارزش برای شرکت‌های دارای روابط است (لین^۱ و همکاران، ۲۰۲۰). درعین حال در برخی کشورها، نظام اقتصادی مبتنی بر روابط از طریق الزامات قانونی ضعیف و نبود شفافیت شناخته می‌شوند (ابیوت^۲، ۲۰۲۰). عایدات شرکت‌های با روابط سیاسی به‌طور گسترده در تأثیر تصمیمات دولتی قرار دارد که به علایق آنها توجه می‌کند (لی و وانگ^۳، ۲۰۱۷).

ارتباطات سیاسی در سطح شرکت‌ها به‌عنوان ارتباط اعضای هیئت مدیره با اشخاص نزدیک به مراجع قدرت و دولت بیان می‌شود (مهربان‌پور و همکاران، ۱۳۹۶). واحدهای تجاری علاقه زیادی به برقراری ارتباط نزدیک با دولت دارند؛ زیرا این روابط منافع زیادی از جمله امتیاز دسترسی به بازار، تخفیفات مالیاتی، دسترسی راحت‌تر به اعتبارات، یارانه‌های دولتی، بستن قراردادهای پرسود، کم‌شدن تعرفه‌های گمرکی و غیره برای آنها در پی خواهد داشت (هو^۴ و همکاران، ۲۰۱۷). روابط و نفوذ سیاسی نه تنها بر وضعیت مالی بنگاه‌های اقتصادی اثرگذار است، بلکه بر انگیزه مدیران در ارتباط با گزارشگری مالی تأثیر می‌گذارد (شی^۵ و همکاران، ۲۰۱۸). انتظار می‌رود این وضعیت در نهایت سبب ایجاد تفاوت‌های زیادی در کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌هایی شود که در مقایسه با سایر شرکت‌ها روابط سیاسی گسترده‌ای دارند (آریفور^۶ و همکاران، ۲۰۱۶). همچنین در بازارهای با محیط قانونی ضعیف، مدیران برای دستیابی به اهداف و منافع شخصی و با هزینه سهام‌داران اقلیت، از روابط سیاسی بهره می‌برند (ابیوت، ۲۰۲۰). تأثیر ارتباطات سیاسی بر سازمان‌های تجاری، توجه پژوهش‌هایی را در سطح جهان به خود جلب کرده است؛ موضوعی که با افزایش مدیران و رؤسای دارای ارتباطات سیاسی در رأس شرکت‌های مختلف در اقتصادهای توسعه‌یافته و در حال ظهور منطبق است (فانگ^۷ و همکاران، ۲۰۱۵). شرکت‌ها نیز تمایل زیادی به برقراری روابط با دولت و افشای این روابط در گزارش‌های مالی خود برای استفاده از آن به‌عنوان یک مزیت رقابتی دارند؛ زیرا با حمایت‌های سیاسی از طریق روابط، منافع زیادی نظیر دسترسی راحت‌تر به تأمین مالی خارجی (سیلوا^۸ و همکاران، ۲۰۱۸)، کاهش هزینه بدهی و کاهش مالیات و تعرفه‌ها (چانگ و چیچ^۹، ۲۰۱۶) و بهبود فرصت‌های رشد و کاهش احتمال وقوع ورشکستگی برای شرکت به دنبال دارد (لین^{۱۰} و همکاران، ۲۰۲۰). انکوک پرنو و همکاران (۲۰۲۰) در تحقیقی تأثیر تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران را بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آنها مورد بررسی قرار دادند. نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که چهار سوگیری رفتاری: اعتماد به نفس بیش از حد، حسرت، اعتقاد و مارگزیدگی دارای رابطه مثبت و قوی با تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری هستند. نتایج همچنین نشان داده که اثر مارگزیدگی بیشتر به تصمیم‌گیری کمک می‌کند، متعاقب آن تعصب اعتقادی و سپس تعصب پشیمانی. تعصب اعتماد به نفس بیش از حد، کمترین تأثیر را در تصمیمات سرمایه‌گذاری دارد.

¹ Lin

² Abiot

³ Lee & Wang

⁴ Hu

⁵ Shi

⁶ Arifur

⁷ Fung

⁸ Silva

⁹ Chung & Chih

¹⁰ Lin

با توجه به محیط اقتصادی ایران، ارتباطات سیاسی در تعیین ارزش شرکت‌ها نقش مهم دارند زیرا سهم اندکی از اقتصاد ایران متعلق به بخش خصوصی است و بیشتر سهم سهامداران در شرکت‌ها متعلق به دولت است که بنا بر پژوهش‌های (فیزمن^۱، ۲۰۰۱ و عباس‌زاده و همکاران، ۱۳۹۸) نشان داده است که ارتباطات سیاسی در این گونه شرکت‌ها بالاتر می‌باشد. از طرفی معامله با اشخاص وابسته یکی از عناصر مهم گزارشگری مالی است. جایی که در فرمت جدید گزارش حسابرس بر افشای این بخش توسط نهاد گزارشگر تاکید شده است (عباس‌زاده و همکاران، ۱۳۹۸). شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی ممکن است علاقه داشته باشند تا ارتباطات سیاسی خود را پنهان نمایند و بدین منظور اقدام به فعالیت‌های انحرافی در جهت پنهان‌سازی این روابط از نظر حسابرس خواهند نمود (دینگ^۲ و همکاران، ۲۰۱۵). همچنین در صورتی که بخشی از سهام شرکت در اختیار دولت باشد، میان شرکت و حسابرس رابطه خاصی پدیدار می‌شود؛ بدین صورت که به دلیل وجود معاملات وابسته و امکان پنهان‌سازی برخی از روابط سیاسی از طریق این معاملات، فعالیت‌های انحرافی بیشتری از طریق عدم افشای مناسب این روابط توسط شرکت صورت خواهد گرفت (حبیب و همکاران، ۲۰۱۷). بنابراین شرکت‌هایی که به لحاظ سیاسی وابسته‌اند ممکن است از طریق معاملات با اشخاص وابسته انحراف منابع را انجام دهند و از آن برای پوشش معاملات خود استفاده کنند (الهلالی^۳ و همکاران، ۲۰۱۸).

فرضیه بازار کاراً به عنوان یکی از مبانی اصلی تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری در نظر گرفته می‌شود. براساس این تئوری، هیچ سرمایه‌گذاری نمی‌تواند براساس دانش و توانایی پردازش اطلاعات، بازدهی غیرعادی بیش از میانگین بازده بازار کسب کند (النجار، ۲۰۱۸، راس و همکاران، ۲۰۱۹). این تئوری، این فرض را در نظر می‌گیرد که سرمایه‌گذاران منطقی هستند و از طیف متنوعی از مدل‌ها برای محدودسازی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و انتخاب فرصت‌های مطلوب استفاده می‌کنند. با این حال، این تئوری نتوانست ناهنجاری‌های بازار را توجیه کند، که منجر به بحران مالی مختلفی شد، به عنوان مثال، ترکیدن حباب اینترنت در دهه ۱۹۹۰، بحران دات کام، سقوط بازار سهام در سال ۲۰۰۲ و بحران‌های بانکی در سال ۱۹۹۴ (شارما و کومار، ۲۰۱۹). مخالفان فرضیه بازار کارا مانند شفرین و استیتمن (۲۰۱۵) و باربریس (۲۰۱۷) استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاران لزوماً آنطور که در فرضیه بازار کارا ادعا می‌شود منطقی عمل نمی‌کنند و غیر منطقی بودن آنها را می‌توان از طریق ناهنجاری‌های مختلف رفتاری توضیح داد (ویدیتیان و همکاران، ۲۰۲۰).

در این شرایط، انتظار بر این است که در دسترس بودن اطلاعات، ریسک را در بازار کاهش می‌دهد و از این رو، آن گروه از سرمایه‌گذارانی که از اطلاعات بیشتری نسبت به رفتار آتی بازار بالخصوص روابط سیاسی برخوردارند، ریسک کمتر و تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتری را تجربه می‌کنند و به طور مورد انتظار، تورش‌های رفتاری در این گروه از سرمایه‌گذاران کمتر است (چافای و مدیوب، ۲۰۱۸). ویژگی‌های شناختی سرمایه‌گذاران هنگامی تحت تأثیر اطلاعات سیاسی قرار می‌گیرند که سرمایه‌گذاران از دانش کافی برخوردار باشند و تصمیم به سرمایه‌گذاری بگیرند. از این رو بسیاری از بنگاه‌های تجاری، اطلاعاتی در مورد خود نمی‌دهند، بنابراین سرمایه‌گذاران با پیروی

¹ Fisman

² Ding

³ El-Helaly

از دیگران که تجربه بیشتری دارند سرمایه‌گذاری می‌کنند (تنیچ و همکاران، ۲۰۲۰). شفرین و استیتمن (۲۰۲۰) ادعا کردند که سرمایه‌گذاران ممکن است اطلاعات سیاسی خود را نادیده بگیرند و به دلیل ترس از شکست، دیگران را دنبال کنند. چرا که اگر شکست در تصمیمی که فرد نسبت به انتساب آن اتخاذ کرده رخ دهد، او از پشیمانی زیادی رنج می‌برد. اما اگر در تصمیمی که بسیاری از سرمایه‌گذاران دیگر گرفته‌اند، شکست رخ دهد، میزان پشیمانی کم است (متیلدا، ۲۰۱۸). چرا که یکی از متداول‌ترین شرایط نااطمینانی در بازارهای سرمایه را می‌توان عدم وجود نقاط حمایت و مقاومت پیش رو در نمودار قیمت دانست. سرمایه‌گذاران تکنیکال با استناد به حمایت‌ها و مقاومت‌ها نسبت به ورود یا خروج از بازار اقدام می‌کنند، در حالی که اگر حمایت و مقاومتی پیش روی قیمت نباشد، تصمیم‌گیری در خصوص ورود یا خروج از بازار با درجه نااطمینانی بیشتری همراه خواهد بود (هاندیو و همکاران، ۲۰۲۰).

۳. مدل تحلیلی تحقیق

در بررسی رفتار توده‌های از روش آزمون لاکونیشوک^۱ "LSV" استفاده خواهد شد. در این روش برای هر کدام از دوره‌های مورد بررسی شاخصی را محاسبه می‌کنیم که معنی دار بودن آن نشانگر وجود رفتار توده‌های خواهد بود، دوره‌های زمانی به روش ماهیانه فصلی بوده و نتایج برای هر دوره بدست می‌آید. جهت برآورد رفتار توده‌ای نسبت تعداد سرمایه‌گذاران خریدار به تعداد سرمایه‌گذاران معامله‌گر در هر دوره و در هر شرکت، مورد نیاز برای روش LSV جهت آزمون رفتار توده وار است. در روش LSV به محاسبه شاخص زیر می‌پردازیم:

$$MH_{i,t} = |P_{i,t} - P_t| - AF_{i,t}$$

که در آن $MH_{i,t}$ شاخص رفتار توده‌ای در مورد سهم i در دوره t می‌باشد. در بررسی کیفیت افشای شرکتی، از امتیازهای سالیانه کیفیت افشای شرکتی که برای شرکت‌ها محاسبه گردیده، طی دوره تحقیق استفاده خواهد شد. امتیازهای کیفیت افشای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس برای دوره‌های ۳-۶-۹-۱۲ ماهه توسط سازمان بورس اوراق بهادار محاسبه و منتشر گردیده است. این امتیازها، ارزیابی بورس درباره میزان آگاهی بخشی افشای شرکتی را منعکس می‌نماید. امتیازهای مذکور، براساس میانگین وزنی معیارهای به موقع بودن و قابلیت اتکای اطلاعات افشاء شده محاسبه می‌گردد. اطلاعات ارزیابی شده، براساس مقررات افشای اطلاعات در بورس از جمله صورت‌های مالی سالیانه، صورت‌های مالی میان دوره‌ای ۳ و ۶ ماهه حسابرسی شده و ۹ ماهه و پیش‌بینی درآمد هر سهم در مقاطع زمانی ۳-۶-۹-۱۲ ماهه می‌باشد. تاخیر در ارسال اطلاعات به بورس در مقایسه با مهلت‌های زمانی مقرر و تفاوت در سودهای محقق شده نسبت به پیش‌بینی‌ها برای محاسبه به موقع بودن و قابلیت اتکای افشا استفاده می‌گردد. برای محاسبه رتبه کل افشای شرکتی معیارهای به موقع بودن و قابلیت اتکا با وزن‌های دوسوم و یک سوم مورد استفاده قرار گرفته‌اند.

² Lakonishok, J., A. Shleifer and R. W. Vishny, (1992)

در پژوهش حاضر، متغیر روابط سیاسی (PCIO_{it}) مطابق با مطالعه حبیب و همکاران (۲۰۱۷) و نیکومرام و همکاران (الف و ب ۱۳۹۲) بوسیله یک عامل مجازی اندازه گیری می شود بطوریکه اگر حداقل یکی از سهامداران عمده شرکت (بمالکیت ۱۰ درصد یا بیشتر) از شخصیت های وابسته به دولت باشد یک و در غیر اینصورت مقدار ۰ اعمال می شود.

شرایط لازم برای انجام هر پژوهشی، دسترسی به اطلاعات و داده‌ای مورد نیاز می باشد. با توجه به موضوع پژوهش که تحلیل رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران با ارتباطات سیاسی در بورس اوراق بهادار تهران می باشد و با توجه به آنکه کامل‌ترین، بهترین، در دسترس‌ترین و در عین حال قابل‌اتکاترین منبع اطلاعاتی تحقیق، سازمان بورس اوراق بهادار تهران می باشد؛ لذا قلمرو مکانی این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. از این رو در این تحقیق جامعه آماری متشکل از شرکت هایی است که دارای صفات مشخصه ذیل باشند و روش نمونه گیری به صورت خوشه‌ای می باشد:

الف- پایان سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند هر ماه می باشد

ب- امتیاز سالیانه کیفیت افشای شرکت و اطلاعات مالی آن در دسترس باشد

ج- شرکت ها در بازه زمانی تحقیق تغییر سال مالی نداده باشند

د- قلمرو زمانی از فروردین سال ۱۳۹۶ تا پایان اسفند ۱۴۰۱ می باشد

با استفاده از مفروضات فوق الذکر در حدود ۱۰۰ شرکت که اکثرا شرکت‌های تولید محصولات نفتی و پتروشیمی و سیمان و دارویی در بورس بوده که داده های آنها همگن شده و براساس رفتار توده واری که در معادلات روش (لاکونیشک) صدق می کرد انتخاب گردید. سپس از میان جامعه نمونه گیری شده ۷۵ شرکت به صورت تصادفی انتخاب شده، بعلا آنکه نمونه مورد نظر همه شرکت ها با ویژگی های مختلف تولیدی و خدماتی را در برگیرد و علت اصلی آن ریسک متفاوت شرکت ها در بازه زمانی مختلف در دوره مطالعاتی می باشد. همچنین به دلیل محدودیت ورود داده ها در نرم افزار "EVEWS-10" که شامل چهار فصل در بازه زمانی شش سال می باشد. وارد کردن داده‌های ۷۵ شرکت در نرم افزار بدلیل عدم همگن بودن داده‌ها، نتایج درستی همانند بررسی مانایی و نامانایی شرکت که به صورت رگرسیون کاذب ایجاب می شود، مواجه نشویم، از نمونه کمتری که جواب بهینه را برای نتایج تحقیق حاصل نماید، استفاده شده است.

۱.۳. فرضیه های پژوهش

همان گونه که در بخش یک بیان شد، این پژوهش از سه هدف اصلی و دو هدف فرعی با عنوان تحلیل رفتار توده‌ای با ارتباطات سیاسی، کیفیت افشا، نرخ ارز و تورم تشکیل شده است. لذا در راستای این اهداف فرضیه های پژوهش بشرح ذیل می باشند:

(۱) بین امتیاز رتبه بندی کیفیت افشا همراه با ارتباطات سیاسی در سه سطح مربوط بودن، قابلیت اتکاء و

امتیاز نهایی که توسط سازمان بورس تهیه و در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد ارتباط معنی داری

وجود دارد.

- الف) بین بروز رفتار توده‌ای با ارتباطات سیاسی و به موقع بودن افشاء ارتباط معنی داری وجود دارد.
- ب) بین بروز رفتار توده‌ای با ارتباطات سیاسی و قابلیت اتکاء ارتباط معنی داری وجود دارد
- ۲) بین نوسانات نرخ ارز تأثیری بر رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران با ارتباطات سیاسی در بورس اوراق بهادار ارتباط معنی داری وجود دارد.
- ۳) بین تورم تأثیری بر رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران با ارتباطات سیاسی در بورس اوراق بهادار ارتباط معنی داری وجود دارد.

۱.۱.۳. آزمون فرضیه اول

در این فرضیه بروز رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران ($Coc_{i,t}$) متغیر وابسته و با ارتباطات سیاسی ($Pcio_{i,t}$)، امتیاز نهایی سطح افشاء ($Disc_{i,t}$) "با وزن $\frac{2}{3}$ قابلیت مربوط بودن و $\frac{1}{3}$ قابلیت اتکا" متغیر مستقل و اندازه شرکت (بر مبنای لگاریتم جمع دارایی‌های شرکت‌ها اندازه گیری شده است ($Size_{i,t}$)) و بتای شرکت (ضرایب بتا هر شرکت از گزارشات آماری سایت بورس اوراق بهادار تهران^۱) ($Beta_{i,t}$) به عنوان متغیرهای کنترلی شرکت‌ها و خطای مدل در زمان‌های مورد مطالعه در نظر گرفته می‌شود:

$$Coc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Beta_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Disc_{i,t} + \beta_4 Pcio_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (۱)$$

الف) آزمون فرضیه فرعی اول

در این فرضیه بروز رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران متغیر وابسته و ارتباطات سیاسی، مربوط بودن افشاء به عنوان متغیر مستقل ($Disc\ Moghe_{i,t}$) قرارداد خواهد شد و اندازه شرکت و بتای شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی شرکت‌ها و خطای مدل در زمان‌های مورد مطالعه در نظر گرفته می‌شود:

$$Coc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Beta_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Disc\ Moghe_{i,t} + \beta_4 Pcio_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (۲)$$

ب) آزمون فرضیه فرعی اول

در این فرضیه بروز رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران متغیر وابسته و ارتباطات سیاسی، قابلیت اتکا افشاء به عنوان متغیر مستقل ($Disc\ Eteka_{i,t}$) قرارداد خواهد شد و اندازه شرکت و بتای شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی شرکت‌ها و خطای مدل در زمان‌های مورد مطالعه در نظر گرفته می‌شود:

$$Coc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Beta_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Disc\ Eteka_{i,t} + \beta_4 Pcio_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (۳)$$

بنابراین جهت برآورد رفتار توده‌ای نسبت تعداد سرمایه‌گذاران خریدار به تعداد سرمایه‌گذاران معامله‌گر در هر دوره و در هر شرکت، مورد نیاز برای روش LSV جهت آزمون رفتار توده‌ای است. در روش LSV به محاسبه شاخص زیر می‌پردازیم:

^۱ www.irbourse.com

(۴)

$$MH_{i,t} = |p_{i,t} - p_t| - AF_{i,t}$$

یا به عبارتی دیگر:

$$MH_{i,t} = |P_{i,t} - P_t| - E[|P_{i,t} - P_t|]$$

$$p_{i,t} = \frac{B_{i,t}}{B_{i,t} + S_{i,t}} \quad p_t = \frac{\sum_{i=1}^I B_{i,t}}{\sum_{i=1}^I B_{i,t} + \sum_{i=1}^I S_{i,t}}$$

$$AF_{i,t} = E[|p_{i,t} - p_t|]$$

که در آن $MH_{i,t}$ شاخص رفتار توده‌ای در مورد سهم i در دوره t و $B_{i,t}$ تعداد شرکت‌های خریدار سهم i در دوره t و $S_{i,t}$ تعداد شرکت‌های فروشنده سهم i در دوره t است. همچنین $p_{i,t}$ نسبت شرکت‌های خریدار سهم i به کل شرکت‌های معامله‌گر این سهم و p_t همین نسبت را برای تمام سهم‌های معامله‌شده در دوره t نشان می‌دهد. در هر سه فرضیه فوق تاثیر سطوح مختلف کیفیت افشاء هر شرکت بر بروز رفتار توده‌واری سرمایه‌گذاران و ارتباطات سیاسی پس از افشاء هر دوره بررسی خواهد شد. نکته حائز توجه آنکه اطلاعات کیفیت افشاء که در سه سطح "به موقع بودن"، قابلیت اتکا و امتیاز نهایی" همراه با متغیر ارتباطات سیاسی می‌باشد، در همه دوره‌ها یکسان ارائه نشده که وضعیت اجمالی آن در جدول ذیل آورده شده است:

جدول (۱) نحوه گزارش دهی سطوح کیفیت افشاء توسط سازمان بورس در بازه پژوهش

سال	گزارش ۳ ماهه			گزارش ۶ ماهه			گزارش ۹ ماهه			گزارش ۱۲ ماهه		
	قابلیت اتکا	مربوط بودن	امتیاز نهایی	قابلیت اتکا	مربوط بودن	امتیاز نهایی	قابلیت اتکا	مربوط بودن	امتیاز نهایی	قابلیت اتکا	مربوط بودن	امتیاز نهایی
۱۳۹۶	ندارد	ندارد	دارد	ندارد	ندارد	دارد	ندارد	ندارد	دارد	ندارد	ندارد	دارد
۱۳۹۷	ندارد	ندارد	دارد	ندارد	ندارد	دارد	ندارد	ندارد	دارد	ندارد	ندارد	دارد
۱۳۹۸	ندارد	ندارد	ندارد	ندارد	ندارد	ندارد	ندارد	ندارد	دارد	دارد	دارد	دارد
۱۳۹۹	ندارد	ندارد	ندارد	ندارد	ندارد	دارد	ندارد	ندارد	دارد	دارد	دارد	دارد
۱۴۰۰	دارد	دارد	دارد	ندارد	ندارد	دارد	ندارد	ندارد	دارد	دارد	دارد	دارد
۱۴۰۱	دارد	دارد	دارد	دارد	دارد	دارد	دارد	دارد	دارد	دارد	دارد	دارد

منبع: یافته‌های محقق

با توجه به مطالب جدول بالا فرضیات فرعی "الف" و "ب" در سال‌های ۱۳۹۶ لغایت ۱۴۰۱ بعلت عدم وجود شاخص اندازه‌گیری متغیر مستقل، قابلیت اندازه‌گیری را ندارد، لذا فرضیات مذکور فقط برای سال‌های ۱۳۹۶ لغایت ۱۳۹۸ اندازه‌گیری شده است. جهت آزمون فرضیه اصلی الف تاثیرات امتیاز نهایی کیفیت افشاء، که با توجه به وزن $\frac{2}{3}$ مربوط بودن و $\frac{1}{3}$ قابلیت اتکا توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران تهیه و ارائه شده به عنوان شاخص متغیر

مستقل استفاده خواهد شد و جهت فرضیات فرعی "الف و ب" به ترتیب از شاخص به مربوط بودن و قابلیت اتکا و جهت فرضیات اصلی "دوم و سوم" نیز از امتیاز نهایی به عنوان متغیر تعدیل کننده نرخ ارز و تورم استفاده خواهد شد.

۲.۱.۳. آزمون فرضیه اصلی دوم

در این فرضیه، بروز رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران متغیر وابسته با ارتباطات سیاسی و نوسانات نرخ ارز (لگاریتم نرخ ارز واقعی از صندوق بین المللی پول (REXE_{i,t})) به عنوان متغیر مستقل و کیفیت افشا "امتیاز نهایی" به عنوان متغیر تعدیل کننده و اندازه شرکت و بتای شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی شرکت‌ها و خطای مدل در زمان‌های مورد مطالعه در نظر گرفته می‌شود:

(۶)

$$Coc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Beta_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 REXE_{i,t} \times Disc_{i,t} + \beta_4 Pcio_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۳.۱.۳. آزمون فرضیه اصلی سوم

در این فرضیه، بروز رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران متغیر وابسته با ارتباطات سیاسی و ریسک تورمی (شاخص کل بهای کالا و خدمات مصرفی ماهیانه در مناطق شهری ایران و درصد تغییر سالیانه "نرخ تورم" (RP_{i,t})) به عنوان متغیر مستقل و کیفیت افشا "امتیاز نهایی" به عنوان متغیر تعدیل کننده اندازه شرکت و بتای شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی شرکت‌ها و خطای مدل در زمان‌های مورد مطالعه در نظر گرفته می‌شود:

(۷)

$$Coc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Beta_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 RP_{i,t} \times Disc_{i,t} + \beta_4 Pcio_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

۴. روش تحلیل داده‌ها

۱.۴. رگرسیون چند متغیره داده‌های ترکیبی

جهت تحلیل داده‌ها و رسیدن به پاسخی مناسب جهت آزمون فرضیات از مدل رگرسیون پنل دیتا^۱ که به آن رگرسیون چند متغیره داده‌های ترکیبی اطلاق می‌گردد، استفاده خواهد شد. جهت رسیدن به این هدف از داده‌های سری زمانی، داده‌های مقطعی و داده‌های تلفیقی که از ادغام داده‌های سری زمانی و مقطعی بدست می‌آید، استفاده خواهد شد (بالتاجی، ۲۰۱۸).

۲.۴. آزمون معنی دار بودن گروه "چاو-لیمر"

برای تعیین وجود "یا عدم وجود" عرض از مبدا جداگانه برای هر یک از شرکت‌ها از آماره F بصورت زیر استفاده شد:

^۱Panel Data

(۸)

$$H_0: \alpha_0 = \alpha_1 = \dots = \alpha_k = \alpha$$

$$H_1: \alpha_i \neq \alpha_j$$

$$F(35 \text{ و } 83) = 24/24$$

از آنجایی که F با درجه آزادی 8 و 63 در سطح احتمال ۹۵ درصد تقریباً برابر ۱/۱۳ است و با توجه به اینکه F محاسبه شده بیشتر از F جدول فیشر می باشد، فرضیه H_0 رد شده و اثرات گروه پذیرفته می شود و باید عرض از میداهای مختلفی را در برآورد لحاظ نمود.

۳.۴. آزمون هاسمن^۱

برای آزمون اینکه مدل با بهره گیری از روش اثرات ثابت یا اثرات تصادفی برآورد گردد از آزمون هاسمن باید استفاده شود:

(۹)

$$H_0: \text{Random Effects}$$

$$H_1: \text{Fixed Effects}$$

مقدار آماره آزمون هاسمن به صورت ذیل آمده است که این مقدار دلیلی بر استفاده از اثرات ثابت در برآورد داده های تلفیقی است و مقدار آماره آن نیز به وسیله "Excel, Eviews-9" محاسبه شده است. فرضیه صفر این است که تخمین زن های مدل اثرات تصادفی و اثرات ثابت به طور اساسی تفاوتی با یکدیگر ندارند. اگر فرضیه صفر رد شود نتیجه می گیریم که روش اثرات تصادفی مناسب نیست و بهتر است از روش اثرات ثابت استفاده کنیم، آماره هاسمن دارای توزیع کای دو با درجه آزادی برابر تعداد ضرایب تخمین زده شده در مدل می باشد. اگر آماره محاسبه شده در سطح احتمال معین از توزیع کای- دو جدول بزرگتر باشد در این صورت فرضیه صفر رد می شود.

جدول (۲) آماره و احتمال آزمون هاسمن

آماره آزمون هاسمن با توزیع χ^2_{β}	۴۴/۸۹
مقدار احتمال آزمون هاسمن	۰/۰۴۹

با توجه به مقدار آماره هاسمن که فرضیه H_0 را رد می کند و مقدار آماره احتمال آن زیر ۵ درصد می باشد. لذا در کل فرضیه ها مورد داده های تحقیق از روش اثرات ثابت استفاده خواهد شد.

^۱ Hasman test

۴.۴. آزمون‌های پایایی "مانایی" و هم‌انباشتگی داده‌ها

همان‌طور که در مقدمه اشاره شد، در این تحقیق، برای آزمون فرضیه‌های تحقیق رفتار توده‌ای با متغیر ارتباطات سیاسی، از آزمون‌های ریشه واحد داده‌های پانل یلوین، لین و چو "۲۰۰۱"، ایم، پسران و شین "۲۰۰۳"، هادری "۲۰۰۰" و وسترلاند "۲۰۰۵" استفاده می‌شود. از آنجائیکه آزمون‌های لوین، لین و چو، ایم، پسران و شین و هادری به‌طور وسیع در مطالعات استفاده می‌شوند، در این مطالعه تنها آزمون اخیر وسترلاند که از خانواده آزمون‌های ریشه واحد ضریب لاگرانژ^۱ "آزمون ریشه واحد LM" است، معرفی می‌شود.

جدول (۳) آزمون مانایی متغیرها در مدل تحقیق

مقدار آماره و سطح معناداری	لگاریتم رفتار توده‌ای			لگاریتم ارتباطات سیاسی		
	لوین، لین و چو	ایم، پسران و شین	هادری (آماره Z)	لوین، لین و چو	ایم، پسران و شین	هادری (آماره Z)
مقدار آماره	0.0561	- 0.408	15.453	4.852	3.8452	8.7854
سطح معناداری	0.5224	0.3413	0.000	0.8523	0.7415	0.000
مقدار آماره	لگاریتم ریسک بتا			لگاریتم نوسانات نرخ تورم		
مقدار آماره	0.0362	0.1408	17.453	2.822	3.1803	19.821
سطح معناداری	0.8221	0.3413	0.002	0.8992	0.812	0.002
مقدار آماره	لگاریتم اصل افشاء قابلیت اتکا			لگاریتم اصل افشاء نهایی		
مقدار آماره	0.0352	- 0.362	18.453	4.717	2.3361	20.4780
سطح معناداری	0.933	0.7112	0.002	0.4221	0.7112	0.003
مقدار آماره	لگاریتم اندازه شرکت			لگاریتم اصل افشاء به موقع بودن		
مقدار آماره	0.03621	- 0.6321	15.632	3.652	4.8212	16.8241
سطح معناداری	0.8912	0.8321	0.001	0.7125	0.7124	0.004
مقدار آماره	لگاریتم نوسانات نرخ ارز			لگاریتم افشاء هم وزن		
مقدار آماره	2.717	2.80376	18.4780	7.8514	3.8514	7.7851
سطح معناداری	0.9967	0.9975	0.000	0.000	0.9975	0.000

منبع: یافته‌های تحقیق

برای تعیین وقفه بهینه از آماره شوارز اصلاح شده استفاده شده است. تمامی موارد دارای حالت با عرض از مبدا و روند می‌باشد.

1. Lagrange multiplier (LM) unit root test

۵.۴. آزمون هم‌انباشتنی مدل تحقیق

هرچند شرایط مانایی متغیرهای یک رابطه رگرسیونی را می‌توان از طریق تفاضل‌گیری تأمین کرد. اما کار خاصی برای حفظ اطلاعات بلندمدت در رابطه با سطح متغیرها نمی‌توان انجام داد. اینجاست که هم‌انباشتنی به ما کمک می‌کند تا بتوان رگرسیونی را بدون هراس از کاذب بودن بر اساس سطح متغیرهای سری زمانی برآورد کرد.

جدول (۴) آزمون هم‌انباشتنی

روش آزمون	آماره آزمون	مقدار P-Value	فرضیه صفر	نتیجه آزمون
دیکی-فولر تعدیل شده	-۲.۳۱۷	۰.۰۱۰۲	عدم هم‌انباشتنی	فرضیه صفر رد می‌شود.

منبع: یافته‌های تحقیق

همانگونه که در جدول فوق مشاهده می‌گردد فرض صفر مبنی بر عدم هم‌انباشتنی رد شده و فرض انباشتنی پسماندها پذیرفته می‌شود. لذا با توجه به این آزمون می‌توان به ارتباط بلندمدت بین متغیرها پی‌برد.

۵. آزمون فرضیات

در این مرحله به آزمون فرضیات تحقیق پرداخته خواهد شد تا نتایج پژوهش مشخص گردد.

۱.۵. آزمون فرضیه (۱) اصلی

متغیر وابسته کلیه فرضیات، رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران با ارتباطات سیاسی می‌باشد. بروز رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران متغیر وابسته و سطح افشا " امتیاز نهایی " متغیر مستقل، ارتباطات سیاسی و اندازه شرکت و بتای شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی شرکتها و خطای مدل در زمانهای مورد مطالعه در نظر گرفته می‌شود: همانگونه که از جدول ۵ مشاهده می‌گردد بین متغیر رفتار توده‌ای، ارتباطات سیاسی و اصل افشاء، ریسک شرکتها و اندازه شرکتها در بورس به جزء اصل افشاء دو متغیر بعدی رابطه مثبت وجود دارد به عبارتی با افزایش مقادیر درصد این متغیرها، رفتار توده‌ای شرکتها نیز افزایش می‌یابد. لذا با توجه به جدول فوق به ازای یک درصد افزایش در ضرایب متغیرهای اندازه ریسک بتای شرکت و اندازه شرکت مقدار به ترتیب ۵ و ۷.۶ درصد متغیر رفتار توده‌ای افزایش پیدا خواهد نمود. این ارتباط چنان ضعیف نبوده است و از لحاظ آماری معنادار می‌باشد. همچنین با افزایش یک درصد در متغیر لگاریتم اصل کلی افشاء مقدار متغیر وابسته " رفتار توده‌ای " به میزان ۸۲.۴ درصد کاهش پیدا خواهد نمود. لذا از لحاظ آماری این رابطه نیز معنادار می‌باشد.

جدول (۵) خروجی آزمون فرضیه اول

مدل	$Coc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Beta_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Disc_{i,t} + \beta_4 Pcio_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
متغیرهای توضیحی	ضرایب متغیر در مدل	مقادیر آماره	سطح معناداری	نتیجه‌گیری
مقدار ثابت	10.13006	2.729510	0.001	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم اندازه بتا ریسک	0.050659	1.495221	0.00131	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم اندازه شرکت	0.076557	1.942975	0.00051	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم ارتباطات سیاسی	0.087821	2.85223	0.00021	معنادار در سطح ۹۵ درصد
تفاضل لگاریتم اصل افشاء کلی	-0.82423	-0.657033	0.0002	معنادار در سطح ۹۵ درصد
مقادیر آزمون F		6.232501	آزمون دوربین واتسون	2.020174
مقادیر Prob		0.000000	مقادیر ضریب تعیین R^2	0.952767
			مقادیر ضریب تعیین تعدیل شده R^2	0.939954
نتیجه کفایت مدل:	با توجه به مقادیر آزمون F و مقدار Prob کمتر از ۵ درصد است رابطه معنادار است.			

منبع: یافته‌های تحقیق

۲.۵. آزمون فرضیه فرعی الف

بروز رفتار توده ای سرمایه‌گذاران متغیر وابسته و مربوط بودن افشاء متغیر، ارتباطات سیاسی مستقل قرارداده خواهد شد و اندازه شرکت و بتای شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی شرکتها و خطای مدل در زمانهای مورد مطالعه در نظر گرفته می‌شود:

مقدار احتمال "یا سطح معنی‌داری" F در مدل برابر با ۰/۰۰ است. چون این مقادیر کمتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می‌شود. یعنی مدل معنی‌داری وجود دارد. به عبارتی ارتباط بین متغیرهای وابسته و مستقل این مدل از نوع خطی می‌باشد. همانگونه که از جدول فوق مشاهده می‌گردد بین متغیر رفتار توده‌ای با ارتباطات سیاسی و لگاریتم اصل افشاء به موقع بودن، ریسک شرکتها و اندازه شرکتها در بورس به جزء اصل افشاء دو متغیر بعدی رابطه مثبت وجود دارد به عبارتی به ازای یک درصد افزایش در ضرایب متغیرهای ریسک بتای شرکت و اندازه شرکت به ترتیب ۸ و ۶.۳ درصد مقدار متغیر رفتار توده ای افزایش پیدا خواهد نمود. این ارتباط چنان ضعیف نبوده است و از لحاظ آماری معنادار می‌باشد.

جدول (۶) خروجی آزمون فرضیه اول "الف"

مدل	$Coc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Beta_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Disc\ Moghe_{i,t} + \beta_4 Pcio_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
متغیرهای توضیحی	ضرایب متغیر در مدل	مقادیر آماره	مقادیر Prob	نتیجه گیری
مقدار ثابت	11.1421	1.7452	0.001	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم اندازه بتا ریسک	0.08112	0.93121	0.0041	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم اندازه شرکت	0.06314	1.8211	0.002	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم ارتباطات سیاسی	0.052431	1.72361	0.00041	معنادار در سطح ۹۵ درصد
تفاضل لگاریتم اصل افشاء به موقع بودن	-0.8224	-0.657033	0.6120	معنادار در سطح ۹۵ درصد
مقادیر آزمون F		6.82112	آزمون دوربین واتسون	1.850174
مقادیر Prob		0.000000	مقادیر ضریب تعیین R^2	0.84221
			مقادیر ضریب تعیین تعدیل شده R^2	0.821332
نتیجه کفایت مدل:		با توجه به مقادیر آزمون F و مقدار Prob کمتر از ۵ درصد است رابطه معنادار است.		

منبع: یافته های تحقیق

۳.۵. آزمون فرضیه فرعی اول "ب"

بروز رفتار توده ای سرمایه‌گذاران متغیر وابسته و قابلیت اتکا افشاء، ارتباطات سیاسی به عنوان متغیر مستقل قراردادده خواهد شد و اندازه شرکت و بتای شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی شرکت‌ها و خطای مدل در زمان‌های مورد مطالعه در نظر گرفته می‌شود:

همانگونه که از جدول ۷ مشاهده می‌گردد بین متغیر رفتار توده ای با ارتباطات سیاسی و لگاریتم اصل افشاء قابلیت اتکاء، ریسک شرکتها و اندازه شرکتها در بورس به جزء اصل افشاء سایر متغیرها دارای رابطه مثبت بوده. به عبارتی به ازای یک درصد افزایش در ضرایب متغیرهای ریسک بتای شرکت و اندازه شرکت به ترتیب ۶.۳ و ۷.۴ درصد مقدار متغیر رفتار توده ای افزایش پیدا خواهد نمود. این ارتباط چنان ضعیف نبوده است و از لحاظ آماری معنادار می باشد. همچنین به ازای یک درصد افزایش در ضرایب متغیر قابلیت اتکا ۲۵.۴ درصد رفتار توده واری کاهش می یابد.

جدول (۷) خروجی آزمون فرضیه اول "ب"

مدل	$Coc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Beta_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Disc\ Eteka_{i,t} + \beta_4 Pci_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$			
متغیرهای توضیحی	ضرایب متغیر در مدل	مقادیر آماره	مقادیر Prob	نتیجه‌گیری
مقدار ثابت	12.8422	1.9331	0.001	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم اندازه بتا ریسک	0.063412	0.85241	0.0055	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم اندازه شرکت	0.07413	2.82511	0.003	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم ارتباطات سیاسی	0.075213	3.8522	0.00052	معنادار در سطح ۹۵ درصد
تفاضل لگاریتم قابلیت اتکاء	-0.2542	-0.82212	0.631	معنادار در سطح ۹۵ درصد
مقادیر آزمون F		8.7852	آزمون دوربین واتسون	1.86221
مقادیر Prob		0.000000	مقادیر ضریب تعیین R^2	0.93312
			مقادیر ضریب تعیین تعدیل شده R^2	0.8123
نتیجه کفایت مدل:	با توجه به مقادیر آزمون F و مقدار Prob کمتر از ۵ درصد است رابطه معنادار است.			

منبع: یافته‌های تحقیق

۴.۵. آزمون فرضیه اصلی دوم "ب"

در فرضیه اصلی دوم بروز رفتار توده‌ای سرمایه‌گذاران متغیر وابسته و ارتباطات سیاسی، نوسانات نرخ ارز به عنوان متغیر مستقل و کیفیت افشا به عنوان متغیر تعدیل‌کننده می‌باشد. اندازه شرکت و بتای شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی شرکتها و خطای مدل در زمانهای مورد مطالعه در نظر گرفته می‌شود:

همانگونه که از ۸ فوق مشاهده می‌گردد بین متغیر لگاریتم اصل افشاء در حالت کلی با رفتار توده‌ای ارتباط معکوس و با ارتباطات سیاسی رابطه مستقیم وجود دارد، همچنین با افزایش مقادیر ارتباطات سیاسی، ریسک بازده سهام، نوسانات نرخ ارز و اندازه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس، مقدار رفتار توده‌ای در بورس افزایش می‌یابد. این ارتباط از لحاظ آماری معنادار بوده است. بین متغیر لگاریتم اصل افشاء و رفتار توده‌ای ارتباط معنادار و معکوسی وجود دارد. به عبارتی با افزایش مقادیر امتیاز افشا و شفافیت، شاخص رفتار توده‌ای شرکتها کاهش می‌یابد. با توجه به مقادیر ضرایب متغیر در جدول فوق، به ازای افزایش یک درصد در متغیرهای نوسانات نرخ ارز و ریسک شرکتها و اندازه شرکتها مقدار متغیر وابسته به ترتیب در حدود ۱۸.۹ و ۱۰۰ و ۶۹.۶ درصد متغیر وابسته را افزایش و تنها متغیر اصل نهایی افشاء در حدود ۴۲.۳ درصد متغیر توده‌ای را کاهش خواهد داد در نهایت این ارتباط از لحاظ آماری معنادار است.

جدول (۸) خروجی آزمون فرضیه دوم

مدل	$Coc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Beta_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 RE_{i,t} \times Disc_{i,t} + \beta_4 Pcio_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
متغیرهای توضیحی	ضرایب متغیر در مدل	مقادیر آماره t	مقادیر P-Value	نتیجه گیری
مقدار ثابت	1.678687	2.821434	0.0001	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم ریسک بازده سهام	1.021363	2.838135	0.0004	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم نوسانات ارز	0.189585	3.926650	0.0003	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم اندازه شرکت	0.695906	7.958660	0.0000	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم ارتباطات سیاسی	0.0533621	2.63321	0.00017	معنادار در سطح ۹۵ درصد
تفاضل لگاریتم اصل افشاء	-0.4232	-2.278486	0.0002	معنادار در سطح ۹۵ درصد
مقادیر آزمون F		.5785777	آزمون دوربین واتسون	1.894150
مقادیر Prob		0.000000	مقادیر ضریب تعیین R^2	0.851901
			مقادیر ضریب تعیین تعدیل شده R^2	0.788027
با توجه به مقادیر آزمون F و مقدار Prob کمتر از ۵ درصد است رابطه معنادار است. نتیجه کفایت مدل:				

منبع: یافته های تحقیق

۵.۵. آزمون فرضیه فرضیه اصلی چهارم

در فرضیه اصلی سوم بروز رفتار توده ای سرمایه گذاران متغیر وابسته و ارتباطات سیاسی، ریسک تورمی به عنوان متغیر مستقل و کیفیت افشا به عنوان متغیر تعدیل کننده، اندازه شرکت و بتای شرکت به عنوان متغیرهای کنترلی شرکتها و خطای مدل در زمانهای مورد مطالعه در نظر گرفته می شود:

همانگونه که از جدول فوق مشاهده می گردد بین متغیر لگاریتم اصل افشاء در حالت کلی با رفتار توده ای ارتباط معکوس و با ارتباطات سیاسی رابطه مستقیم و مثبتی وجود دارد، همچنین با افزایش مقادیر ریسک بورس، اندازه شرکت های بورسی و نوسانات تورم، مقدار رفتار توده ای نیز افزایش می یابد. این ارتباط از لحاظ آماری معنادار بوده است. بین متغیر لگاریتم اصل افشاء و رفتار توده ای ارتباط معنادار و معکوسی وجود دارد. به عبارتی با افزایش مقادیر امتیاز افشا و شفافیت، شاخص رفتار توده ای شرکتها کاهش می یابد. با توجه به مقادیر ضرایب متغیر در جدول فوق، به ازای یک درصد تغییر در متغیرهای نوسانات تورم و ریسک و اندازه شرکتها مقدار متغیر وابسته به ترتیب در حدود ۷۵.۲ و ۱۰۰ و ۷۴.۲ درصد متغیر وابسته را افزایش و تنها متغیر اصل نهایی افشاء در حدود ۷۱.۵ درصد متغیر توده ای را کاهش خواهد داد.

جدول (۹) خروجی آزمون فرضیه چهارم

مدل	$Coc_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Beta_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_2 RP_{i,t} \times Disc_{i,t} + \beta_4 Pci_{i,t} + \epsilon_{i,t}$			
متغیرهای توضیحی	ضرایب متغیر در مدل	مقادیر آماره t	مقادیر P-Value	نتیجه گیری
مقدار ثابت	1.86219	2.7123	0.0021	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم ریسک بورس	1.0712	1.93341	0.0032	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم اندازه شرکت داراییها	0.74231	0.71213	0.0031	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم نوسانات تورم	0.75213	5.8212	0.0000	معنادار در سطح ۹۵ درصد
لگاریتم ارتباطات سیاسی	0.0412632	2.5332	0.00014	معنادار در سطح ۹۵ درصد
تفاضل لگاریتم اصل افشاء کلی	-0.7153	-2.8213	0.0132	معنادار در سطح ۹۵ درصد
مقادیر آزمون F		.12231۷	آزمون دوربین واتسون	2.094150
مقادیر Prob		0.000000	مقادیر ضریب تعیین R ²	0.4213
			مقادیر ضریب تعیین تعدیل شده R ²	0.54142
نتیجه کفایت مدل:	با توجه به مقادیر آزمون F و مقدار Prob کمتر از ۵ درصد است رابطه معنادار است.			

منبع: یافته‌های تحقیق

۷. نتیجه‌گیری و ارائه پیشنهادات تحقیق

با توجه به مبانی مطرح شده در مباحث مالی، در بازارهای کارا به واسطه سطح بالای کیفیت افشاء و ارتباطات سیاسی سرمایه‌گذاران دارای رفتاری عقلایی در بازار سرمایه بوده و با توجه به یافته‌های خود نسبت به خرید و فروش اوراق بهادار اقدام می‌کنند. با توجه به آنکه طی چند سال اخیر سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان یک نهاد تخصصی با ارائه متغیر ارتباطات سیاسی، ضمیمه ساز کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه بوده، در این پژوهش سعی شده تا تاثیر ارائه امتیازهای کیفیت افشاء هم بصورت کلی "امتیاز نهایی" و هم سطوح کیفیت افشاء "قابلیت اتکا و مربوط بودن اطلاعات افشاء شده" همراه با متغیر ارتباطات سیاسی مورد آزمون و بررسی قرار گیرد تا مشخص شود ذینفعان به علامت‌های ارسالی از برجسته‌ترین سازمان ارائه دهنده خدمات بازار سرمایه واکنش مثبت نشان داده و یا بدون در نظر گرفتن این خدمت در انتخاب‌های خود منحصرأ تبعیت از رفتار سایرین را به عنوان مبنای خرید و فروش خود قرار می‌دهند. و یا به عبارتی دیگر در بین رفتار توده وار و ارتباطات سیاسی شرکت‌ها که امتیاز آن توسط سازمان بورس ارائه می‌گردد، رابطه معناداری وجود دارد؟ یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که خوشبختانه بین سطح متغیر ارتباطات سیاسی و بروز رفتار توده وار رابطه معناداری وجود دارد. عبارتی با افزایش متغیر ارتباطات سیاسی و کیفیت افشاء، توده‌واری نیز در سطح شرکت‌ها کاهش یافته است. لذا

این مهم می‌تواند دارای نتایج مثبتی برای استفاده‌کنندگان و بازار سرمایه باشد. همچنین در این پژوهش رابطه بین تورم و نوسانات نرخ ارز با رفتار توده وار مورد آزمون قرار گرفت و یافته‌ها حاکی از آن می‌باشد که رابطه‌ای معنی‌داری بین شاخص‌های اقتصادی و رفتار توده‌وار وجود دارد. به گونه‌ای که در زمان رشد صعودی نرخ ارز و افزایش تورم بروز رفتار توده‌ای نیز در بین سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد. همچنین اثر متغیرهایی چون ریسک شرکت و اندازه شرکت در این شرایط به میزان قابل توجهی افزایش می‌یابد. از طرفی یافته‌های پژوهش نشان داد در شرایط بروز نوسانات نرخ ارز و تورم تاثیر سطح کیفیت افشاء در بین سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد. لذا این مهم ایجاب می‌کند که با توجه به نقش مهم بازار سرمایه در رشد اقتصادی کشور نسبت به پیامدهای حاصل از تورم و نوسانات نرخ ارز تدابیر کاربردی و بنیادینی توسط مسئولین برآورد گردد. طبق پژوهش‌هایی که تاکنون در زمینه توده‌واری صورت گرفته، در جملگی آنها این نتیجه حاصل شده که در بازار سرمایه ایران رفتار توده‌وار با وجود ارتباطات سیاسی تسهیل می‌شود. یافته‌های این پژوهش در بررسی متغیر وابسته با وجود متغیر ارتباطات سیاسی مدل تحقیق که بررسی توده‌واری بود نیز حاکی از وجود توده‌واری در بازار بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. اما طی بررسی‌های انجام شده، تحقیقی که تاکنون به بررسی رابطه کیفیت افشاء و متغیر ارتباطات سیاسی " که مهمترین شاخص تحلیل این پژوهش می‌باشند" با رفتار توده‌وار یافت نشد. لذا تحقیق مشابهی جهت مطابقت در این زمینه وجود ندارد. همچنین جزو دیگر عوامل موثر در بروز رفتار توده وار اندازه شرکت می‌باشد که در تمام فرضیات این پژوهش نقش متغیر کنترلی را دارد.

در نهایت با توجه به اهمیت بازار سرمایه و تورش‌های رفتاری که توسط سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار وجود دارد و با توجه به اهمیت رفتار توده‌ای که مهمترین عامل ناکارایی بازار سرمایه خواهد بود. بازار سرمایه در ایران نیازمند تحلیل‌های بنیادی و کاربردی متعددی در زمینه بررسی مباحث مالی رفتاری در بازار سرمایه می‌باشد. لذا با توجه به یافته‌های پژوهش به طور کلی می‌توان گفت در بازار بورس اوراق بهادار تهران باتوجه به مدل تحقیق نتایج ذیل حاصل گردید:

- ✓ در بازه زمانی پژوهش رفتار توده وار در بورس اوراق بهادار مشاهده گردید.
- ✓ بین سطح کلی افشاء "رتبه نهایی افشاء" شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران رابطه‌ای معنادار و معکوس مشاهده شد. به گونه‌ای که باافزایش سطح افشاء رفتار توده‌ای کاهش و با کاهش آن رفتار توده وار افزایش می‌یابد.
- ✓ بین رتبه مربوط بودن افشاء شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و رفتار توده وار رابطه‌ای معنادار و معکوس مشاهده شد. به گونه‌ای که باافزایش سطح مربوط بودن افشاء، رفتار توده‌ای کاهش و با کاهش آن رفتار توده وار افزایش می‌یابد.
- ✓ بین رتبه قابلیت اتکاء افشاء شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و رفتار توده وار سرمایه‌گذاران، رابطه‌ای معنادار و معکوس مشاهده شد. به گونه‌ای که باافزایش قابلیت اتکا افشاء، رفتار توده‌ای کاهش و با کاهش آن رفتار توده وار افزایش می‌یابد.

- ✓ تاثیر پذیری امتیاز نهایی و مربوط بودن افشا بر نحوه بروز توده واری در بین سرمایه- گذاران تقریباً مشابه می باشد ولی تاثیر پذیری شاخص قابلیت اتکا به نسبت مربوط بودن و امتیاز نهایی به میزان قابل توجه ای پایین تر می باشد.
- ✓ بین نوسانات نرخ ارز و بروز رفتار توده وار در بورس اوراق بهادار رابطه ای معنا دار و مستقیم وجود دارد . به گونه‌ای که با افزایش نوسانات نرخ ارز ، رفتار توده ای نیز در بین سرمایه گذاران افزایش می یابد.
- ✓ بین تورم و بروز رفتار توده وار در بورس اوراق بهادار رابطه ای معنا دار و مستقیم وجود دارد . به گونه‌ای که با افزایش تورم ، رفتار توده ای نیز در بین سرمایه گذاران افزایش می یابد.
- ✓ در زمان بروز شرایط تورمی و یا نوسانات نرخ ارز تاثیر رتبه بندی کیفیت افشا در بین سرمایه گذاران کاهش می یابد
- ✓ کاهش تاثیر کیفیت افشاء در تصمیم گیری سرمایه گذاران در زمان بروز نوسانات نرخ ارز بیش از نوسانات تورم می باشد.
- ✓ در زمان بروز نوسانات نرخ ارز ، تاثیر متغیر اندازه شرکت و ریسک شرکت ها به میزان قابل توجهی در بروز رفتار توده ای افزایش می یابد؛ و از میان این دو تاثیر ریسک شرکت ها بیش از متغیر اندازه شرکت ها می باشد.

۱.۷. پیشنهادهای کاربردی

- (۱) به سرمایه گذاران کوتاه مدت و بلندمدت بازار بورس توصیه می شود که در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری، به شیوه های گزارش گری مالی شرکت ها توجه نمایند و با توجه به سود موردانتظارشان در جهت انتخاب سهام و سرمایه گذاری اقدام نمایند. براساس مبانی محافظه کاری و نتایج حاصل از تحقیق بنظر می رسد که شرکت های با رتبه افشاء و ارتباطات سیاسی بالاتر برای سرمایه گذاران های با افق دید بلندمدت مناسب تر باشند.
- (۲) همچنین پیشنهاد می شود که سهامداران و اعتباردهندگان شرکتهای سهامی، با اعمال مکانیسم های حاکمیت شرکتی، ارتباطات سیاسی، در کلیه شرایط، مدیران را وادار به اعمال رویه های محافظه کارانه در گزارشگری مالی نمایند، تا از این طریق احتمال هدر رفت و توزیع منابع شرکت در قالب سودهای واهی و بی کیفیت، کاهش یابد.
- (۳) با توجه به یافته‌های پژوهش که حاکی از آن می باشد در شرایط تورمی و بروز نوسانات نرخ ارز، توجه کمتری به ارتباطات سیاسی در بازار بورس می شود. و تمرکز بیشتر بروی ملاک های اندازه شرکت و ریسک شرکت قرار داده می شود. سازمان بورس به عنوان یک نهاد تخصصی زیرساخت‌های لازم را جهت بالابردن سطح انتخاب بهینه سرمایه گذاران در بازار سرمایه فراهم نماید. تا در دراز مدت شاهد بازای کارا در بورس اوراق بهادار باشیم. از طرفی با افزایش طرح های نظارتی نسبت به سطح کیفیت افشاء شرکت

ها جهت افزایش میانگین سطح افشا کل بازار سرمایه و ارتباطات سیاسی بالاتر، زیر ساخت کارایی بازار سرمایه را با داشتن سرمایه گذاران آگاه با طرح های آموزش و تیبغاتی فراهم نماید.

فهرست منابع

- برادران، مریم، (۱۳۹۰). " بررسی رفتار توده وار سرمایه گذاران با استفاده از انحراف بازده سهام از بازده بازار در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات مازندران، ۱۳۹۰.
- حسینی، م؛ حسینی، (۱۳۸۹). " بررسی رابطه سطح افشا اطلاعات حسابداری و نوسانات قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران". پژوهشنامه اقتصاد کسب و کار، شماره ۱۳۸۹، ۲.
- ریاحی بلکوئی، (۱۳۸۱)، ترجمه علی پارسائیان، "تئوری حسابداری ۲"، دفتر پژوهش های فرهنگی: تهران.
- عالی ور، عزیز، (۱۳۸۴). "صورت های مالی اساسی"، نشریه شماره ۷۶، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی: تهران.
- علیدوست، حسین، (۱۳۹۰). " بررسی تاثیر الگوهای نامتقارن بازار سرمایه بر رفتار توده وار سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد مدیریت بازرگانی گرایش مالی، ۱۳۹۰.
- فیاض، علی، (۱۳۹۲). " بررسی رابطه بین کیفیت افشا و ارزش شرکت"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی علوم و تحقیقات واحد یزد، ۱۳۹۲.
- کشاوری حداد، غلامرضا؛ رضایی، محمد، (۱۳۸۹). "آزمون وتحلیل رفتار توده ای در بین سرمایه گذاران نهادی بازار سهام ایران"، سال پانزدهم، شماره ۴۵، فصلنامه پژوهش های اقتصادی در ایران.
- محمدی، شاپور؛ راعی، رضا؛ قالیباف، حسن؛ گل ارضی، غلامحسین، (۱۳۸۹). "تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از مدل فضای حالت"، مجله پژوهشهای حسابداری مالی.
- ملکیان، علی، (۱۳۷۶)، "جامعیت گزارش های سالیانه و ویژگی های شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، رساله دکتری، دانشکده علوم اداری و مدیریت و بازرگانی دانشگاه تهران.
- Bikhchandani, S. and S. Sharma, "Herd Behavior in Financial Markets", IMF Staff Papers, 2001, Vol.47, Pp:279-310.
- Bikhchandani, S., D. Hirshleifer, and I. Welch, "A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades", Journal of Political Economy, 1992, vol.100, no.5, pp.992-1026.
- Christie, W.G., Huang, R.D., "Following the Pied Piper : Do Individual Returns Herd Around The Market", Financial Analyst Journal, 1995, Vol.51, No .4, 31-37
- Cohn, R.A., Wilbur, G.L., Ronald, C.L., and Gary, G.S., "Individual investor risk aversion and investment portfolio composition", Journal of Finance, 1975, PP.30,605-620
- Daniel Kahneman And Amos Tversky, "Prospect Theory :An Analysis of Decision under Risk," Econometrica 47, 1979: 263-291.
- Devenow, A., Welch, I., "Rational Herding in Financial Economics", European Economic Review, 1996, Vo 1.40(3-5), PP 603-615.
- Falkenstein, Eric G., Preferences for Stock Characteristics as Revealed by Mutual Fund Portfolio Holdings. Journal of Finance, March 1996, Vol.51 NO.1

- Froot, K. A., D. S. Scharfstein and J. C. Stein, "Herd on the Street: Informational Inefficiencies in a Market with Short-Term Speculation", *The Journal of Finance*, 1992, vol. 47, no. 4, pp. 1461-1484
- Grinblatt, M., S. Titman and R. Wermers, "Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior," *American Economic Review*, December, 1995, Vol. 85, Pp: 1088-1105.
- Johnson, M., Lindbrom, Henrik and Platan, Peter, "Behavioral Finance and the change of Investor Behavior during and after the Speculative Bubble at the end of the 1990s", M.S Thesis, school of economic and management, Lund University, 2002.
- Lakonishok, J., A. Shleifer and R. W. Vishny, "The Impact Institution Trading on Stock Prices", *Journal of Financial Economics*, 1992, Vol. 32, Pp: 23-43.
- Lux, T., "Herd Behavior, Bubbles And Crashes", *Economic Journal*, 1995, Vol. 105, No. 431, 881-960
- Meir Statman, "Behavior Financial: Past Battles and Future Engagements," *Financial Analysts Journal*, November-December 1999.
- Merikas, A., Prasad, d., "Factor Influencing Greek investor Behavior ; on the Athens Stock Exchange " ; Paper Presented at the Annual Meeting of Academy of Financial Services, Colorado , October 8-9, 2003.
- Richard H. Thaler, "Towards a Ppsitive Theory of Consumer Choic," *Journal of Economic Behavior and Organization* 1, 1980, pp 36-60.
- Riley, w .b., Chow, K.V., "Asset allocation and individual risk aversion *Financial Analysts Journal*, 1992, Vol. 6, No .48, PP32-37.
- Robert Haugen and Philippe Jorion, "The January Effect : Still There After All These Years," *Financial Analysts Journal*, January-February 1996.
- Scharfstein, D. S. and J. C. Stein, "Herd Behavior and Investment", *American Economic Review*, 1990, vol. 80, no. 3, pp. 465-479
- Tan, L.C., Thomas .C.M., Joseph, R., Nelling, E., "Herding Behavior in Chinese Stock Markets: An Examination of A and B Shares", *Pacific-Basin Finance Journal*, Elsevier, 2018, Vol. 16, 61-77.
- Trueman, B., 1994, Analyst forecasts and herding behavior, *Review of Financial Stud-ies* 7, 97-124
- Wermers, R., "Mutual Fund Herding and the Impact on Stock Prices". *Journal of Finance*, 1999, Vol. 54, Pp: 581-622.

Analysis of behavior herding with the effects of political communication, disclosure quality, exchange rate and inflation among the investors in the Tehran Stock Exchange market

Maryam karimi

PhD student, Department of accounting, Khorramshahr International Branch, Islamic Azad University, Khorramshahr, Iran
Maryam.karimi9298@gmail.com

Rasoul karami

Assistant Professor, Department of Accounting, Abadan Branch, Islamic Azad University, Abadan, Iran
(corresponding author)
Rasoul.karami@iau.ac.ir

Hoshang amiri

Assistant Professor, Department of Accounting, Abadan Branch, Islamic Azad University, Abadan, Iran
hoshangamiri@gmail.com

Abstract

The results of psychological research so far in capital markets indicate the lack of stability of a specific procedure in the way investors make decisions. This issue has been discussed in the framework of behavioral finance. The cultural, social, political and economic effects of each society and the complexities of human behavior are among the axioms of this. Considering the necessity of the capital market in relation to the behavioral analyzes of the investors and better understanding of the factors affecting this behavioral trend, in this research, the impact of the company's disclosure quality ranking score along with the political connections in the stock market on the companies that This behavioral trend was tested and investigated in the research period of "2017-2022". On the other hand, in addition to the mentioned variable, the effect of exchange rate fluctuations and inflation on the emergence of mass behavior of investors along with the political connections of traders at the level of companies that are seen as mass in their buying and selling, and in this process the effect Modifier of disclosure quality was also tested. Data analysis and hypothesis testing were done using multivariate regression model of combined data and Hausman and Chaw-limer tests were used to check the fixed and random effects approach. The results of the research prove and express the significant and inverse relationship between the quality of disclosure and direct political communications of companies' traders and the occurrence of mass behavior. Also, it was proved that there is a significant and direct relationship between exchange rate fluctuations and inflation on the occurrence of mass behavior and that these factors reduce the impact of disclosure quality on the reduction of mass behavior.

Keywords: behavior herding, political communication, investors, disclosure quality, currency fluctuations.

