

تأثیر هیجانات رفتاری سرمایه گذاران بر اعتبار و رتبه تجاری با نقش تعدیلی رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه گذاران

علی رضایی ۱ و مجید داودی نصر ۲

۱ کارشناس ارشد مدیریت مالی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اراک، اراک، ایران
 ۲ دکتری حسابداری، مدیر گروه مدیریت مالی و استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک، اراک، ایران

چکیده

هدف تحقیق حاضر، آزمون تأثیر هیجانات رفتاری سرمایه گذاران بر اعتبار و رتبه تجاری با نقش تعدیلی رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه گذاران بوده است. قلمرو مکانی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۷ و بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۳۹ شرکت به عنوان نمونه آماری انتخاب گردیده است در این تحقیق، هیجانات رفتاری سرمایه گذاران متغیر مستقل و اعتبار و رتبه تجاری متغیرهای وابسته در نظر گرفته شد. تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد و از لحاظ روش از تحقیقات همبستگی محسوب می گردد. برای جمع داده ها از مراجعه به صورت های مالی، یادداشت های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار بهره گرفته شده است. به منظور توصیف و تلخیص داده های جمع آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره گرفته شده است. به منظور تحلیل داده ها ابتدا پیش آزمون های ناهمسانی واریانس، آزمون F لیمر، آزمون هاسمن و آزمون جاک-برا و سپس از آزمون رگرسیون چند متغیره برای تایید و رد فرضیه های تحقیق (نرم افزار ایویوز) استفاده گردیده است. نتایج نشان داد هیجانات رفتاری سرمایه گذاران بر اعتبار و رتبه تجاری شرکت تأثیرگذار است، به علاوه رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه گذاران بر روابط بین هیجانات رفتاری سرمایه گذاران و اعتبار و رتبه تجاری شرکت نقش تعدیل گری دارد. واژه های کلیدی: اعتبار و رتبه تجاری، هیجانات رفتاری سرمایه گذاران، رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه گذاران.

۱. مقدمه

در بررسی های مربوط به تأثیر احساسات سرمایه گذار در انتخاب روش های تأمین مالی، تحقیقات موجود غالباً تأثیرگذاری بر اعتبار تجاری و مکانیسم عملکرد آن را نادیده می گیرند. با توجه به پژوهش هایی که در داخل کشور در مورد ادبیات پژوهش انجام شده است و بیشتر به بررسی رابطه احساسات سرمایه گذار و یا اعتبار تجاری با سایر متغیرها پرداخته و از جنبه های دیگر به بررسی پرداخته اند، در این زمینه پژوهشی که به بررسی تاثیر هیجانات رفتاری سرمایه گذاران بر اعتبار و رتبه تجاری با توجه به نقش تعدیلی رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه گذاران پرداخته باشد، تاکنون انجام پذیرفته است و در این زمینه خلا تحقیقاتی وجود دارد. از اواسط دهه ۱۹۹۰، تئوری ها و دیدگاه های مالی رفتاری به تدریج مورد پذیرش محققان قرار گرفت. تحقیقات موجود، محیط اقتصادی خارجی را به عنوان یک عامل اثرگذار اثبات کرده اند، به ویژه تأثیر تغییرات سیاست پولی بر اعتبار تجاری را، اما احساسات سرمایه گذار نیز به عنوان یک عامل غیر منطقی خارجی بر تصمیمات مالی مختلف شرکت تأثیر می گذارد. بیکر و استین^۱ (۲۰۰۴) احساسات سرمایه گذار را به عنوان تفاوت بین انتظار قیمت دارایی و ارزش واقعی دارایی ها یا تعصب منظم قیمت های مورد انتظار دارایی تعریف کردند و راس وایتارا و وایت^۲ (۲۰۱۴) نشان داده اند که سهام یا تأمین مالی اوراق بهادار با نوسانات قیمت دارایی ارتباط نزدیکی دارد و احساسات سرمایه گذار منبع عدم ثبات است که باعث انحراف قیمت دارایی ها می شود. هوانگ و لیو^۳ (۲۰۱۳)، دریافتند که با افزایش احساسات سرمایه گذار، مقیاس اعتبار شرکت ها نیز افزایش می یابد. کوی و همکاران^۴ (۲۰۱۶) دریافتند که ناسازگاری احساسات سرمایه گذاران در نهایت بر تأمین مالی شرکتها تأثیر می گذارد. در این پژوهش بر استفاده از حساسیت سرمایه گذار به عنوان یک عامل موثر و کلیدی بر تأمین اعتبار تجاری شرکت متمرکز است. هدف اصلی این مطالعه بررسی اثربخشی حساسیت سرمایه گذار با بررسی آن در تأمین اعتبار تجاری شرکت است و انتظار می رود که رقابت بازار بتواند به عنوان یک عامل تعدیلگر بر این رابطه تأثیرگذار باشد. در خرید به صورت اعتباری، مشتریان ویژگیها و کیفیت محصولات را نمی دانند ولی اعتبار تجاری به آنها اجازه میدهد تا در ارتباط با کمیت و کیفیت کالاهای دریافتی بررسی به عمل آورند. همچنین فروشندگان شرایط اعتباری واقعی خریداران را نمی دانند و به همین دلیل ممکن است با مشکل عدم پرداخت در سررسید مواجه شوند؛ بنابراین شرکتهایی که اعتبار تجاری می دهند با ریسک پرداخت دیرتر و نکول مواجه می شوند. در چنین شرایطی عرضه کنندگان باید به دنبال اطلاعاتی باشند که بتوانند با استفاده از آن ها به ارزیابی وضعیت مشتریان خود بپردازند. یکی از مهم ترین منابع اطلاعاتی که عرضه کنندگان از آن استفاده می کنند، صورتهای مالی مشتریان می باشد. تحقیقات نشان داده اند که اطلاعات حسابداری با کیفیت بالاتر، برای سهامداران و سایر ذی نفعان سودمند می باشد (دیچو و همکاران^۵، ۲۰۱۰).

به عنوان بخشی از سیستم تأمین مالی شرکتها، احساسات سرمایه گذاران نیز تأثیر مهمی در اعتبار تجاری خواهد داشت. اعتبار تجاری هنوز هم توسط شرکت هایی با هزینه های بالا مورد توجه است زیرا آن وسیله ای مهم برای رقابت در بازار محصول است. در یک فضای رقابتی تر، شرکت ها اعتبار تجاری بیشتری را برای جلوگیری از انتخاب منبع جایگزین برای مشتریان فراهم می کنند. شرکتهایی که اعتباری قوی تری دارند، از اعتبار اعتبار تجاری خود به عنوان یک ابزار مهم بازاریابی استفاده می کنند (هانگبین و همکاران^۶، ۲۰۱۹). زمانی که حساسیت سرمایه گذاران بالا باشد، انواع منابع تأمین مالی در دسترس بنگاه ها افزایش می یابد و بسیاری از بنگاه های اقتصادی توانایی مدیریت و نوآوری را ندارند و توانایی نوآوری آنها، تمرکز صنعتی پایین است، رقابت در همان صنعت قوی است و توانایی مذاکره با مشتریان نسبتاً ضعیف است؛ بنابراین این مسئله ایجاد می گردد که هنگامی که شرکت ها با رقابت بازار متفاوتی روبرو هستند، آیا تأثیر حساسیت سرمایه گذار بر اعتبار تجاری به دلیل تفاوت در انگیزه ها و توانایی های آنها متفاوت است. مطالعه این مشکلات می تواند تاثیر با اهمیت مکانیسم احساسات سرمایه گذار را در

1 -Baker & Stein

2 -Warusawitharana & Whited

3- Huang & Liu

4- Cui, et al

5 -Dechow, et al

6 -Hongbin, et al

تصمیمات تأمین مالی شرکت توضیح دهد. پیامدهای اجتماعی پژوهش حاضر بدین صورت است که مبانی نظری را برای کارکرد دولت فراهم می‌کند تا از احساسات سرمایه‌گذار برای ایفای نقش مثبت در اعتبار تجاری برای بهبود رقابت در بازار استفاده کنند و توسعه بازار سرمایه را در جهت عقلانیت و سلامت راهنمایی نمایند. در پژوهش حاضر محیط رقابت و فاکتورهای غیر منطقی خارجی مورد بررسی قرار گرفته و بررسی شده است که چگونه احساسات سرمایه‌گذار بر تأمین اعتبار تجاری شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد که در این مسئله سرمایه‌گذاران و سهامداران می‌توانند با استفاده از نتایج ارائه شده در پژوهش به اهمیت تاثیر احساسات سرمایه‌گذار بر تأمین اعتبار تجاری شرکت‌ها پی می‌برند، با توجه به مطالب ارائه شده در این بخش سوال اصلی پژوهش این گونه مطرح می‌گردد که؛ تاثیر هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران بر اعتبار و رتبه تجاری: نقش تعدیلی رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران چگونه است؟

۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

بسیاری از سرمایه‌ها از طریق بازار سرمایه یا سرمایه‌گذاری واقعی وارد اقتصاد واقعی می‌شوند و این باعث تقاضای بازار می‌شود (فابری و منیچینی^۷، ۲۰۱۰)، مدیران انگیزه‌های قوی تری دارند که در صورت افزایش تقاضای بازار، از اعتبار تجاری به عنوان وسیله‌ای برای صرفه‌جویی در هزینه‌های عملیاتی استفاده کنند. فروشندگان دارای اعتبار تجاری پایین تر فاقد توانایی مذاکره بوده و از فشارهای رقابتی در صنعت رنج می‌برند (فابری و کلاپر^۸، ۲۰۰۸). همچنین ناهنجاری‌ها روابط تجربی بین متوسط بازده و ویژگی‌های شرکت هستند، دو مکتب فکری رقیب توضیحات اقتصادی مختلفی را برای ناهنجاریها ارائه داده‌اند. تئوری مالی رفتاری بیان می‌دارد که تصمیمات سرمایه‌گذاران تنها تحت تأثیر شاخصهای اقتصادی و عقلانیت نبوده، بلکه ابعاد رفتاری و روانشناختی نیز در امر سرمایه‌گذاری دخیل است و در نتیجه آن استثناهای فراوانی در بازارهای مالی دیده می‌شود. تئوری مالی رفتاری ادعا می‌کند که سرمایه‌گذاران اشتباهات سیستماتیکی را در ارزشگذاری دارایی‌ها مرتکب می‌شوند و ناهنجاری‌ها با خطاهای پیش‌بینی قیمت‌گذاری (قیمت‌گذاری اشتباه) هدایت می‌شوند. در مقابل، با حفظ فرض انتظارات عقلانی، تئوری مالی نئوکلاسیک استدلال می‌کند که ریسک و بازده مورد انتظار با خصوصیات شرکت بصورت سیستماتیک کوواریانس دارد و ناهنجاری‌ها توسط این متغیر (ریسک) هدایت می‌شوند. با این حال، هیجانان رفتاری سرمایه‌گذار از کانال-های مختلف سرمایه‌گذاری بر تقاضای بازار تأثیر می‌گذارد و باعث می‌شود تا در شرکت‌ها انگیزه‌های تأمین اعتبار تجاری قوی تری ایجاد کنند (جیانگ و همکاران^۹، ۲۰۰۹). هیجانان بالای رفتاری سرمایه‌گذاران باعث تقویت خوش بینی و اعتماد به نفس مدیران، ارزیابی بیش از حد عملکرد آینده و سودآوری، دست کم گرفتن ریسک اعتباری می‌گردد؛ بنابراین، با افزایش هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران بهینه‌سازی صورت‌های مالی مشتری و شاخص‌های مرتبط بهبود می‌یابد. همراه با افزایش خوش‌بینی، تأمین‌کنندگان از بازیابی حسابهای خود رضایت خواهند داشت، همچنین همکاری طولانی مدت یا پیشرفت مورد انتظار و تمایل به تأمین اعتبار تجاری نیز افزایش می‌یابد. با توجه به این مبانی نظری ارائه شده فرضیه‌های اول و دوم پژوهش تدوین می‌گردد. به طور منطقی می‌توان انتظار داشت که حداقل تعداد کمی از مبادله‌گران بازار سرمایه به اطلاعات محرمانه دسترسی داشته باشند و بر اساس آن به مبادله خواهند پرداخت. آنها به رقابت با دیگر نهادهای آگاه در بازار مجبور خواهند شد. تعداد بیشتر مبادله‌گران آگاه سبب خواهد شد که این مبادله‌گران با شدت بیشتری به رقابت با یکدیگر بپردازند و به تبع آن باعث می‌شود که اطلاعات محرمانه سریع تر آشکار شود. در صورتی که تعداد مبادله‌گران آگاه به سمت بی نهایت میل کند، همه اطلاعات محرمانه در اولین مبادله آشکار می‌شود و در نتیجه، سود ناشی از مبادله افراد آگاه به سمت صفر میل می‌کند، افزایش در تعداد مبادله‌گران آگاه به ایجاد یک محیط اطلاعاتی رقابتی‌تر منجر شده و در نتیجه اطلاعات محرمانه سریع تر در قیمت‌های سهام منعکس می‌شود، قیمت‌ها سریع تر به ارزش ذاتی نزدیک می‌شود. در این صورت، قیمت‌ها محتوای اطلاعاتی بیشتری دارند و نیاز کمتری به بازارگردان‌ها برای حفاظت از قیمت وجود دارد. اعتبار تجاری نیز به عنوان وسیله‌ای استراتژیکی رقابتی برای ایجاد و حفظ روابط با مشتریان جدید و قدیمی و تصرف و گسترش سهم بازار تبدیل شده

7-Fabbri & Menichini

8-Fabbri & Klapper

9-Jiang, et al

است و انتظار می‌رود که رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بر روابط بین هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و اعتبار و رتبه تجاری نقش تعدیل‌گری داشته باشد. با توجه به مبانی نظری ارائه شده فرضیه‌های سوم و چهارم پژوهش ارائه شده است.

در ادامه به پژوهش‌های انجام شده در داخل و خارج از ایران اشاره می‌گردد که در این زمینه زارعی و دارابی (۱۳۹۷)، نشان دادند که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما با دسته‌بندی گرایش‌های احساسی به گرایش‌های احساسی بالا و پایین، رابطه معناداری بین آن‌ها و افشای اختیاری یافت نشده است. همچنین بین زیانده بودن شرکت‌ها و افشای اختیاری رابطه منفی و معناداری یافت شده است. اسدی (۱۳۹۶) نشان داد رابطه معنی‌داری میان اعتبار تجاری شرکت‌ها و سودآوری آن‌ها وجود دارد. همچنین می‌توان گفت رابطه معکوس و معنی‌داری میان اعتبار تجاری شرکت‌ها و سودآوری آن‌ها وجود دارد، بطوری که با افزایش اعتبار تجاری شرکت‌ها سودآوری آن‌ها کاسته می‌شود. همچنین رابطه معنی‌داری میان اعتبار تجاری و بازده سهام آن‌ها وجود دارد و فرضیه دوم تحقیق تایید می‌شود. نتایج تحقیق جنگجو (۱۳۹۵)، بیان داشت که بین بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران انفرادی و رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران انفرادی رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد و همچنین بین بازده مورد انتظار بازار و رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران انفرادی رابطه معنادار و مستقیمی وجود دارد. دارابی و همکاران (۱۳۹۵)، دریافتند که بین اعتبار تجاری و اقلام تعهدی اختیاری شرکت‌ها رابطه معنادار و معکوسی وجود دارد. معینی و نظری (۱۳۹۵)، اظهار داشتند که محافظه‌کاری حسابداری اعمال شده در صورت‌های مالی بر کسب اعتبار تجاری توسط آنان موثر است. به عبارتی شرکت‌هایی که محافظه‌کاری بیشتری در صورت‌های مالی خود اعمال نمودند اعتبار تجاری بالاتری نیز کسب نمودند. دره زرشکی و همکاران (۱۳۹۵)، نشان دادند که ارتباط معنادار منفی میان اعتبار تجاری و نقدینگی می‌باشد. داغبندان و همکاران (۱۳۹۴)، نشان دادند که خوش بینی بیشتر سرمایه‌گذار به سرمایه‌گذاری جدید و بیش از حد می‌انجامد و تمایلات سرمایه‌گذار تأثیرات جانبی و تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری دارد و تمایلات سرمایه‌گذار در سطح سرمایه‌گذاری در شرکت اثر می‌گذارد. شرکت‌ها وقتی سرمایه‌گذاران خوش بین باشند به دنبال سرمایه‌گذاری بیشتر هستند. خانعلی زاده و همکاران (۱۳۹۲)، نشان دادند که بین حساب پرداختی و بازده دارایی‌های شرکت، دوره پرداخت به بستانکاران شرکت، بازده سرمایه به کار گرفته شده ی شرکت، حاشیه سود خالص شرکت، بازده سرمایه‌گذاری شرکت رابطه معنی‌دار و مثبتی وجود دارد. بنابر نتایج تحقیق حاضر اعتبار تجاری رابطه معنی‌دار مثبتی با عملکرد شرکت دارد.

در خارج از کشور نیز هانگبین و همکاران^{۱۰} (۲۰۱۹)، نشان می‌دهند که احساسات سرمایه‌گذار از طریق سه کانال انگیزه، تمایل و توانایی تأثیر مثبتی بر اعتبار تجاری شرکت دارد. همچنین تاثیر احساسات سرمایه‌گذار بر اعتبار تجاری شرکت، در شرکت‌های فعال در بازارهای با رقابت ضعیف تأثیر بیشتری بر در شرکت‌های فعال در بازارهای با رقابت بالا می‌گذارد. دانگ و همکاران^{۱۱} (۲۰۱۸)، نشان دادند که همبستگی مثبت بین اقلام تعهدی جاری و جریان‌های نقدی منفی در دوره‌هایی که احساسات سرمایه‌گذاران قوی‌تر است بیشتر از دوره‌هایی است که احساسات سرمایه‌گذاران ضعیف‌تر و کمتر است. دبالتا و همکاران^{۱۲} (۲۰۱۸)، بیان داشتند که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر نقدشوندگی تاثیرگذار است، به گونه‌ای که با افزایش گرایش احساسی سرمایه‌گذاران حجم معاملات نیز افزایش می‌یابد در حالی که با افزایش احساسات سرمایه‌گذاران؛ شکاف قیمتی و معیار نقد شوندگی آمیهد کاهش می‌یابد. یو^{۱۳} (۲۰۱۷)، نشان داد که اعتبار تجاری یک اثر سیگنالی در وام بانکی دارد و رابطه غیرخطی (شکل U معکوس) را اثبات نمود و بیان داشت که با گسترش اعتبار تجاری، سیگنال‌های منفی در نهایت منجر به معکوس شده رابطه بین اعتبار تجاری و اعتبار بانکی می‌گردند. راما و هارپر^{۱۴} (۲۰۱۷)، دریافتند که بین

10 -Hongbin, et al

11 -Duong, et al

12 -Debata, et al

13 -Yu

14 -Rama & Harper

احساسات سرمایه‌گذاران و بازده شرکت‌های ریسکی رابطه منفی وجود دارد و شرکت‌های ریسکی پس از گذراندن دوره‌های حساسیت سرمایه‌گذاران، از نظر عملکرد و بازده بدتر می‌شوند. هورویتز^{۱۵} (۲۰۱۷)، نشان داده است که خوش‌بینی پیش‌بینی سود از طرف مدیریت با احساسات سرمایه‌گذار افزایش می‌یابد. علاوه بر این، پیش‌بینی سالانه سود در دوره‌های زمانی با احساسات کم سرمایه‌گذار بدبینانه‌تر از دوره‌های زمانی با احساسات معمولی سرمایه‌گذاران است. دای و یانگ^{۱۶} (۲۰۱۵)، معتقدند که رابطه مثبت و معناداری بین محافظه‌کاری و میزان اعتبار تجاری یافتند و با افزایش محافظه‌کاری، اعتبار تجاری افزایش می‌یابد. آنتونی و همکاران^{۱۷} (۲۰۱۵)، معتقدند که بین کیفیت اطلاعات حسابداری و اعتبار تجاری رابطه مثبت وجود دارد و اعتباردهندگان به مشتریانی که کیفیت اقلام تعهدی آنها پایین می‌باشد، اعتبار کمتری می‌دهند. گارسیا و همکاران^{۱۸} (۲۰۱۴)، نشان می‌دهند که هر چه سود نوسان‌پذیری کمتری داشته و هموارتر باشد، قابلیت پیش‌بینی بیشتری داشته باشد و همچنین کیفیت اقلام تعهدی بیشتر باشد، میزان اعتبار تجاری افزایش می‌یابد. فراندو و مولیر^{۱۹} (۲۰۱۲)، دریافته‌اند که شرکتها از اعتبار تجاری به عنوان راهی برای مدیریت رشد فعالیت‌های خود استفاده می‌کنند و میزان استفاده از اعتبار تجاری در کشورهایی که بازارهای مالی کمتر توسعه یافته تری دارند، بیشتر می‌باشد. کنا^{۲۰} (۲۰۰۷)، بیان داشت زمانی که سایر شیوه‌های تأمین مالی به اندازه کافی در دسترس نیست، شرکت‌هایی که رشد سریعی دارند، برای اینکه بتوانند به رشد خود ادامه دهند از طریق اعتبار تجاری به تأمین مالی فعالیت‌های خود می‌پردازند. بویسای و گراپ^{۲۱} (۲۰۰۷)، معتقدند شرکت‌هایی که با کمبود نقدینگی مواجه می‌شوند سعی می‌کنند تا با گرفتن اعتبار تجاری بیشتر از عرضه‌کنندگان خود، بخشی از کمبود نقدینگی خود را جبران نمایند.

۳. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به عنوان پژوهش و چارچوب نظری فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر ارائه می‌گردد:

فرضیه اول: هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران بر اعتبار تجاری شرکت تاثیرگذار است.

فرضیه دوم: هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران بر رتبه تجاری شرکت تاثیرگذار است.

فرضیه سوم: رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بر روابط بین هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و اعتبار تجاری شرکت نقش تعدیل‌گری دارد.

فرضیه چهارم: رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بر روابط بین هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و رتبه تجاری شرکت نقش تعدیل‌گری دارد.

۴. روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر در زمره تحقیقات کاربردی قرار دارد، از لحاظ ماهیت در زمره تحقیقات توصیفی و از نظر روش نیز در دسته تحقیقات همبستگی محسوب می‌گردد. برای جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات، از روش کتابخانه‌ای و در بخش داده‌های پژوهش از مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی و ماهنامه بورس اوراق بهادار استفاده شده است. به منظور توصیف و تلخیص داده‌های جمع‌آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره‌گرفته شده است. به منظور تلخیص داده‌های جمع‌آوری شده از آمار توصیفی و استنباطی بهره‌گرفته شده است. به منظور تحلیل داده‌ها از آزمون نمونه‌های مستقل T دو نمونه‌ای و برای تأیید و رد فرضیه‌های تحقیق نرم افزار Eviews استفاده گردیده است.

¹⁵- Hurwitz Helen

¹⁶-Dai & Yang

¹⁷-Anthony, et al

¹⁸-Garcia, et al

¹⁹-Ferrando & Mulier

²⁰-Cunat

²¹-Boissay & Gropp

۴-۱. جامعه آماری و انتخاب نمونه

جامعه آماری، این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که طی سال‌های ۱۳۹۱ الی ۱۳۹۷ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته‌اند که بر اساس روش حذف سیستماتیک تعداد ۱۳۹ شرکت به عنوان نمونه آماری تحقیق جهت آزمون فرضیه‌های آماری انتخاب شده است.

۴-۲. مدل و متغیرهای تحقیق

جهت بررسی فرضیه اول پژوهش، از مدل (۱)، استفاده شده است:

$$AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_{i,t} + \beta_2 \text{Liq}_{i,t} + \beta_3 \text{Growth}_{i,t} + \beta_4 \text{Lev}_{i,t} + \beta_5 \text{Roa}_{i,t} + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \text{Age}_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

همچنین جهت بررسی فرضیه دوم پژوهش، از مدل (۲)، استفاده شده است:

$$CR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_{i,t} + \beta_2 \text{Liq}_{i,t} + \beta_3 \text{Growth}_{i,t} + \beta_4 \text{Lev}_{i,t} + \beta_5 \text{Roa}_{i,t} + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \text{Age}_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

همینطور برای بررسی فرضیه سوم پژوهش، مدل (۳) و (۴)، در دو سطح رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا (داده‌های بالاتر از میانه) و رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران پایین (داده‌های پایین‌تر از میانه) به صورت مجزا تخمین زده می‌شود و در نهایت نتایج با یکدیگر مقایسه می‌شود:

$$AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_{i,t} + \beta_2 \text{Liq}_{i,t} + \beta_3 \text{Growth}_{i,t} + \beta_4 \text{Lev}_{i,t} + \beta_5 \text{Roa}_{i,t} + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \text{Age}_{i,t} + \varepsilon \quad (3)$$

$$AR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_{i,t} + \beta_2 \text{Liq}_{i,t} + \beta_3 \text{Growth}_{i,t} + \beta_4 \text{Lev}_{i,t} + \beta_5 \text{Roa}_{i,t} + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \text{Age}_{i,t} + \varepsilon \quad (4)$$

همینطور برای بررسی فرضیه چهارم پژوهش، مدل (۵) و (۶)، دو سطح رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا (داده‌های بالاتر از میانه) و رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران پایین (داده‌های پایین‌تر از میانه) به صورت مجزا تخمین زده می‌شود و در نهایت نتایج با یکدیگر مقایسه می‌شود:

$$CR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_{i,t} + \beta_2 \text{Liq}_{i,t} + \beta_3 \text{Growth}_{i,t} + \beta_4 \text{Lev}_{i,t} + \beta_5 \text{Roa}_{i,t} + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \text{Age}_{i,t} + \varepsilon \quad (5)$$

$$CR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_{i,t} + \beta_2 \text{Liq}_{i,t} + \beta_3 \text{Growth}_{i,t} + \beta_4 \text{Lev}_{i,t} + \beta_5 \text{Roa}_{i,t} + \beta_6 \text{Size}_{i,t} + \beta_7 \text{Age}_{i,t} + \varepsilon \quad (6)$$

در مدل‌های مذکور داریم:

AR: اعتبار تجاری شرکت؛ CR: رتبه تجاری شرکت؛ Sentiment: هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران؛ Liq: نقدشوندگی؛ Growth: رشد سود عملیاتی؛ Lev: اهرم مالی؛ Roa: بازده دارایی؛ Size: اندازه شرکت؛ Age: عمر شرکت (هوانگ و بای، ۲۰۱۹). در ادامه شیوه اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش ارائه می‌گردد:

۴-۲-۱. متغیر وابسته پژوهش

الف- اعتبار تجاری شرکت، از طریق مدل (۷)، محاسبه می‌گردد (هوانگ و بای، ۲۰۱۹):

$$(7) \quad \text{اعتبار تجاری شرکت} = (\text{حسابهای دریافتی} + \text{کل مطالبات} + \text{پیش پرداختها}) / \text{کل دارایی}$$

ب- رتبه تجاری شرکت (CR): سنگ بنای رویکرد امتیاز بازار نوظهور، مدل امتیاز "Z" است که در فرایند تحلیل کیفیت اعتباری انواع شرکتها، اعم از سهامی عام، سهامی خاص، تولیدی، غیرتولیدی، امریکایی و غیرامریکایی از آن استفاده میشود. امتیاز بازار نوظهور با استفاده از مدل زیر به دست می‌آید که در مدل (۸)، ارائه شده است (آلتمن و هاچکس، ۲۰۰۵):

$$EMS = 3.25 + 6.56X_1 + 3.26X_2 + 6.72X_3 + 1.05X_4 \quad (8)$$

X₁: سرمایه در گردش / مجموع دارایی‌ها

X₂: سود آتیاشته / مجموع دارایی‌ها

²² -Huang & Bai

²³ -Altman & Hotchkiss

X₃: سود قبل از بهره و مالیات
مجموع دارایی ها

X₄: سود قبل از بهره و مالیات
ارزش دفتری مجموع بدهی ها

پس از محاسبه امتیاز بازار نوظهور، رتبه اعتباری هر شرکت به شرح جدول (۱)، اندازه گیری می شود:

جدول ۱. امتیاز بازار نوظهور و رتبه های اعتباری معادل

	امتیاز بازار نوظهور	رتبه اعتباری معادل
منطقه سلامت مالی	≥ ۸/۱۵	AAA
	۷/۶-۸/۱۵	AA+
	۷/۳-۷/۶	AA
	۷/۰-۷/۳	AA-
	۶/۸۵-۷/۰	A+
	۶/۶-۶/۸۵	A
	۶/۴-۶/۶	A-
	۶/۲۵-۶/۴	BBB+
	۵/۸۵-۶/۲۵	BBB
	۵/۶۵-۵/۸۵	BBB-
منطقه تردید	۵/۲۵-۵/۶۵	BB+
	۴/۹۵-۵/۲۵	BB
	۴/۷۵-۴/۹۵	BB-
	۴/۵-۴/۷۵	B+
	۴/۱۵-۴/۵	B
	۳/۷۵-۴/۱۵	B-
منطقه درماندگی مالی	۳/۲-۳/۷۵	CCC+
	۲/۵-۳/۲	CCC
	۱/۷۵-۲/۵	CCC-
	≤ ۱/۷۵	D

منبع: (شعری اناقیز و همکاران، ۱۳۹۶).

سپس رتبه تجاری هر شرکت به صورت زیر کمی می شود:

جدول ۲. امتیازات تخصیص یافته به رتبه های اعتباری

	رتبه اعتباری	امتیاز
سطح سرمایه گذاری خوب (منطقه سلامت مالی)	AAA	۷
	AA+	۶
	AA	۶
	AA-	۶
	A+	۵
	A	۵
	A-	۵
	BBB+	۴
	BBB	۴
	BBB-	۴
سطح سرمایه گذاری پایین (منطقه تردید)	BB+	۳
	BB	۳
	BB-	۳
	B+	۲
	B	۲
	B-	۲
سطح سوداگرانه (بنجل) (منطقه درماندگی مالی)	CCC+	۱
	CCC	۱
	CCC-	۱
	D	۱

منبع: (شعری اناقیز و همکاران، ۱۳۹۶)

۴-۲-۲. متغیر مستقل

الف- هیجانان رفتاری سرمایه گذاران (Sentiment): بر اساس مدل ریو و همکاران (۲۰۱۶)، به صورت مدل (۹)، قابل اندازه گیری است:

$$S_{i,t} = F_{i,1} \times RSI_{i,t} + F_{i,2} \times PLI_{i,t} + F_{i,3} \times LTV_{i,t} + F_{i,4} \times ATR_{i,t} \quad (9)$$

$RSI_{i,t}$: شاخص قدرت نسبی از مدل (۱۰) حاصل می گردد:

$$RSI_{i,t} = \left[\frac{RS_{i,t}}{1+RS_{i,t}} \right] \times 100, \text{ where } RS_{i,t} = \frac{\sum_{k=0}^{13} \max(0, P_{i,t-k} - P_{i,t-1-k})}{\sum_{k=0}^{13} \max(0, P_{i,t-1-k} - P_{i,t-k})} \quad (10)$$

i: نماد شرکت و t: نماد دوره زمانی؛ k: نماد تعداد مقاطع (از ماه جاری (دوره صفر) تا ۱۳ ماه قبل)؛ $P_{i,t}$: قیمت بسته شدن سهام یا پرتفوی i در ماه t؛ $P_{i,t-1}$: قیمت بسته شدن سهام یا پرتفوی i در ماه t-1؛ $PLI_{i,t}$: شاخص خط روان شناختی از مدل (۱۱) حاصل می گردد:

$$PLI_{i,t} = 100 \times \sum_{k=0}^{11} \left\{ \frac{\max(0, P_{i,t-k} - P_{i,t-1-k})}{P_{i,t-k} - P_{i,t-1-k}} \right\} / 12 \quad (11)$$

k: نماد تعداد مقاطع (از ماه جاری (دوره صفر) تا ۱۱ ماه قبل)

$LTV_{i,t}$: لگاریتم حجم معاملات از مدل (۱۲) حاصل می گردد:

$$LTV_{i,t} = \ln(V_{i,t}) \quad (12)$$

$V_{i,t}$: حجم معاملاتی سهام یا پرتفوی i در ماه t

$ATR_{i,t}$: میزان گردش مالی تعدیل شده از مدل (۱۳) حاصل می گردد:

$$ATR_{i,t} = \left[\frac{V_{i,t}}{\# \text{ of shares outstanding}_{i,t}} \right] \times \left| \frac{R_{i,t}}{R_{i,t}} \right|, \text{ where } R_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - 1 \quad (13)$$

of shares outstanding: تعداد سهام در دست سهامداران؛ $R_{i,t}$: بازده سهام یا پرتفوی i در ماه t سپس معادله

رگرسیون (۱۴)، تخمین زده می شود:

$$S_{i,t} = a_0 + a_1 \times Market_t + \varepsilon_{i,t} \quad (14)$$

Market: بازده مزاد (اضافی) بازار که برابر است با مدل (۱۵):

$$Market_t = R_{im,t} - R_{ft,t} \quad (15)$$

R_{ft} : بازده بدون ریسک (نرخ سود سپرده سالانه بانک دولتی اعلام شده توسط بانک مرکزی) می باشد. پس از تخمین معادله بالا و تخمین خطای معادله (۱۴)، از آن به عنوان شاخص اندازه گیری هیجانان رفتاری سرمایه گذاران استفاده می شود.

۴-۲-۳. متغیرهای کنترلی

الف- نقدشوندگی: برابر است با دارایی های جاری بر بدهی های جاری (هوانگ و بای، ۲۰۱۹).

ب- رشد سود عملیاتی: برابر است با تفاوت سود عملیاتی دوره جاری منهای سود عملیاتی دوره قبل بر سود عملیاتی دوره قبل (هوانگ و بای، ۲۰۱۹).

ج- اهرم مالی: برابر است با نسبت کل بدهی بر کل دارایی (هوانگ و بای، ۲۰۱۹).

د- بازده دارایی: برابر است با نسبت سود خالص بر کل دارایی (هوانگ و بای، ۲۰۱۹).

ح- اندازه شرکت: برابر است با لگاریتم طبیعی کل دارایی های شرکت (هوانگ و بای، ۲۰۱۹).

و- عمر شرکت: برابر است با تفاوت تاریخ تاسیس شرکت تا سال جاری (هوانگ و بای، ۲۰۱۹).

۴-۲-۴. متغیر تعدیل گر

الف- رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه گذاران: رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه گذاران انفرادی از طریق مدل (۱۶)، قابل برآورد خواهد بود:

$$IT_{i,t} = \alpha_i + \beta_0 IT_{M,t} + \beta_1 IT_{M,t-1} + \beta_2 IT_{M,t+1} + \varepsilon_{i,t} \quad (16)$$

$IT_{M,t}$: تقابل سه متغیر ریسک سیستماتیک، نرخ ریسک آزاد و نسبت سرمایه گذاران انفرادی.

$IT_{M,t}$ = رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه گذاران انفرادی در سال جاری.

$IT_{M,t-1}$ = رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه گذاران انفرادی در سال ماقبل جاری.

$IT_{M,t+1}$ = رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه گذاران انفرادی در سال ما بعد جاری.

برای محاسبه نرخ ریسک آزاد طبق پژوهش کامپل و همکاران (۲۰۰۹)، از مدل (۱۷)، استفاده می شود:

$$E(R_1) = R_f + [E(R_m) - R_f] \beta_i \Rightarrow R_{it} = R_{ft} + (R_{mt} - R_{ft}) \beta_i + e_{it} \quad (17)$$

R_{it} : نرخ بازده شرکت i در دوره t ; R_{ft} : نرخ بازدهی زیسک بی خطر در دوره t ; β_i : بتای بازار اوراق

بتای حسابداری (ریسک سیستماتیک) با معادله (۱۸)، محاسبه می شود:

$$\beta_i = \frac{COV(R_{it}, R_{mt})}{VAR(R_{mt})} \quad (18)$$

R_{mt} : نرخ بازده پرتفوی بازار در دوره t

R_{it} : نرخ بازده شرکت i در دوره t که از مدل (۱۹)، حاصل می گردد:

$$R_{i,t} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS_t + SO_t + SR_t}{P_{t-1}} \quad (19)$$

$R_{i,t}$: بازده شرکت i در دوره زمانی t ; P_t : قیمت هر سهم در پایان دوره زمانی t ; P_{t-1} : قیمت هر سهم در پایان دوره زمانی $t-1$

DPS_t : سود تقسیمی متعلق به هر سهم در دوره t ; SO_t : ارزش گواهینامه اختیار خرید سهم اعطا شده در دوره زمانی t ; SR_t : ارزش حق تقدم خرید سهام اعطایی در دوره زمانی t .

بتای حسابداری از تقسیم کوارینانس بر واریانس بدست می آید که کوارینانس به بررسی و مقایسه تغییرات دو واریانس باهم می

پردازد و واریانس پراکندگی را بررسی می کند که به صورت زیر محاسبه می شوند:

$$COV(R_{it}, R_{mt}) = \frac{\sum (R_{i,t} - \bar{R}_{i,t})(R_{mt} - \bar{R}_{mt})}{n} = E(R_{i,t} - \bar{R}_{i,t})(R_{mt} - \bar{R}_{mt}) / VAR(R_{mt}) = E(R_{Mt} - \bar{R}_{Mt})^2 \quad (20)$$

و نرخ بازده سهام برای شرکت های انتخابی بطور سالانه بصورت زیر محاسبه شده است.

در نهایت نرخ ریسک آزاد از تفاوت بازده واقعی و بازده مورد انتظار بدست می آید (جنگجو، ۱۳۹۵).

۵. تحلیل داده های پژوهش

۵-۱. آمار توصیفی پژوهش

پیش از آزمون فرضیه ها، متغیرها به صورت خلاصه در جدول (۱)، مورد بررسی قرار می گیرند:

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی شرکت ها

عمر شرکت	اندازه شرکت	بازده دارایی	اهرم مالی	رشد سود عملیاتی	نقدشوندگی	هیجانات رفتاری سرمایه گذاران	رتبه تجاری شرکت	اعتبار تجاری شرکت	
۵۷۶۱۳/۳۵	۳۱۶۳۹/۱۴	۲۲۸۸۴۸/۰	۶۱۰۸۴۴/۰	۶۵۹۸۲۵/۰	۴۵۶۶۵۱/۱	۶۱۳/۱۱۸۶	۱۰۰۸۲۳/۴	۲۸۱۱۹۰/۰	میانگین
۰۰۰۰۰/۳۸	۱۱۰۰۰/۱۴	۰۸۰۰۰۰/۰	۶۰۰۰۰۰/۰	۱۰۵۰۰۰/۰	۲۷۹۴۷۰/۱	۴۴/۹۲۹۱۴-	۰۰۰۰۰۰/۴	۲۵۳۲۹۰/۰	میانه
۰۰۰۰۰/۶۶	۷۷۰۰۰/۱۹	۱۲۰۰۰/۶۴	۵۰۰۰۰۰/۲	۷۹۰۰/۱۳۶	۴۴۶۴۹/۱۶	۰۸E+۶۶/۷	۰۰۰۰۰۰/۷	۸۵۱۵۲۰/۰	بیشترین
۰۰۰۰۰/۶	۴۹۰۰۰/۱۰	۰۸۰۰۰/۲۰-	۰۶۰۰۰۰/۰	۲۰۰۰۰/۳۲-	۲۰۹۳۷۰/۰	۰۸E+۸۴/۶-	۰۰۰۰۰۰/۱	۰۰۰۰۰۰/۰	کمترین
۹۵۵۵۳/۱۴	۵۶۸۴۷۳/۱	۵۸۶۸۸۹/۲	۲۴۸۸۱۱/۰	۹۶۱۳۷۵/۵	۹۵۲۹۵۸/۰	۷۰۸۷۷۰۸۲	۲۸۸۲۲۳/۲	۱۷۹۸۵۸/۰	انحراف معیار
۱۲۵۵۵۰/۰	۲۵۵۵۵۰/۰	۶۰۷۲۲۱/۰-	۰۷۴۲۵۲/۰	۲۳۵۵۵۵/۰	۰۲۵۵۵۰/۰	۳۵۵۸۸۶/۰	۶۹۲۹۴۹/۰-	۴۰۲۰۵۹/۰-	چولگی
۱۲۵۵۵۰/۳	۹۸۸۵۴۴/۲	۰۰۰۱۴۵/۳	۱۲۵۵۴۵/۳	۹۸۵۵۸۶/۲	۰۱۲۲۵۳/۳	۹۸۵۸۴۶/۲	۰۱۸۵۲۶/۲	۰۰۰۱۲۶/۳	کشیدگی
۵۴۴۷۷۷/۰	۴۵۵۸۴۵/۰	۶۶۵۵۴۵/۰	۲۵۵۵۵۰/۰	۶۸۹۹۸۹/۰	۷۲۵۵۵۵/۰	۱۷۵۸۵۶/۰	۱۲۵۵۵۵/۰	۳۶۵۸۸۶/۰	جک-برا
۴۶۶۵۵۶/۰	۵۵۴۵۵۵/۰	۳۵۸۵۸۹/۰	۷۵۵۴۵۶/۰	۳۱۴۴۵۵/۰	۱۸۸۵۵۶/۰	۸۳۲۵۵۴/۰	۸۸۵۴۴۵/۰	۶۴۵۵۸۶/۰	احتمال
۹۷۳	۹۷۳	۹۷۳	۹۷۳	۹۷۳	۹۷۳	۹۷۳	۹۷۳	۹۷۳	مشاهدات
۱۳۹	۱۳۹	۱۳۹	۱۳۹	۱۳۹	۱۳۹	۱۳۹	۱۳۹	۱۳۹	مقاطع

منبع: (یافته های پژوهشگر)

در جدول (۱)، میانگین که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع بوده و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست، برای متغیرهای اعتبار تجاری شرکت و رتبه تجاری شرکت به ترتیب برابر ۰/۲۸ و ۴/۱ است. میانه یکی دیگر از

شاخص‌های مرکزی می‌باشد که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند همچنین یکسان بودن مقدار میانگین و میانه نشان‌دهنده نرمال بودن این متغیر می‌باشد که برای متغیرهای اعتبار تجاری شرکت و رتبه تجاری شرکت به ترتیب برابر $0/253$ و $4/000$ است. شاخص‌های پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. انحراف معیار یکی از مهم‌ترین شاخص‌های پراکندگی است که برای متغیرهای اعتبار تجاری شرکت و رتبه تجاری شرکت به ترتیب برابر $0/179$ و $2/283$ می‌باشد. مقدار ضریب چولگی برای متغیر متغیرهای اعتبار تجاری شرکت و رتبه تجاری شرکت مثبت و نزدیک صفر می‌باشد که نشان می‌دهد توزیع نرمال و خیلی کم چوله به راست و برای تمام متغیرها کشیدگی مثبت می‌باشد.

۲-۵. آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

جهت بررسی مانایی متغیرها، از آزمون ریشه واحد استفاده شده که نتایج در جدول (۲)، ارائه گردیده است:

جدول ۲: آزمون ریشه واحد/اعتبار تجاری شرکت

روش	مقدار آماره آزمون	مقدار احتمال	تعداد مقاطع	تعداد مشاهدات
فرضیه صفر: وجود ریشه واحد (فرایند ریشه واحد مشترک)				
لوین، لین و چاو	-۷۸۶۸/۱۳	۰۰۰۰/۰	۱۳۹	۸۳۴
فرضیه صفر: وجود ریشه واحد (فرایند ریشه واحد تکی)				
ایم پسران و شین	-۶۷۱۵۴/۲	۰۰۳۸/۰	۱۳۹	۸۳۴
ADF-فیشر (آزمون کای دو)	۶۰۶/۳۵۳	۰۰۱۴/۰	۱۳۹	۸۳۴
PP فیشر	۹۹۶/۴۱۷	۰۰۰۰/۰	۱۳۹	۸۳۴

منبع: (یافته‌های پژوهشگر)

براساس مقادیر ارائه شده در جدول (۲)، فرضیه صفر مبنی بر وجود ریشه واحد با در نظر گرفتن فرایند ریشه واحد مشترک و توسط روش لوین، لین و چاو، همچنین آزمون روش ADF فیشر و همین‌طور روش PP فیشر با تعداد ۱۳۹ مقطع و ۹۷۳ مشاهده همگی در سطح ۵ درصد رد می‌شود، نتایج آزمون ریشه واحد بر تمامی متغیرها بیان‌کننده عدم وجود ریشه واحد است.

۳-۵. آزمون F لیمر و هاسمن

نتایج حاصل از آزمون F لیمر و هاسمن برای فرضیه‌های پژوهش در جدول (۳) درج گردیده است:

جدول ۳: نتایج آزمون F لیمر و هاسمن

فرضیات	آزمون اف لیمر	سطح معنی داری	آزمون هاسمن	سطح معنی داری
فرضیه ۱	۰۶۶۷۹۶/۱۲	۰۰۰۰/۰	۹۲۸۸۹۰/۷۸	۰۰۰۰/۰
فرضیه ۲	۸۵۹۷۹۰/۵	۰۰۰۰/۰	۲۸۹۲۱۱/۴۱	۰۰۰۰/۰
فرضیه ۳-۱	۲۲۷۵۳۴/۶	۰۰۰۰/۰	۳۲۵۵۰۰/۲۹	۰۰۰۰/۰
فرضیه ۳-۲	۴۹۴۷۱۱/۲	۰۰۰۰/۰	۲۳۵۶۲۷/۲۲	۰۰۲۳/۰
فرضیه ۴-۱	۳۱۲۹۵۲/۷	۰۰۰۰/۰	۷۸۲۹۸۳/۲۴	۰۰۰۸/۰
فرضیه ۴-۲	۰۶۰۰۵۷/۷	۰۰۰۰/۰	۵۵۰۸۲۲/۱۵	۰۲۹۶/۰

منبع: (یافته‌های محقق)

در جدول (۳)، روش داده‌های تابلویی برای مدل‌های فرضیه‌های پژوهش پذیرفته شده است که روش داده‌های تابلویی خود با استفاده از دو الگوی اثرات تصادفی و اثرات ثابت می‌تواند انجام گیرد و برای انتخاب آن‌ها، از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. با توجه به مدل‌های پژوهش احتمال آزمون کای دو کمتر از ۵ درصد شده است بنابراین از اثرات ثابت جهت تخمین و تجزیه و تحلیل مدل‌های فرضیه‌های پژوهش استفاده می‌گردد.

۴-۵. خلاصه تجزیه و تحلیل‌ها به تفکیک هر فرضیه

۴-۱-۵. آزمون فرضیه اول

فرضیه اول: هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران بر اعتبار تجاری شرکت تاثیر گذار است. نتایج فرضیه اول پژوهش به شرح جدول (۴)، می‌باشد:

جدول ۴: خلاصه نتایج الگوی فرضیه اول

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	t آماره	احتمال
عرض از مبدا	۰.۹۲۵۴۷/۰-	۱۶۴۵۹۳/۰	۵۶۲۲۷۸/۰-	۵۷۴۱/۰
هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران	۰.۰۳۵۳۲/۰-	۰.۰۰۵۰۱/۰	۰.۵۳۷۹۵/۷-	۰.۰۰۰/۰
نقدشوندگی	۰.۰۵۵۲۴/۰	۰.۰۰۵۷۹/۰	۵۳۹۶۰۳/۹	۰.۰۰۰/۰
رشد سود عملیاتی	۰.۰۳۶۱۳/۰	۰.۰۰۶۳۷/۰	۶۷۲۲۶۴/۵	۰.۰۰۰/۰
اهرم مالی	۰.۲۹۱۹۲/۰	۰.۲۸۵۲۱/۰	۰.۲۳۵۰۲/۱	۳.۰۶۴/۰
بازده دارایی	۰.۰۱۱۱۷/۰	۰.۰۰۱۴۷/۰	۵۹۵۹۲۴/۷	۰.۰۰۰/۰
اندازه شرکت	۰.۲۴۷۷۴/۰	۰.۰۱۵۳۳/۰	۱۶۰۰۱/۱۶	۰.۰۰۰/۰
عمر شرکت	۰.۱۹۹۶۵/۰	۰.۰۲۷۵۱/۰	۲۵۷۱۴۴/۷	۰.۰۰۰/۰
ضریب تعیین		۰/۸۵۲	دوربین واتسون	۱/۹۵
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۸۳۷	سطح احتمال F	۰.۰۰/۰

منبع: (یافته‌های پژوهشگر)

جدول (۴)، احتمال آماره t برای هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران، نقدشوندگی، رشد سود عملیاتی، بازده دارایی، اندازه شرکت و عمر شرکت کمتر از ۰.۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می‌باشد. ضریب هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران معنادار می‌باشد. احتمال آماره t برای متغیر اهرم مالی بیشتر از ۰.۵٪ است. از این رو ضریب برآوردی متغیرهای فوق از لحاظ آماری معنی دار نمی‌باشد؛ بنابراین با اطمینان ۰.۹۵٪ این متغیر در مدل رگرسیونی بی معنی می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۰/۸۳ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می‌باشد. با توجه به فرضیه چون متغیر هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران در مدل معنی دار می‌باشد بنابراین فرض صفر رد می‌شود؛ یعنی هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران بر اعتبار تجاری شرکت تاثیر گذار است.

۴-۲-۵. آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم: هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران بر رتبه تجاری شرکت تاثیر گذار است. نتایج فرضیه دوم پژوهش به شرح جدول (۵)، می‌باشد:

جدول ۵: خلاصه نتایج الگوی فرضیه دوم

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	t آماره	احتمال
عرض از مبدا	۰.۶۹۴۰۹۷/۸	۰.۰۰۰۶۴/۱	۸۲۹۸۸۳/۴	۰.۰۰۰/۰
هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران	۰.۰۰۲۷۰۹/۰-	۰.۰۰۵۴۸/۰	۹۴۶۹۵۸/۴	۰.۰۰۰/۰
نقدشوندگی	۰.۴۹۶۷۶۱/۰	۰.۰۶۳۳۳۲/۰	۸۴۳۸۲۰/۷	۰.۰۰۰/۰
رشد سود عملیاتی	۰.۰۹۴۴۰/۰	۰.۰۰۶۹۷/۰	۵۵۱۸۷/۱۳	۰.۰۰۰/۰
اهرم مالی	۰.۳۷۱۶۶۰/۰	۰.۳۱۱۹۲/۰	۹۱۵۱۷/۱۱	۰.۰۰۰/۰
بازده دارایی	۰.۰۹۴۳۱۳/۰	۰.۱۶۰۸۴/۰	۸۶۳۷۹۱/۵	۰.۰۰۰/۰
اندازه شرکت	۰.۱۳۵۳۳۳/۰	۰.۱۶۷۶۶/۰	۰.۷۱۸۴۷/۸	۰.۰۰۰/۰
عمر شرکت	۰.۳۱۶۰۸/۰	۰.۳۰۰۸۷/۰	۰.۵۰۵۷۷/۱	۲۹۳۸/۰
ضریب تعیین		۰/۸۶۲	دوربین واتسون	۱/۸۵

۰۰۰/۰	سطح احتمال F	۰/۸۴۷	ضریب تعیین تعدیل شده
-------	--------------	-------	----------------------

منبع: (یافته‌های پژوهشگر)

جدول (۵)، احتمال آماره t برای هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران، نقدشوندگی، رشد سود عملیاتی، بازده دارایی، اندازه شرکت، اهرم مالی و عمر شرکت کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. ضریب هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران معنادار می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح‌دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است به میزان ۰/۸۴ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. با توجه به فرضیه چون متغیر هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران در مدل معنی‌دار می‌باشد بنابراین فرض صفر رد می‌شود یعنی هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران بر رتبه تجاری شرکت تاثیر گذار است.

۳-۴-۵. آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم: رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بر روابط بین هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران و اعتبار تجاری شرکت نقش تعدیل‌گری دارد.

نتایج فرضیه سوم پژوهش به شرح جدول (۶) و (۷)، می‌باشد:

جدول ۶: سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا

احتمال	آماره t	انحراف معیار	ضرایب	متغیر
۳۹۳۵/۰	۸۵۴۱۰۹/۰	۱۵۵۰۷۶/۰	۱۳۲۴۵۲/۰	عرض از مبدا
۰۰۰۰/۰	۲۵۶۸۶۸/۸-	۰۰۰۶۶۷/۰	۰۰۵۵۰۷/۰-	هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران
۰۰۰۰/۰	۶۳۳۰۴/۱۴	۰۰۱۷۱۹/۰	۰۲۵۱۶۰/۰	نقدشوندگی
۰۰۰۰/۰	۵۷۵۴۰۴/۷	۰۰۰۱۰۲/۰	۰۰۰۷۷۳/۰	رشد سود عملیاتی
۵۴۶۲/۰	۶۰۴۰۴۵/۰	۰۳۸۶۵۳/۰	۰۲۳۳۴۸/۰	اهرم مالی
۰۰۰۰/۰	۶۳۲۶۸۶/۵	۰۰۱۴۱۵/۰	۰۰۷۹۶۸/۰	بازده دارایی
۰۰۰۰/۰	۲۷۴۶۱/۱۰	۰۰۱۱۹۳/۰	۰۱۲۲۵۳/۰	اندازه شرکت
۷۸۰۳/۰	۲۷۹۱۳۸/۰	۰۰۱۵۴۸/۰	۰۰۰۴۳۲/۰	عمر شرکت
۱/۸۵	دوربین واتسون	۰/۸۵۲		ضریب تعیین
۰۰۰/۰	سطح احتمال F	۰/۸۳۷		ضریب تعیین تعدیل شده

جدول ۷: سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران پایین

احتمال	آماره t	انحراف معیار	ضرایب	متغیر
۰۰۱۸/۰	۱۴۰۱۷۸/۳	۱۱۲۹۱۱/۰	۳۵۴۵۶۰/۰	عرض از مبدا
۰۰۰۰/۰	۰۴۹۳۶۰/۹-	۰۰۶۷۴۵/۰	۰۶۱۰۳۷/۰-	هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران
۰۰۰۰/۰	۵۲۶۸۰۶/۸	۰۰۱۷۳۴/۰	۰۱۴۷۸۴/۰	نقدشوندگی
۰۰۶۰/۰	۷۶۲۸۴۹/۲	۰۰۰۹۵۹/۰	۰۰۲۶۴۹/۰	رشد سود عملیاتی
۵۲۴۲/۰	۶۳۷۳۹۳/۰-	۰۴۰۷۳۰/۰	۰۲۵۹۶۱/۰-	اهرم مالی
۰۰۰۰/۰	۱۴۵۰۷۵/۶	۰۰۷۹۶۱/۰	۰۴۸۹۲۳/۰	بازده دارایی
۰۹۴۷/۰	۶۷۵۱۴۶/۱	۰۰۷۵۸۱/۰	۰۱۲۶۹۹/۰	اندازه شرکت
۰۰۰۰/۰	۵۲۳۵۹۰/۵	۰۰۰۸۲۴/۰	۰۰۴۵۵۲/۰	عمر شرکت
۱/۹۹	دوربین واتسون	۰/۸۶۲		ضریب تعیین
۰۰۰/۰	سطح احتمال F	۰/۸۴۷		ضریب تعیین تعدیل شده

منبع: (یافته‌های پژوهشگر)

جدول (۶) و (۷)، احتمال آماره t برای ضریب ثابت و متغیرهای هیجانان رفتاری سرمایه گذاران، نقدشوندگی، رشد سود عملیاتی، بازده دارایی، اندازه شرکت و عمر شرکت بر اعتبار تجاری شرکت در سطح شرکت‌های دارای سطح رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه گذاران بالا و پایین کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار می‌باشد. ضرایب هیجانان رفتاری سرمایه گذاران بر اعتبار تجاری شرکت در سطح شرکت‌های دارای سطح رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه گذاران بالا و پایین به ترتیب برابر $-0/005$ و $-0/006$ می‌باشد. احتمال آماره t برای ضرایب متغیر اهرم مالی بیشتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی دار نمی‌باشد؛ بنابراین با اطمینان ۹۵٪ این متغیر در مدل بی‌معنی می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهندگی متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است اعتبار تجاری شرکت در سطح شرکت‌های دارای سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا و پایین به ترتیب به میزان ۸۳٪ و ۸۶٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می‌باشد. مقدار دوربین واتسون در سطح شرکت‌های دارای سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا و پایین به ترتیب برابر $1/85$ و $1/99$ که مقدار این آماره در محدود $1/5$ تا $2/5$ می‌باشد، بنابراین استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می‌گیرد. با توجه به فرضیه چون و ضریب هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران بر اعتبار تجاری در سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا و پایین به ترتیب برابر $-0/005$ و $-0/006$ نشان می‌دهد، قدر مطلق ضرایب هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران بر اعتبار تجاری در سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا و پایین برابر نمی‌باشد. پس فرض صفر رد می‌شود؛ یعنی رقابت-پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بر روابط بین هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران و اعتبار تجاری شرکت نقش تعدیل‌گری دارد.

۴-۴-۵. آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم: رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بر روابط بین هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران و رتبه تجاری شرکت نقش تعدیل‌گری دارد.

نتایج فرضیه سوم پژوهش به شرح جدول (۸) و (۹)، می‌باشد:

جدول ۸: سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	t آماره	احتمال
عرض از مبدا	۴۲۱۷۰/۱۰	۱۹۵۱۹۸/۲	۷۴۷۴۹۸/۴	۰۰۰۰/۰
هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران	۰۰۳۸۴۲/۰-	۰۰۰۵۹۸/۰	۴۲۸۹۵۸/۶-	۰۰۰۰/۰
نقدشوندگی	۱۰۸۸۵۵/۰	۰۱۲۴۶۹/۰	۷۲۹۸۱۶/۸	۰۰۰۰/۰
رشد سود عملیاتی	۰۱۴۴۹۹/۰	۰۰۱۱۲۶/۰	۸۷۰۴۳/۱۲	۰۰۰۰/۰
اهرم مالی	۲۱۵۶۰۵/۰-	۰۳۴۹۶۷/۰	۱۶۵۹۶۴/۶-	۰۰۰۰/۰
بازده دارایی	۳۲۷۲۹۷/۰	۰۵۱۰۲۳/۰	۴۱۴۷۳۵/۶	۰۰۰۰/۰
اندازه شرکت	۶۱۱۹۰۳/۰	۲۱۳۹۳۱/۰	۸۶۰۲۸۰/۲	۰۰۴۵/۰
عمر شرکت	۰۵۷۵۳۴/۰	۰۴۱۰۶۸/۰	۴۰۰۹۳۶/۱	۱۶۲۰/۰
ضریب تعیین		۰/۸۸۲	دوربین واتسون	۲/۰۲
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۷۷	سطح احتمال F	۰۰۰/۰

جدول ۹: سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران پایین

متغیر	ضرایب	انحراف معیار	t آماره	احتمال
عرض از مبدا	۰۰۵۰۰۸/۵	۲۰۴۴۱۰/۱	۱۵۵۵۷۰/۴	۰۰۰۰/۰
هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران	۰۰۰۱۳۲/۰-	۰۵E-۱۸/۵	۵۵۴۳۳۷/۲	۰۱۱۰/۰
نقدشوندگی	۱۴۸۳۳۱/۰	۰۱۳۳۵۴/۰	۱۰۷۵۱/۱۱	۰۰۰۰/۰

۰۰۰۰/۰	۳۸۶۵۵/۱۰	۰۰۰۷۹۳/۰	۰۰۸۲۳۳/۰	رشد سود عملیاتی
۰۰۰۰/۰	۳۹۷۳۷۹/۶-	۰۳۰۰۲۰/۰	۱۹۲۰۴۹/۰-	اهرم مالی
۰۰۰۰/۰	۶۵۰۳۰۴/۶	۱۰۹۸۶۰/۰	۷۳۰۶۰۶/۰	بازده دارایی
۰۰۷۰/۰	۷۰۸۳۴۱/۲	۰۹۲۶۲۰/۰	۲۵۰۸۴۶/۰	اندازه شرکت
۰۱۷۱/۰	۳۹۴۹۶۲/۲	۰۱۲۰۲۶/۰	۰۲۸۸۰۱/۰	عمر شرکت
۱/۹۵	دوربین واتسون	۰/۸۰۲	ضریب تعیین	
۰۰۰/۰	سطح احتمال F	۰/۷۵	ضریب تعیین تعدیل شده	

منبع: (یافته‌های پژوهشگر)

جدول (۸) و (۹)، احتمال آماره t برای ضریب ثابت و متغیرهای هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران، نقدشوندگی، رشد سود عملیاتی، بازده دارایی، اندازه شرکت و عمر شرکت بر رتبه تجاری شرکت در سطح شرکت‌های دارای سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا و پایین کمتر از ۵٪ است؛ لذا ارتباط فوق از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. ضرایب هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران بر رتبه تجاری شرکت در سطح شرکت‌های دارای سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا و پایین به ترتیب برابر $-۰/۰۰۳$ و $-۰/۰۰۱$ می‌باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قدرت توضیح دهنده متغیرهای مستقل را نشان می‌دهد که قادر است اعتبار تجاری شرکت در سطح شرکت‌های دارای سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا و پایین به ترتیب به میزان ۷۷٪ و ۷۵٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی‌دار می‌باشد. در اینجا مقدار دوربین واتسون در سطح شرکت‌های دارای سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا و پایین به ترتیب برابر $۲/۰۲$ و $۱/۹۵$ که مقدار این آماره در محدود $۱/۵$ تا $۲/۵$ می‌باشد و استقلال پسماندهای مدل مورد تأیید قرار می‌گیرد. با توجه به فرضیه چون و ضریب هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران بر رتبه تجاری شرکت در سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا و پایین به ترتیب برابر $-۰/۰۰۳$ و $-۰/۰۰۱$ نشان می‌دهد قدر مطلق ضرایب هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران بر رتبه تجاری شرکت در سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بالا و پایین برابر نمی‌باشد. پس فرض صفر رد می‌شود؛ یعنی رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران بر روابط بین هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران و رتبه تجاری شرکت نقش تعدیل‌گری دارد.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر به دنبال آزمون تاثیر هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران بر اعتبار و رتبه تجاری با نقش تعدیلی رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران می‌باشد و در نهایت با توجه به نتایج فرضیه اول پژوهش، وجود رابطه معکوس بین هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران با اعتبار تجاری شرکت استنتاج می‌شود. این گونه استدلال می‌شود که احساسات سرمایه‌گذار به عنوان تفاوت بین انتظار قیمت دارایی و ارزش واقعی دارایی‌ها یا تعصب منظم قیمت‌های مورد انتظار دارایی می‌تواند به عنوان انحراف بلند مدت و منظم قیمت سهام از ارزش ذاتی آن که ناشی از رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران است تعریف می‌شود که در نتیجه منجر به ارزیابی بیش از حد و یا ارزش‌گذاری بیش از حد قیمت دارایی‌ها می‌شود. در این راستا هانگبین و همکاران (۲۰۱۹)، معتقد است که احساسات سرمایه‌گذار بر اعتبار تجاری شرکت‌ها تاثیر گذار است، که با نتایج پژوهش حاضر در یک راستا می‌باشد. با توجه به نتایج فرضیه دوم پژوهش، وجود رابطه معکوس بین هیجانان رفتاری سرمایه‌گذاران با رتبه تجاری شرکت استنتاج می‌شود. نتایج حاکی از آن است که به عنوان بخشی از سیستم تأمین مالی شرکتها، احساسات سرمایه‌گذاران نیز تأثیر مهمی در اعتبار تجاری خواهد داشت. موضوعی که منجر می‌شود تأمین اعتبار تجاری شرکت با موضوع برخورداری از اعتبار تجاری متفاوت باشد بدین صورت است؛ اولین دلیل مشتری است و هدف اصلی از این قبیل اعتبار تجاری حفظ ارتباط با مشتریان، هموار نگه داشتن فروش و ثبات حجم فروش است. به این دلیل است که اعتبار تجاری هنوز هم توسط شرکت‌هایی با هزینه‌های بالا مورد توجه است زیرا آن وسیله‌ای مهم برای رقابت در بازار محصول است. در این راستا ژو و پن^{۲۴}

²⁴ -Zhu & Pan

(۲۰۱۲)، دریافتند که مدیران منطقی زمان تأمین مالی بدهی را در نظر می‌گیرند، زیرا در مواجهه با افزایش ارزش دارایی، انتظار طلبکاران از رشد سود آینده شرکت نیز بر این اساس افزایش می‌یابد. همچنین هوانگ و لیو (۲۰۱۳)، دریافتند که با افزایش احساسات سرمایه‌گذار، مقیاس اعتبار شرکت‌ها نیز افزایش می‌یابد که در راستای نتایج پژوهش حاضر می‌باشند.

با توجه به نتایج فرضیه سوم پژوهش، وجود رابطه معکوس بین هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران در تعامل رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران با اعتبار تجاری شرکت استنتاج می‌شود. بر این اساس هیجانات رفتاری سرمایه‌گذار از کانال‌های مختلف سرمایه‌گذاری بر تقاضای بازار تأثیر می‌گذارد و باعث می‌شود تا در شرکت‌ها انگیزه‌های تأمین اعتبار تجاری قوی‌تری ایجاد کنند. اصل نظارت بر ریسک اعتباری عمدتاً به ارزش بازار داراییهای سهام و نوسانات آن و سایر عوامل برای محاسبه نرخ پیش فرض بستگی دارد و نوسان هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران باعث تغییر قیمت دارایی می‌شود. با افزایش هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران، تأثیر دارایی‌های تحت تأثیر و قیمت سهام بر رتبه بندی شرکت‌ها و پیش بینی اعتبار تجاری مستقیم تر است. در این راستا کوی و همکاران (۲۰۱۶)، دریافتند که ناسازگاری احساسات سرمایه‌گذاران در نهایت بر تأمین مالی شرکتها تأثیر می‌گذارد که در راستای نتایج پژوهش حاضر می‌باشد. با توجه به نتایج فرضیه چهارم پژوهش، وجود رابطه معکوس بین هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران در تعامل رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران با رتبه تجاری شرکت استنتاج می‌شود؛ این گونه استدلال می‌شود که هیجانات بالای رفتاری سرمایه‌گذاران باعث تقویت خوش بینی و اعتماد به نفس مدیران، ارزیابی بیش از حد عملکرد آینده و سودآوری، دست کم گرفتن ریسک اعتباری می‌گردد؛ بنابراین، با افزایش هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران بهینه سازی صورت‌های مالی مشتری و شاخص‌های مرتبط بهبود می‌یابد. همراه با افزایش خوش بینی، تأمین کنندگان از بازیابی حسابهای خود رضایت خواهند داشت، همچنین همکاری طولانی مدت یا پیشرفت مورد انتظار و تمایل به تأمین اعتبار تجاری نیز افزایش می‌یابد. در این راستا، وراس وایتارا و وایت (۲۰۱۴) و زمان بندی بازار نشان داده اند که سهام یا تأمین مالی اوراق بهادار با نوسانات قیمت دارایی ارتباط نزدیکی دارد و احساسات سرمایه‌گذار منبوع عدم ثبات است که باعث انحراف قیمت دارایی‌ها می‌شود که در راستای نتایج پژوهش حاضر می‌باشد.

همچنین با توجه به نتایج حاصل از فرضیه اول؛ به سرمایه‌گذاران پیشنهاد میشود که در جهت تعیین اعتبار تجاری میتوانند با محاسبه شاخص احساسات و تمایلات سهامداران، در صورتی که شاخص مذکور مقدار بالایی داشت از سرمایه‌گذاری صرف نظر نمایند. با توجه به نتایج فرضیه دوم؛ پیشنهاد ما این است که اولاً زمینه‌های کنترل هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس فراهم شود ثانیاً سیاست‌هایی اتخاذ شود که افراد با دید منطقی و بر اساس اطلاعات افشا شده شرکتها میل به حضور و سرمایه‌گذاری بیشتر در این بازار داشته باشند، تبلیغات و جلوگیری از خروج اطلاعات پیش از موقع، ساده کردن قوانین جهت ورود شرکت‌های بیشتر به بورس و شفاف نمودن بازارها از جمله سیاست‌های مناسبی است که دولت می‌تواند در سطح کلان اتخاذ نماید. با توجه به بررسی فرضیه سوم؛ لذا به سازمان بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد در جهت ارزیابی شرکت‌های بورس اوراق بهادار معیارهای رقابتی؛ رقابت پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران را مد نظر قرار دهد؛ با توجه به نتایج فرضیه چهارم؛ باید مدیران توجه ویژه ای به سطح رقابت‌پذیری سیستماتیک سرمایه‌گذاران داشته باشند و راهکارهای بهبود تصمیم‌گیری سهامداران را برای افزایش بازدهی سرمایه‌گذاران اجراء نمایند. به سازمان‌های قانونگذار نیز توصیه می‌شود به منظور اطلاع رسانی بیشتر درباره نقش تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه اقدام به ارائه شاخص تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه کنند تا سرمایه‌گذاران بهتر بتوانند روند تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران را در بازار سرمایه مشاهده نمایند تا زمینه کنترل آن در بین سرمایه‌گذاران فراهم شود. به محققان پیشنهاد می‌گردد در پژوهش‌های آتی خود به بررسی مباحث زیر بپردازند:

- عوامل رفتاری متعددی مانند بیش اطمینانی، محافظه کاری، حساب انگاری، فر اعتمادی وغیره می‌تواند در کنار هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران مورد سنجش قرار گیرد.
- بررسی تأثیر افق دید سرمایه‌گذاران و هیجانات رفتاری سرمایه‌گذاران بر ریسک اعتباری شرکت.

- بررسی تأثیر عدم اطمینان محیطی و کیفیت محیط اطلاعاتی بر روابط بین هیجانات رفتاری سرمایه گذاران با اعتبار و رتبه تجاری
- در پژوهشی دیگر به بررسی ارتباط تمایلات خوش بینانه و بدبینانه سهامداران بر ریسک اعتباری پرداخته شود.
- مهم‌ترین محدودیت پژوهش حاضر، عدم افشای کامل اطلاعات مربوط به متغیرهای پژوهش می‌باشد. اطلاعات مربوط به کلیه متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های بورسی به طور کامل در دسترس نیست. از این رو برای جلوگیری از جانب‌داری نتایج پژوهش، برخی سال- شرکت‌ها از نمونه آماری حذف شدند و این موضوع باعث کاهش حجم نمونه گردید.

منابع

الف. فارسی

- اسدی، جمشید. (۱۳۹۶). بررسی رابطه بین اعتبار تجاری، سود آوری و بازده سهام، کنفرانس ملی تحقیقات علمی جهان در مدیریت، حسابداری، حقوق و علوم اجتماعی، شیراز، دانشگاه آزاد اسلامی واحد زرقان - دانشگاه علمی کاربردی شوشتر.
- جنگجو، فرحناز. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین بازده مورد انتظار سهام و رقابت‌پذیری سیستماتیک بین سرمایه‌گذاران انفرادی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، فصلنامه مطالعات مدیریت و حسابداری ۲ (۱).
- خانعلی زاده، حمیدرضا؛ هاشمی، سیده شیرین؛ حیدری، علی. (۱۳۹۲). بررسی اعتبار تجاری و عملکرد شرکت‌ها: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران، اولین کنفرانس ملی حسابداری و مدیریت، شیراز: موسسه بین‌المللی آموزشی و پژوهشی خوارزمی.
- دارابی، رویا؛ محمدزاده مقدم، محمدباقر؛ عمارتی بخشایش، محمدحسین. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر اعتبار تجاری بر ارقام تعهدی اختیاری شرکتها، کنفرانس جامع علوم مدیریت و حسابداری، تهران: دبیرخانه کنفرانس جامع علوم مدیریت و حسابداری.
- داغبندان، الهیار؛ نجفی، علی اکبر؛ تسخیری، علیرضا. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، سومین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت. تهران: موسسه همایشگران مهر اشراق.
- دره زرشکی، فاطمه؛ سعیدا اردکانی، سعید؛ ناظمی اردکانی، مهدی. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین اعتبار تجاری و نقدینگی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، دومین کنفرانس بین‌المللی در مدیریت، حسابداری و اقتصاد، تهران، موسسه آموزش عالی صالحان، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- زارعی، علی؛ دارابی، رویا. (۱۳۹۷). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی (پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی)، ۱۰ (۳۷)، ۱۳۱-۱۵۷.
- شعری آناقیز، صابر؛ حساس یگانه، یحیی؛ سدیدی، مهدی؛ نزه ئی، بنیامین. (۱۳۹۵). تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری، فصلنامه حسابداری مالی، ۸ (۲۳).
- معینی، فاطمه؛ نظری، حسن. (۱۳۹۵). تأثیر محافظه‌کاری حسابداری شرکت‌ها بر کسب اعتبار تجاری، اولین کنفرانس ملی مدل‌ها و تکنیک‌های کمی در مدیریت، تهران: دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره).

ب. انگلیسی

- Altman, E. And Hotchkiss, E. (2005). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt* (3rd Ed.). New York: John Wiley and Sons.
- Anthony, D; Eric, Severin and Vigneron, T, Ludovic. (2015). *Does Accounting Information Quality Matter For SMES' Use of Trade Credit?*. University of Valenciennes.
- Baker, M. and Stein, J.C. (2004). *Market liquidity as a sentiment indicator*, Journal of Financial Markets, 7 (3), 271-299.
- Boissay, F and Gropp, R. (2007). *Trade Credit Defaults and Liquidity Provision by Firms*, European Central Bank Working paper series.

- Cui, F.H., Chen, X.S. and Fang, H.X. (2016). *Business circle, investor sentiment on corporate financing impact analysis*, Securities Market Herald, 2(5), 38-46.
- Cunat, V. (2007). *Trade Credit: Suppliers as Debt Collectors and Insurance Providers*. Review of Financial Studies, 20 (2), 491-527.
- Dai, Bingbin and Yang, Fan. (2015). *Monetary policy, accounting conservatism and trade credit*. China Journal of Accounting Research, 8 (4) , 295-313.
- Debata ,Byomakesh, Saumya ,Ranjan Dash, B, Jitendra Mahakud. (2018). *Investor sentiment and emerging stock market liquidity* ,Finance Research Lettersjournal homepage: www.elsevier.com/locate/frl.
- Dechow, P., Ge, W. and Schrand, C. (2010). *Understanding Earnings Quality: A Review of their Proxies, their Determinants and their Consequences*. Journal of Accounting and Economics, 50 (2-3), 344-401.
- Duong ,Hong Kim. Michael Schuldt, Giorgio, Gotti. (2018). *Investor sentiment and timely loss recognition*, Review of Accounting and Finance, <https://doi.org/10.1108/RAF-07-2016-0104> Permanent link to this document:<https://doi.org/10.1108/RAF-07-2016-0104>.
- Fabbri, D. and Klapper, L.F. (2008), *Trade credit supply, market power and the matching of trade credit terms*, SSRN Electronic Journal, 3 (52), 1-52.
- Fabbri, D. and Menichini, A.M.C. (2010). *Trade credit, collateral liquidation and borrowing constraints*, Journal of Financial Economics, 3 (96), 413-432.
- Ferrando, A. and Mulier, K. (2012). *Do Firms Use the Trade Credit Channel to Manage Growth?*, Working Paper.
- Garcia-Teruel, Pedro, J; Pedro Martinez-Solano and Juan P. Sanchez-Ballesta. (2014). *Supplier Financing and Earnings Quality*. Journal of Business Finance & Accounting, 41 (9) & (10) , 1193–1211.
- Hongbin Huang, Ran Li, Ya Bai, (2019) *Investor sentiment, market competition and trade credit supply*, China Finance Review International, <https://doi.org/10.1108/CFRI-07-2018-0060>.
- Huang, H., Li, R. and Bai, Y. (2019), *Investor sentiment, market competition and trade credit supply*, China Finance Review International, Vol. 9 No. 2, pp. 284-306. <https://doi.org/10.1108/CFRI-07-2018-0060>
- Huang, H.B. and Liu, Z.Y. (2013). *The impact of investor sentiment and credit scale on the allocation efficiency of credit resources*, Systems Engineering, 31 (4), 1-12.
- Hurwitz, Helen.(2017). *Investor sentiment and management earnings forecast bias*, Journal of business finance and accounting.
- Jiang, F.X., Zhang, M. and Lu, Z.F. (2009). *Managerial overconfidence, firm expansion and financial distress*, Economic Research Journal, 1(5), 131-143 (in Chinese).
- Warusawitharana, M. and Whited, T.M. (2014). *Equity market misvaluation, financing, and investment*, Social Science Electronic Publishing, 29 (3), 603-654.
- Zhu, D.X. and Pan, M. (2012). *Is catering-based investment definitely inefficient? From stakeholders' approach*, Nankai Business Review, 15 (6), 14-24.