Bi-quarterly Scientific Journal of Islamic Finance Researches, Research Article,
Vol. 9, No. 2 (Serial 18) Spring & Summer 2020

A Study of the Role of Islamic Events in the Relationship between Investor Sentiment and Stock Returns with an Emphasis on the Moderating Variable of Corporate Governance

Abdoulgafour Mohammadzadeh*
Forough Heirany**
Akram Taftiyan***

Received: 14/03/2020
Accepted: 10/11/2020

Abstract

This study intends to investigate the role of Islamic events on the relationship between investor sentiment and stock returns by emphasizing the role of corporate governance. The specific Islamic events in this study include the holy months of Ramadan and Muharram. The variables in corporate governance include the size of the board of directors, the presence/absence of CEO on board of directors, corporate auditing, the internal auditors, the financial experts' assistance and auditors' reports. The research sample consists of 132 companies observed over a period extending from 14/8/1392 in Solar Hijri Calendar (1/1/1435, i.e. the first of Muharram in Lunar Calendar) to 19/6/1397 (SH) (29/12/1439, i.e. the last day of Dhu al-Hijjah (LH)). In this study, Multivariate Regression Model for panel data was used to analyze the data and test the hypotheses. The research results indicate a significant difference between investor sentiment, on the one hand, and stock returns on the other during Islamic months of Ramadan and Muharram compared to other months. Corporate governance plays a moderating role in the relationship between investor sentiment and stock returns during the months of Ramadan and Muharram. In other words, corporate governance prevents investors from making sentimental decisions originating from Islamic events and affecting stock returns.

Keywords

Stock Return; Corporate Governance; Investor Sentiment; Islamic Events; Ramadan; Muharram.
JEL Classification: C19, C33, G15, G29.

* Ph.D. Student in Accounting, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran. abdmoh1361@iausaravan.ac.ir

** Assistant Professor of Accounting, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran (Corresponding Author). heirany@iauyazd.ac.ir

*** Assistant Professor of Accounting, Yazd Branch, Islamic Azad University, Yazd, Iran taftiyan@iauyazd.ac.ir

دو فصلنامه علمی تحقیقات مالی اسلامی، مقاله پژوهشی، سال نهم، شماره دوم (پیاپی ۱۸)، بهار و تابستان ۱۳۹۹، صص. ۷۴۱-۷۷۴

نقش مناسبت‌های تاریخی اسلامی در ارتباط بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام با تأکید بر متغیّر تعدیل‌گر حاکمیت شرکتی

عبدالغفور محمدزاده *
فروغ حیرانی **
اکرم تفتیان ***

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۱۲/۲۴ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۸/۲۰
مقاله برای اصلاح به مدت ۸ روز نزد نویسنده(گان) بوده است.

چکیده

هدف این پژوهش، بررسی نقش مناسبت‌های تاریخی اسلامی بر رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و بازده‌سهام با تأکید برمتغیّر تعدیل‌گر حاکمیت شرکتی است. منظور از مناسبت‌های تاریخی اسلامی، ماه‌های رمضان و محرم هستند. از اندازه هیأت مدیره، حضور مدیرعامل در هیأت مدیره، حسابرسی شرکت، وجود حسابرس داخلی، استفاده از متخصصین مالی و اظهارنظر حسابرس به‌عنوان متغیّرهای حاکمیت شرکتی استفاده‌شده و تعداد ۱۳۲ شرکت در دوره ۱۳۹۲/۰۸/۱۴ شمسی مصادف ۱۴۳۵/۰۱/۰۱ قمری (اول محرم) تا تاریخ ۱۳۹۷/۰۶/۱۹ شمسی مصادف با ۱۴۳۹/۱۲/۲۹ قمری (آخر ذی‌الحجه) به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند. برای تجزیه‌وتحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها، الگوی رگرسیون چندمتغیّره بر مبنای داده‌های پانلی مورداستفاده قرارگرفته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که تفاوت معنی‌داری بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و بازده‌سهام در ماه‌های رمضان و محرم در مقایسه با سایر ماه‌ها وجود دارد. همچنین، حاکمیت شرکتی نقش تعدیل‌کننده‌ای در ارتباط بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام در ماه‌های رمضان و محرم دارد. به‌عبارتی، حاکمیت شرکتی از تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران که از مناسبت‌های اسلامی نشأت گرفته و بر بازده سهام تأثیر می‌گذارند جلوگیری می‌کند.

واژگان کلیدی

بازده سهام؛ حاکمیت شرکتی؛ گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران؛ مناسبت‌های تاریخی اسلامی؛ ماه رمضان؛ ماه محرم.

طبقه‌بندی JEL: C19, C33, G15, G29.

---

* دانشجوی دکتری حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران abdmoh1361@iausaravan.ac.ir
** استادیار حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران (نویسنده مسئول) heirany@iauyazd.ac.ir
*** استادیار حسابداری، واحد یزد، دانشگاه آزاد اسلامی، یزد، ایران taftiyan@iauyazd.ac.ir

مقدمه

تئوری اقتصاد نئوکلاسیک بر پایه مفاهیم مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و فرضیه بازار کارا بیان می‌کند تصمیمات سرمایه‌گذاران عقلایی بوده و رفتار بازار نیز کارا است. اما گذشت زمان و مشاهده برخی ناهنجاری‌های بازار مانند اثر ژانویه، باعث ورود مسائل رفتاری و روان‌شناسی به حوزه مالی و شکل‌گیری دانش مالی‌رفتاری گردید (شمس‌الدینی، دانشی و سیدی، ۱۳۹۷، ص. ۱۶۴). بر پایه دیدگاه مالی‌رفتاری تغییرات قیمت اوراق بهادار، دلیل بنیادی نداشته و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کنند (حیدرپور، تاری‌وردی و محرابی، ۱۳۹۲، ص. ۲). درواقع دانش مالی‌رفتاری، به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان در بازار سرمایه پرداخته و با چالش کشیدن سه فرض «عقلانیت کامل»، «منفعت شخصی کامل» و «اطلاعات کامل» اعتقاد دارد که سرمایه‌گذاران علاوه‌بر اینکه همیشه به‌دنبال حداکثر مطلوبیت خود نیستند و در تصمیم‌گیری‌های خود به اطلاعات کامل نیاز ندارند و برای کسب بازده بیشتر، به‌صورت کاملاً عقلایی رفتار نمی‌کنند (Pompian, 2006, p. 492).

بخشی از رفتار انسان حاصل تعامل با اجتماع است. بسیاری از احساسات، حالت‌ها و روحیات انسان، حاصل فعل‌وانفعال با محیط و اجتماع پیرامون است که از آنها با عنوان خلق اجتماعی یاد می‌شود (Olsen, 2006, pp.193-203). خلق اجتماعی می‌تواند متأثر از عوامل مختلفی باشد، ازجمله این عوامل می‌توان به آب‌وهوا (Saundres, 1993, pp. 1337-1345)، ریتم زندگی (Kamstra, Kramer & Maurice, 2003, pp.324-343) و دین و مذهب اشاره کرد. دراین‌بین، دین از اهمیت خاصی برخوردار است. به‌زعم برخی نویسندگان، دین تنها وفاق اجتماعی ماندگار است. برخلاف بسیاری امور که در کوتاه‌مدت بین افراد وفاق ایجاد می‌کند، مراسم دینی حالتی حاد و عاطفی دارد که آرمان‌های جمعی را زنده نگه می‌دارد و عوامل دینی نقش تعیین‌کننده‌ای در شکل‌گیری خلق اجتماعی ایفا می‌کند (عبداللهی، ۱۳۹۰، ص. ۱۴۲). اثر تقویمی به گرایش سهام به عملکرد متفاوت در زمان‌های مختلف اشاره دارد، این تئوری بیان می‌دارد که در یک روز خاص از هفته، یک هفته خاص از ماه و حتی یک ماه خاص از سال احتمال

بیشتری وجود دارد که قیمت سهام نسبت به سایر زمان‌ها افزایش (کاهش) یابد. همچنین از نگاه تقویمی، مناسک جمعی اسلامی در دو ماه رمضان و محرم، بیش از سایر ماه‌های سال است و عمده مطالعات نیز به بررسی این دو ماه پرداخته‌اند. ازجمله مناسک مسلمانان که نقش تعیین‌کننده‌ای در شکل‌گیری خلق اجتماعی دارد، اعمال ماه رمضان است. در این ماه، زندگی مسلمانان از نظم خاصی پیروی می‌کند که حاصل آن، ایجاد خلقی در بین افراد روزه‌دار است (Gavrilidis, Kallinterakis & Ferreira, 2015, pp.192-214). مطالعات انجام‌شده در بازار سهام کشورهای اسلامی، حاکی از اثرات خلق مثبت در ماه رمضان بر رفتار سرمایه‌گذاران است (Al-Hajieh, Heitham, keith, Redhead & Rodgers, 2011, p. 348). همچنین می‌توان به تأثیرات جمعی ماه محرم مانند کاهش قابل‌ملاحظه سطح جرم، تنش و رهایی از پریشانی‌های عاطفی اشاره کرد (حسین‌خانی و یکه‌فلاح، ۱۳۹۳، صص. ۵۴-۴۱). بنابراین در ماه‌های مذهبی، سرمایه‌گذاران یکسری از احساسات را تجربه می‌کنند که تأثیر مثبتی بر حالات روانی آنها می‌گذارد و این امر منجر به عقاید خوش‌بینانه‌ای که بر تصمیمات مالی تأثیر می‌گذارد، می‌شود و تمایل زیادی را در سرمایه‌گذار برای سرمایه‌گذاری ایجاد می‌کند (خرید افراطی) و بازده سهام در این ماه‌ها افزایش می‌یابد. براساس تئوری مالی‌رفتاری، تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران باعث انحراف قیمت‌سهام از قیمت‌های واقعی‌شده و منجر به قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌شود (Chen, 2013, pp. 101-126) و یا زمانی که سرمایه‌گذاران احساسی عمل کرده، مدیران تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند و نسبت به توانایی‌های خود و عملکرد پروژه‌های سرمایه‌گذاری شرکت خوش‌بین بوده و به‌طور اشتباه خالص ارزش فعلی آنها را بیش از واقع ارزیابی می‌کنند (Baker, Wurgler & Yuan 2012, pp. 272-287). در این راستا، سازوکارهای حاکمیت شرکتی به‌دلیل دسترسی به اطلاعات محرمانه شرکت‌ها و توانایی تأثیرگذاری بر تصمیم‌های مدیران شرکت‌ها می‌توانند تا حدودی از قیمت‌گذاری نادرست و تصمیمات اشتباه مدیران جلوگیری نمایند.

اهمیت این پژوهش را می‌توان از جهات مختلفی بیان نمود: **اول**، علاوه‌بر اینکه احساسات سرمایه‌گذاران به‌عنوان یکی از عوامل تأثیرگذار در جریان سرمایه و حرکت

کلی بازار سرمایه است، بررسی نقش مناسبت‌های مذهبی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و بازده‌سهام شرکت‌ها، می‌تواند موجب افزایش آگاهی سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها شود تا با دانشی بیشتر از اتلاف منابع کمیاب اقتصادی جلوگیری نمایند. **دوم**، انجام چنین پژوهشی موجب افزایش اطمینان سرمایه‌گذاران نسبت به وجود تبعات منفی تصمیمات مبتنی‌بر احساسات و ترغیب هرچه بیشتر آنها به اجتناب از بروز رفتارهای احساسی خواهد شد. همچنین بازار سهام ایران همانند سایر بازارهای سهام موجود در دنیا، در مقابل احساسات سرمایه‌گذاران تسلیم و به‌راحتی کارآیی خود را در زمینه تخصیص بهینه سرمایه از دست می‌دهد، لذا شناخت احساسات از طرفی برای سوق دادن بازار به سمت عقلانیت و از طرفی دیگر به‌عنوان مبنای طراحی راهبردهای سرمایه‌گذاری برای مدیران سرمایه‌گذاری می‌تواند حائز اهمیت باشد (سعیدی و فراهانیان، ۱۳۹۴، ص. ۱۲۴). کشف زوایای پنهان بازارهای مالی و مقایسه نتایج واقعی موجود در یک قلمرو زمانی خاص (ماه‌رمضان و ماه‌محرم) با مفاهیم و تئوری‌های ارائه‌شده در طول زمان‌بر پایه مفروضات خاص و درنهایت دستیابی به درک و شناخت عمیق‌تر و وسیع‌تر پیرامون آن تئوری از اهداف پژوهش مذکور است.

با توجه به تأثیر عوامل احساسی، آب‌وهوا، ساعات بهره‌مندی از نور خورشید، نتایج مسابقات ورزشی و حتی الگوی خواب معامله‌کنندگان بر قیمت سهام در بازارهای مالی (رهنمای رودپشتی و صالحی، ۱۳۸۹، ص. ۵۸۵)؛ انتظار بر این است که مناسبت‌های مذهبی نیز (به‌عنوان عاملی مهم و اثرگذار در حالات احساسی و رفتاری) می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد مؤثر باشد، لذا دستاورد پژوهش، افزایش دانش مخاطبین در زمینه نقش مناسبت‌های مذهبی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و بازده‌سهام شرکت‌ها با توجه به نقش حاکمیت شرکتی خواهد بود. یافته‌های این پژوهش می‌تواند برای قانون‌گذاران، تحلیل‌گران و فعالان بورس تهران بسیار کاربردی و مفید باشد.

در ادامه این پژوهش پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش ارائه خواهد شد. سپس روش‌شناسی و طرح پژوهش موردبحث قرار می‌گیرد.

درنهایت به تجزیه‌وتحلیل یافته‌ها و نتیجه‌گیری پژوهش پرداخته‌شده و پژوهش با ارائه پیشنهادهایی به پایان می‌رسد.

۱. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

در بسیاری مطالعات، دین عامل مؤثری بر محیط اقتصادی تشخیص داده‌شده است. برای مثال، برخی پژوهش‌ها به نقش دین در میل به پس‌انداز (Renneboog & Spaenjers, 2012, pp. 13-43)، سرمایه‌گذاری در سهام (Renneboog & Spaenjers, 2011, pp. 103-127) و گرایش‌های ریسکی (Kumar, Jeremy & Oliver, 2011, pp. 671-708) پرداخته‌اند. علاوه‌بر سطح فردی، برخی مطالعات در سطحی کلان این مسأله را مدنظر قرار داده و نقش دین در رشد اقتصادی (Barro & Mccleary, 2003, pp. 1-52)، حمایت از اعتباردهندگان (Stulz & Williamson, 2003, pp. 313-349) و قیمت‌گذاری سهام در عرضه‌های اولیه (Kumar, Jeremy & Oliver, 2011, pp 671-708)، را بررسی کرده‌اند.

مناسبت‌های تاریخی باعث تحریک احساسات سرمایه‌گذاران به سه وضعیت خوش‌بینی (خرید افراطی)، بدبینی (فروش افراطی) و یا نرمال می‌شود. هنگامی‌که سرمایه‌گذاران خوش‌بین هستند، تمایل به خرید سهام دارند در این حالت معامله‌گران اخلال‌گر با فشار قیمت‌ها منجر به افزایش خرید سهام و بالارفتن قیمت سهام نسبت به ارزش ذاتی می‌شوند و بازده موردانتظار دوره‌های آتی کاهش یابد و برعکس. بنابراین خرید سهام در دوره‌های خوش‌بینی و بدبینی نه‌تنها بازدهی اضافی ایجاد نمی‌نماید بلکه منجر به زیان‌های هنگفتی می‌شود.

بسیاری از پژوهش‌ها از ابعاد گوناگون ماه‌های مذهبی را مدنظر قرار داده‌اند. مطالعات آزمایشگاهی نشان داده با شرکت در مناسک مذهبی جمعی از سطح تشویش و اضطراب کاسته شده و بر سطوح رضایت‌مندی، نشاط معنوی و تعاملات اجتماعی افزوده می‌شود (Knerr & Pearl, 2008, pp. 11-13). این قالب روانی از طریق دو عامل بر رفتار جمعی تأثیر می‌گذارد: اول، سطح ریسک‌گریزی کاهش می‌یابد و دوم سطح خوش‌بینی افزایش می‌یابد. مطابق با پژوهش‌ها، خوش‌بینی و کاهش

ریسک‌گریزی از عوامل ایجاد رفتار جمعی است (Blasco et al, 2012, pp. 663-689). ماه رمضان تأثیر مثبتی بر حالات روانی افراد می‌گذارد که موجب بهبود حس‌همبستگی، مشارکت و هویت‌اجتماعی مسلمانان سراسر جهان شده و این امر منجر به عقاید خوش‌بینانه‌ای که بر تصمیمات مالی مسلمین تأثیر می‌گذارد، می‌شود. همچنین در ماه محرم، با توجه به مراسم‌های عزاداری و سخنرانی‌های که در ارتباط با شجاعت و دلاوری‌های امام حسین(ع) صورت می‌گیرد، حالت روانی و روحی مثبت مذهبی در سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود و آنها نسبت به سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده خوش‌بین بوده و ریسک بیشتری را پذیرا هستند و درنتیجه تحلیل‌های کمتری را در ارتباط با سرمایه‌گذاری انجام می‌دهند. بنابراین اعتقادات مذهبی با تأثیر بر احساسات و متعاقباً تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران باعث تغییر در بازده سهام می‌شوند.

در بسیاری از کشورهای اسلامی دو نوع تقویم مورداستفاده قرار می‌گیرد. در کسب‌وکارها و فعالیت‌های دولتی و معاملات تجاری از تقویم میلادی استفاده می‌شود. لیکن تقویم قمری که براساس ماه‌های اسلامی بنانهاده شده، تعیین‌کننده ایام تعطیل و مراسم‌های خاص در طول سال است. بازارهای مالی کشورهای اسلامی عمدتاً براساس ماه‌های میلادی فعالیت می‌کند، در ایران بازارهای مالی براساس ماه‌های شمسی فعالیت می‌کنند، اما تأثیر روزها و ماه‌های قمری در آن بی‌اهمیت نیست. بنابراین تأثیر این وقایع مهم تقویمی و اثراتی که بر شرکت‌ها و سرمایه‌گذاری در سطح خرد و کلان در بورس اوراق بهادار دارند، می‌تواند قابل‌تأمل باشد و به‌عنوان الگویی در جهت شناخت تورش‌های رفتاری حاصل‌شده از این وقایع، بیانجامد.

سرمایه‌گذاران هنگام سرمایه‌گذاری تمام جوانب را در نظر می‌گیرند و عقلایی‌ترین تصمیم را اتخاذ می‌نمایند (Bolhuis & Goodman, 2005, p. 62)؛ اما مشکل این است که مفهوم انسان عقلایی، مفهوم کاملاً روشن و بی‌ابهامی نیست و تصمیم‌گیری‌های انسان به طریقی از فرض‌های استاندارد علم اقتصاد منحرف می‌شود؛ چون عوامل غیرعقلایی در این فرآیند سهیم‌اند (Monahan, 2000, pp. 325-341). عوامل غیرعقلایی همچون احساسات، فرهنگ، سن، شخصیت، روزهای آخر هفته و جنسیت ازجمله عواملی هستند که تأثیر به‌سزایی در رفتار افراد در موقعیت‌های مختلف

تصمیم‌گیری دارند (Leeves & Herbert, 2014, pp. 377-385). براساس رویکرد مالی‌رفتاری، سرمایه‌گذاری باید با دخالت متغیّرهای رفتاری تدوین گردد. دو پیش‌فرض اساسی در مالی‌رفتاری وجود دارد. اول اینکه سرمایه‌گذاری با شرایط بازار و احساسات موجود انجام می‌شود؛ دوم اینکه تعادل بازار با تغییرات این احساسات تغییر می‌کند. براساس این دو فرض، راهبردهای سرمایه‌گذاری باید با دخالت دادن متغیّرهای رفتاری تدوین گردد.

احساسات بازار عبارت است از فضای رونق (خوش‌بینی) یا رکود (بدبینی) بازار. هنگامی‌که بازار در حالت رونق است، سرمایه‌گذاران تمایل دارند سهام را حتی به قیمت بالاتر از ارزش واقعی خریداری نمایند. در این حالت سرمایه‌گذاران گرایش به پذیرش ریسک بیشتری دارند که این حاکی از اعتماد به بازار و شرایط اقتصادی است. در این حالت انتظار آنها از بازار، ادامه روند است و پیش‌بینی می‌کنند قیمت‌ها بازهم افزایش خواهد یافت (Kim, Seo & Kim, 2016, pp. 767-796) و برعکس. مسأله‌ای که در بازار بورس ایران وجود دارد رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بورسی است؛ برخی از سهامداران به‌ویژه سهامداران با نگرش ویژه و انحصاری، در بازار هیجاناتی به‌وجود می‌آورند و با تحریک احساسات سایرین، آنها را به رفتار توده‌وار سوق می‌دهند. همواره کارشناسان بازار سرمایه در ارتباط با حضور احساسی سرمایه‌گذاران توصیه‌هایی داشتند و از سرمایه‌گذاران خواسته‌اند، بدون اطلاعات کافی وارد بازار بورس نشوند، از خریدوفروش هیجانی در بازار اجتناب کنند، به شایعات و اخبار غیررسمی در مورد شرکت‌ها توجه نکنند، از سفته‌بازی در بازار سهام اجتناب کنند، و استراتژی خود را برمبنای دیدگاه میان‌مدت و بلندمدت قرار دهند. چنین مواردی نشانه از تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه است. البته از طرفی دیگر، بروز رفتارهای احساسی از طرف سرمایه‌گذاران بورسی متأثر از عوامل دیگری از قبیل مسائل سیاسی و اقتصادی است (شعری‌آناقیز، حساس یگانه، سدیدی و نره‌ئی، ۱۳۹۵، ص. ۳).

احساسات سرمایه‌گذاران برسطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثرمی‌گذارند؛ به‌عنوان نمونه اگر سرمایه‌گذاران خوش‌بین باشند، اطلاعات منفی را نادیده می‌گیرند و به اطلاعات مثبت واکنش شدید نشان می‌دهند، درنتیجه قیمت سهام را بیش‌ازحد

ارزشیابی می‌کنند؛ بنابراین احساسات سرمایه‌گذاران موجب قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌شوند و برسطح سرمایه‌گذاری شرکت‌ها اثر می‌گذارند، و به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری نادرست توسط مدیران شرکت‌ها منتج می‌شود. از طرف دیگر، طبق مسأله تئوری نمایندگی، همواره مدیران در جهت منافع سهامداران و مالکان گام برنمی‌دارند و اغلب به‌دنبال حداکثرکردن منافع خود هستند، به همین دلیل ممکن است اثر احساسات سرمایه‌گذاران بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت نامطلوب باشد، در این صورت، حاکمیت شرکتی می‌تواند در راستای جلوگیری از سوءاستفاده مدیران در جهت منافع شخصی خود نقش اساسی و مهمی را ایفاء نموده و موجب بهبود عملکرد شرکت‌ها شود (داغبندان، نجفی و تسخیری، ۱۳۹۴، ص.4). براساس تئوری نمایندگی، مکانیسم‌های معقول حاکمیت شرکتی، انگیزه‌ها و نظارت‌هایی را سبب می‌گردند که می‌تواند منجر به ترغیب مدیران به تصمیم‌گیری برای دنبال کردن ارزش بالاتر شرکت شود. شرکت‌های با مکانیسم‌های حاکمیت شرکتی بهتر ممکن است بتوانند مدیران خود را به اتخاذ تصمیم‌های مناسب روی پروژه‌های با خالص ارزش فعلی وادارند. افزون بر این، آنها می‌توانند مدیران خود را به اجتناب از بیش سرمایه‌گذاری تنها به‌منظور استقبال از گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تشویق کنند (داغبندان، نجفی و تسخیری، ۱۳۹۴، ص. ۴).

پژوهش‌های متعددی در ارتباط با موضوع پژوهش و اثرات آن از سوی پژوهشگران داخلی و خارجی انجام‌شده است. که در ادامه برخی از مهم‌ترین آنها مرور می‌گردد.

ستایش و شمس‌الدینی (۱۳۹۵) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس را موردبررسی قرار داده‌اند و برای محاسبه شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذاران شش متغیّر، «اثر زیان‌گریزی»، «اثر برگشت بلندمدت»، «اثر مومنتوم»، «اثر اندازه»، «نسبت سرمایه سهام» و «صرف ارزش» را مورد آزمون قرار داده‌اند. نتایج پژوهش نشان داد که متغیّرهای «اثرمومنتوم» و «صرف ارزش سهام»، از

دیدگاه نسبت سود به قیمت هر سهم دارای ارتباط مثبت معنادار و متغیّر «اثر زیان‌گریزی» دارای ارتباط منفی معناداری با قیمت سهام هستند. اما بین سه متغیّر «اثر برگشت بلندمدت»، «اثر اندازه» و «صرف ارزش سهام» از دیدگاه نسبت سود به خالص جریان‌های نقدی هر سهم باقیمت سهام رابطه معناداری یافت نشد.

نیک‌بخت، حسین‌پور و اسلامی مفیدآبادی (۱۳۹۵) در مقاله‌ای با عنوان «بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام»، برمبنای مدل ارزیابی باقیمانده پرداختند. در این مقاله با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره ۶ ساله، شاخص رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به‌دست آورده شد و تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر چشم‌انداز رشد عایدات موردانتظار و نرخ بازده مورد توقع نیز موردبررسی قرارگرفته شده است. علاوه‌براین، تأثیر مشترک رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر روی قیمت سهام، ازطریق روش همبستگی بررسی‌شده است. نتایج نشان داد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات موردانتظار را تغییر می‌دهد و سپس بر روی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد. هرچند رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر نرخ بازده مورد توقع تأثیر معنی‌داری ندارد. همچنین، تقابل اطلاعات حسابداری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، قیمت سهام را در نوسانات بالای عایدات توضیح می‌دهد. لازم به ذکر است، اطلاعات حسابداری هنگامی‌که عایدات باثبات‌تر باشد اثرگذاری بیشتری بر قیمت‌های سهام دارد، درحالی‌که رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران هنگامی‌که عدم‌اطمینان اطلاعاتی بیشتری وجود دارد بر روی قیمت سهام تأثیر بیشتری می‌گذارد.

شعری‌آناقیز، حساس یگانه، سدیدی و نره‌ئی (۱۳۹۵) در مقاله‌ای را با عنوان «تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری» داده‌های مربوط به ۱۳۸ شرکت را به‌عنوان نمونه با انتخاب به روش حذف سامانمند (غربالگری) طی دوره زمانی ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۴ استفاده کردند. تأثیر متغیّر مربوط به تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران (شاخص احساس بازار سرمایه) بر کارایی سرمایه‌گذاری (بر مبنای مدل ریچاردسون[1]، ۲۰۰۶) از طریق مدل رگرسیون چند متغیّره

به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی با اثرات ثابت بررسی شد. برای ارزیابی حاکمیت شرکتی از مدل حساس یگانه– سلیمی (۱۳۹۰) با ۹۳ شاخص، استفاده شد و سپس نقش حاکمیت شرکتی بر رابطه مذکور با استفاده از مدل رگرسیونی دیگری موردبررسی قراردادند. نتایج پژوهش نشان داد، تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر منفی معناداری بر کارایی سرمایه‌گذاری دارد. اما حاکمیت شرکتی علاوه‌بر داشتن رابطه مثبت معناداری با کارایی سرمایه‌گذاری، توانایی تعدیل اثرات نامطلوب تصمیم‌گیری احساسی بر کارایی سرمایه‌گذاری را دارد.

تهرانی و بیگی‌نیا (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با عنوان «تأثیر ماه‌های مذهبی بر بورس اوراق بهادار تهران» روی شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۸۴/۱۱/۱۱ تا ۸۶/۰۹/۱۶ با استفاده از مدل گارچ متقارن انجام دادند. نتایج پژوهش حاکی از این است ماه محرم تأثیر معناداری بر بازدهی، نوسان‌پذیری بازده و حجم معاملات بورس تهران ندارد، ماه رمضان بر نوسان‌پذیری بازده تأثیرمعناداری داشته ولی بر بازدهی و حجم معاملات اثرمعنادارنداشته؛ و ماه ذی‌الحجه بر بازدهی و نوسان پذیری بازده مؤثر بوده ولی بر حجم معاملات اثر معناداری ندارد.

سینایی و محمدی (۱۳۹۱) در مقاله‌ای با عنوان «تحلیل تأثیر ماه رمضان بر بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۸» تأثیر ماه‌های مذهبی بر بورس اوراق بهادار تهران در بازه مزبور را موردبررسی قرار داده‌اند که از مدل رگرسیون معمولی و مدل‌های گارچ برای برآورد مدل‌های بازدهی و نوسان‌پذیری استفاده نمودند. بررسی داده‌های مربوط به بازدهی و نوسان‌پذیری نشان داد که نتایج مربوط به تأثیر ماه رمضان بر بازدهی و نوسان‌پذیری در دوره اصلی و دوره‌های فرعی اول (پررونق) و دوم (کم رونق) برای شاخص‌های مختلف متفاوت است. ماه رمضان بر میانگین بازدهی شاخص‌های کل، قیمت و بازده نقدی، بازار اول، بازار دوم و صنعت تأثیر معناداری ندارد، اما بر شاخص مالی تأثیر آن معنادار است و بر نوسان‌پذیری بازدهی شاخص‌های کل، قیمت و بازده نقدی، بازار دوم و مالی تأثیر منفی و معنادار دارد.

راعی و شیرزادی (۱۳۸۷) در مقاله‌ای با عنوان «بی‌قاعدگی‌های تقویمی و غیرتقویمی در بازارهای مالی» نشان دادند که در بورس اوراق بهادار تهران به شکلی

معنادار سرمایه‌گذاران شاهد وجود بی‌قاعدگی تقویمی در مقطع زمانی ۱۳۷۱ تا ۱۳۸۴ بوده‌اند. مقاله آنان به بی‌قاعدگی‌های تقویمی و غیرتقویمی بازار سهام که در مواجهه با تئوری بازارکارآ قرار می‌گیرند نیز اشاره نموده و همچنین به بررسی اثر ماه‌های شمسی و قمری بر رشد شاخص و حجم معاملات بورس پرداخته است. درمجموع پژوهش مذکور به این نتیجه دست‌یافته است که به‌دلیل وجود اثرات غیرعادی ماهانه، الگوی خاصی در رفتار بازار وجود دارد. همچنین پژوهش موردبحث به این مطلب اشاره‌کرده است که بورس تهران حتی در سطح ضعیف یا نیمه قوی کارا نبوده و رفتار قیمتی سهام تابع الگوی تصادفی صرف نیست.

ابونوری و ایزدی (۱۳۸۵) در مقاله‌ای با عنوان «ارزیابی اثر روزهای هفته در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوهای آرچ و گارچ» به بررسی اثر روزهای هفته در بازار سهام تهران پرداختند. آنان در پژوهش خود، فرضیه‌های مربوط به اثر روزهای هفته بر بازده شاخص کل سهام و نیز به تفکیک برای شاخص‌های صنایع را به کمک مدل‌های آرچ و گارچ آزمون نمودند. در پژوهش مذکور برای آزمون فرضیه‌ها از اطلاعات سری زمانی، روزهای هفته شاخص کل در بازه زمانی ۱۳۸۲-۱۳۷۱ و دو زیر دوره ۱۳۸۱-۱۳۷۱ و سال ۱۳۸۲ به تفکیک ۱۵ صنعت استفاده‌شده است. نتایج کل دوره حاکی از اثر منفی شنبه و چهارشنبه بوده است، به‌گونه‌ای که در زیر دوره اول، اثر سه‌شنبه منفی ولی در زیر دوره دوم اثر شنبه، یکشنبه، و دوشنبه منفی بوده است. نتایج مربوط به شاخص‌های صنایع نیز به وجود اثر روزهای هفته در نه صنعت از میان پانزده صنعت، اشاره داشته است که نتیجه کلی فقدان کارایی در بازار اوراق بهادار تهران بوده است.

بوجیلبن و عبدالهادی[۲] (۲۰۱۵) در مقاله‌ای با عنوان «آیا مراسم حج بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟» نتیجه گرفتند که آیین مراسم حج منجر به تغییر حالت روانی و احساسات مثبت در سرمایه‌گذاران می‌شود که بازده‌سهام را در بازارهای مالی کشورهای اسلامی را افزایش می‌دهد.

آلمودهاف[۳] (۲۰۱۲) در مقاله‌ای با عنوان «اثرات تقویم اسلامی: شواهدی از دوازده بازار سهام» در رابطه با بررسی اثرات تقویم اسلامی در بازار سهام دوازده کشور انجام

گردیده است نشان می‌دهد که اثر ماه‌رمضان به‌طور قابل‌توجهی باعث افزایش بازده‌سهام در بازار سهام کشورهای اردن، کویت، پاکستان و ترکیه نسبت با سایر ماه‌ها شده است.

بیالوفسکی، اعتباری و ویسنیوسکی[۴] (۲۰۱۲) در مقاله‌ای با عنوان «تقوا و سود: ناهنجاری بازار سهام در ماه مبارک مسلمانان» نشان دادند که ماه رمضان به‌دلیل احساس همبستگی و تعاملات اجتماعی باعث رفتارهای خوش‌بینانه در بین سرمایه‌گذاران می‌شود و بازده‌سهام در این ماه بیشتر از سایر ماه‌های سال است.

۲. فرضیه‌های پژوهش

فرضیه‌های این پژوهش در قالب چهار فرضیه اصلی قابل‌بیان است:

۱. تفاوت معنی‌داری بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام در ماه رمضان در مقایسه با سایر ماه‌ها وجود دارد.
۲. تفاوت معنی‌داری بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام در ماه محرم در مقایسه با سایر ماه‌ها وجود دارد.
۳. حاکمیت شرکتی، تأثیر ماه رمضان بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام را تعدیل می‌نماید.
۴. حاکمیت شرکتی، تأثیر ماه محرم بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام را تعدیل می‌نماید.

۳. روش‌شناسی پژوهش

مقاله حاضر ازنظر هدف، پژوهشی کاربردی محسوب می‌شود و در زمره تحقیقات پس‌رویدادی قرار می‌گیرد. برای جمع‌آوری داده‌های مربوط به بخش تجربی و آزمون فرضیه‌های پژوهش از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران منتشرشده در سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران و در مواردی نیز با استفاده از بانک‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران گردآوری‌شده است. در این پژوهش برای اندازه‌گیری گرایش احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش احساسی بازار سرمایه استفاده می‌شود و برای اندازه‌گیری بازده سهام از نسبت کل عایدی حاصل از سرمایه‌گذاری در یک دوره معیّن نسبت به سرمایه‌گذاری انجام‌شده طی آن دوره

است، همچنین از اندازه هیأت‌مدیره، حضور مدیرعامل در هیأت‌مدیره، حسابرسی شرکت، وجود حسابرس داخلی، استفاده از متخصصین مالی و اظهارنظر حسابرس به‌عنوان متغیّرهای حاکمیت شرکتی استفاده می‌شود. نمونه این پژوهش، از تاریخ ۱۳۹۲/۰۸/۱۴ شمسی مصادف با ۱۴۳۵/۰۱/۰۱ (اول محرم) قمری تا تاریخ ۱۳۹۷/۰۶/۱۹ شمسی مصادف با ۱۴۳۹/۱۲/۲۹ (آخر ذی‌الحجه) قمری یعنی ۶۰ ماه‌قمری است. و تعداد ۱۳۲ شرکت در طی دوره زمانی مذکور به‌عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

۳-۱. متغیّرهای پژوهش و اندازه‌گیری آنها

۳-۱-۱. گرایش احساسی سرمایه‌گذاران

روش‌های اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران را می‌توان به سه دسته تقسیم کرد، اولین گروه از شاخص‌های اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران مبتنی‌بر روش‌های پیمایشی بوده و به‌طورمستقیم گرایش‌های احساسی بازار را اندازه‌گیری می‌کند، که از این گروه می‌توان به شاخص‌تمایلات مصرف‌کنندگان میشیگان نام برد. در نقطه مقابل روش‌های مستقیم، روش‌های غیرمستقیم قرار دارد که برای اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از داده‌های مالی بهره می‌گیرند از این گروه می‌توان به شاخص عدم‌تعادل در خریدوفروش و شاخص بارن اشاره کرد. دسته سوم از روش‌های اندازه‌گیری مربوط به روش‌های ترکیبی است که معروف‌ترین آن شاخص ترکیبی ارائه‌شده توسط (Baker &Wurgler, 2006, pp. 1645-1680) است. در این پژوهش برای اندازه‌گیری تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش احساسی بازار سرمایه استفاده می‌شود این شاخص توسط باندوپادهایاها و جونز[۵] (۲۰۰۵) و با تعدیل مدل ارائه‌شده توسط پرساود[۶] (۱۹۹۶) بسط داده‌شده است. بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از رابطه (۱) قابل‌محاسبه است:

رابطه (۱):

$$SENT = \frac{\sum(R_{it}-\overline{R_r})(R_{iv}-\overline{R_v})}{[\sum R_{it}-\overline{R_r})2(R_{iv}-\overline{R_v})2]^{\frac{1}{2}}}$$

R_{it}: رتبه بازده ماهانه سهام شرکت.

R_v: میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های نمونه.
R_{iv}: رتبه نوسان‌پذیری تاریخی بازده سهام شرکت، برای محاسبه نوسان‌پذیری تاریخی بازده سهام از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده می‌شود.
R_v: میانگین رتبه نوسان‌پذیری تاریخی سهام شرکت‌های نمونه است.

۳-۲. بازده سهام

بازده سهام که به‌عنوان متغیّر وابسته پژوهش در مدل‌های رگرسیونی به‌کار گرفته می‌شود از طریق رابطه (۲) محاسبه می‌شود:

رابطه (۲):
$$R_t = \frac{(1+a)P_t + DPS_t - P_t - C}{P_t}$$

در رابطه (۲)، R_t بازده سهام عادی، P_{t+1} قیمت سهام شرکت در پایان دوره، P_t قیمت سهام شرکت در ابتدای دوره، DPS_t سود نقدی تعلق‌گرفته به سهام شرکت، αدرصد افزایش (از محل اندوخته یا آورده نقدی و مطالبات) و C آورده نقدی به هنگام افزایش سرمایه است.

۳-۳. ماه‌های رمضان و محرم

ماه‌های رمضان و محرم به کمک متغیّرهای مجازی صفر و یک تعریف می‌گردد. یعنی داده‌های مربوط به متغیّرهای وابسته در ماه‌های رمضان و محرم مقدار یک و در سایر ماه‌ها صفر می‌گیرد.

۳-۴. حاکمیت شرکتی

متغیّرهایی که برای سنجش سطح حاکمیت شرکتی مورداستفاده قرار می‌گیرند عبارتنداز:

۱. حضور مدیرعامل در هیأت مدیره: اگر مدیرعامل عضو هیأت مدیره باشد، عدد یک در غیراینصورت صفر.
۲. اندازه هیأت مدیره: اگر اعضای هیأت مدیره از پنج نفر بیشتر باشند، عدد یک در غیراینصورت صفر.
۳. حسابرسی شرکت: اگر سازمان حسابرسی، حسابرس مستقل شرکت است، عدد یک در غیراینصورت صفر.

۴. وجود حسابرس داخلی: اگر شرکت دارای حسابرس داخلی باشد، عدد یک در غیراینصورت عدد صفر.
۵. استفاده از متخصصین مالی: استفاده از متخصصین مالی عدد یک در غیراینصورت عدد صفر.
۶. اظهارنظر حسابرس: اظهارنظر مقبول عدد یک در غیراینصورت عدد صفر.

۳-۵. متغیرهای کنترلی

متغیّرهای کنترلی در این پژوهش به‌صورت زیر است:

جدول (۱): متغیّرهای کنترلی

علامت اختصاری	تعریف عملیاتی متغیّرهای کنترلی پژوهش
$Levrage_{i,t}$	اهرم مالی: نسبت بدهی به کل دارایی‌های شرکت
$Ln(Size)_{i,t}$	اندازه شرکت: لگاریتم کل فروش شرکت
$Liquidty_{i,t}$	نسبت جاری: از طریق تقسیم دارایی‌های جاری به بدهی‌های جاری به‌دست می‌آید.
$Cash\ flow_{i,t}$	جریان نقد عملیاتی: از طریق تقسیم جریان نقد عملیاتی به جمع کل دارایی‌ها به‌دست می‌آید.

منبع: یافته‌های تحقیق

✓ فرضیه اول پژوهش:

تفاوت معنی‌داری بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام در ماه رمضان در مقایسه با سایر ماه‌ها وجود دارد. برای سنجش فرضیه مذکور، فرضیه آماری زیر را مورد آزمون قرار خواهد گرفت:

H_0 رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام در ماه رمضان با سایر ماه‌ها تفاوت معناداری ندارد

H_1 رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام در ماه رمضان با سایر ماه‌ها تفاوت معناداری دارد

مدل رگرسیونی متناظر با آزمون فرضیه مذکور به‌صورت زیر است:

رابطه (۳):

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t} + \beta_2 Dum - R_{i,t} + \beta_3 SENT_{i,t} * Dum - R_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 LIQ_{i,t} + \beta_7 CASH\ Flow_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن R_{it}: بازده سهام، $SENT_{it}$: گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، $Dum\text{-}R_{it}$: متغیّر دو حالتی برای تفکیک ماه رمضان از سایر ماه‌ها، $Size_{it}$: اندازه شرکت، LEV_{it}: اهرم مالی، LIQ_{it}: نسبت جاری (شاخص نقدینگی)، $CASH\ Flow_{it}$: جریان نقدی عملیاتی و E_{it} خطای مدل رگرسیونی است. در مدل رگرسیونی مذکور درصورتی‌که ضریب β_1 دارای سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ باشد تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سرمایه‌گذاران معنادار است و درصورتی‌که ضریب β_3 دارای سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ باشد رابطه در ماه‌رمضان متفاوت از سایر ماه‌ها خواهد بود؛ در گام نخست اجرای مدل رگرسیونی با استفاده از آزمون F لیمر می‌توان وجود ناهمگنی را در بین مقاطع مشخص کرد. فرضیه صفر آمارهF مبتنی‌بر همگن بودن مقاطع (پولینگ دیتا بودن داده‌های آماری) است. چنانچه فرضیه صفر رد شود، فرضیه مقابل آن مبتنی‌بر وجود ناهمگنی بین مقاطع (پانل دیتا بودن داده‌های آماری) پذیرفته می‌شود. اگر F لیمر محاسبه شده از F لیمر جدول کوچکتر باشد از داده‌های تلفیقی و در غیراینصورت از داده‌های تابلویی استفاده می‌شود (نوروزی، تقی‌پوریانی گیلانی و فرجی، ۱۳۹۷، ص. ۵۰).

جدول (۲): آزمون F لیمر برای تعیین روش پانل یا پولینگ

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
1.938469	(131,7892)	0.0000	پانل دیتا در اجرا مدل مناسب است

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون F لیمر در جدول (۲) بیانگر رد فرضیه صفر و وجود ناهمگنی بین مقاطع در سطح ۵ درصد است. درواقع بیانگر مناسب بودن روش پانل دیتا برای برآورد مدل نیز می‌باشد. بنابراین برای تعیین اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده خواهد شد که نتایج آن در جدول (۳) ارائه‌شده است.

جدول (۳): آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت یا تصادفی

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
17.527671	7	0.0411	پانل با اجرای اثرات ثابت

منبع: یافته‌های تحقیق

در آزمون هاسمن، فرضیه صفر آن مبتنی‌بر تصادفی بودن خطاهای برآوردی است که نتایج آن در جدول (۳) انعکاس یافته است. نتایج بیانگر آن است که در این مورد فرضیه صفر رد شده و اثرات ثابت برای برآورد مدل مناسب است.

در جدول (۴) برآورد ضرایب رگرسیونی برای هر یک از متغیّرهای پیش بین مدل رگرسیونی ارائه‌شده است.

جدول (۴): خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی و برآورد ضرایب

متغیّرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
ضریب ثابت	β_0	-0.721671	0.329444	-2.190574	0.0289	
گرایش احساسی سرمایه‌گذاران ($SENT_{it}$)	β_1	0.527694	0.172211	3.064229	0.0021	مستقیم و معنادار
شاخص ماه رمضان ($Dum\text{-}R_{it}$)	β_2	0.580516	0.205926	2.819051	0.0048	مستقیم و معنادار
اثر توأم گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و ماه رمضان	β_3	0.416640	0.142093	2.932164	0.0033	مستقیم و معنادار
اندازه شرکت ($Siza_{it}$)	β_4	0.000417	0.009711	0.042945	0.9658	معنادار نیست
اهرم مالی (LEV_{it})	β_5	-0.044147	0.019044	-2.318180	0.0208	معکوس و معنادار
نسبت جاری (LIQ_{it})	β_6	0.058374	0.019470	2.998207	0.0028	مستقیم و معنادار
جریان نقدی عملیاتی ($CASHFlow_{it}$)	β_7	0.024889	0.028314	0.879032	0.3798	معنادار نیست
نتایج کلی مدل	ضریب تعیین		0.192420	آماره F		4.098762

متغیّرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
		تعدیل‌شده				
		آماره دوربین واتسون		2.075644	سطح معناداری	0.000000

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج جدول (۴) نشان می‌دهد که آماره فیشر($F_{df1, df2}$ = ۴/۰۹۸) بیشتر از آماره متناظر در جدول فیشر است، لذا مدل برازش داده‌شده معنادار نیز می‌باشد (p-value = ۰/۰۰۰ < ۰/۰۵). ضریب تعیین تعدیل‌شده در مدل رگرسیونی نشان می‌دهد که ۱۹/۲۴ درصد از تغییرات بازده‌سهام شرکت بر اثر تغییرات متغیّر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، شاخص ماه‌رمضان به همراه تغییرات در متغیّرهای کنترلی می‌باشد. با توجه به نتایج جدول (۴)، ضریب رگرسیونی متناظر با متغیّر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران ۰/۵۲۷ و سطح معناداری مربوط به آن ۰/۰۰۲۱ و کمتر از ۰/۰۵ است، لذا تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام مستقیم و معنادار نیز می‌باشد. از طرفی ضریب رگرسیونی متناظر با اثر توأم گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و شاخص ماه‌رمضان ۰/۴۱۶ و سطح معناداری مربوط به آن ۰/۰۰۳۳ و کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین در صورت اعمال شاخص ماه رمضان و ضرایب رگرسیون در مدل (۳) می‌توان این‌گونه استنباط نمود که ضریب رگرسیونی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده‌سهام در ماه‌رمضان ۰/۹۴۴ = ۰/۴۱۶ + ۰/۵۲۷ = $\beta_1+\beta_3$ و در سایر ماه‌ها β_1 = ۰/۵۲۷؛ لذا با در نظر گرفتن معناداری ضرایب رگرسیونی نتیجه گرفته خواهد شد که تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده‌سهام در ماه‌رمضان قوی‌تر از سایر ماه‌های سال است و فرضیه اول پژوهش مبنی‌بر اینکه «تفاوت معنی‌داری بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام در ماه‌رمضان در مقایسه با سایر ماه‌ها وجود دارد» با اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود.

- ✓ فرضیه دوم پژوهش:

تفاوت معنی‌داری بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام در ماه‌محرم در مقایسه با سایر ماه‌ها وجود دارد .برای سنجش فرضیه مذکور، فرضیه آماری زیر را مورد آزمون قرار خواهد گرفت:

H_0 رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام در ماه محرم با سایر ماه‌ها تفاوت معناداری ندارد

H_1 رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام در ماه محرم با سایر ماه‌ها تفاوت معناداری دارد

مدل رگرسیونی متناظر با آزمون فرضیه مذکور به‌صورت زیر است:

رابطه (۴):

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t} + \beta_2 Dum - R_{i,t} + \beta_3 SENT_{i,t} * Dum - M_{i,t} + \beta_4 Size_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 LIQ_{i,t} + \beta_7 CASH\ Flow_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن $Dum\text{-}M_{it}$: متغیّر دو حالتی برای تفکیک ماه محرم از سایر ماه‌ها است.

جدول (۵): آزمون F لیمر برای تعیین روش پانل یا پولینگ

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
3.885725	(131,7892)	0.0000	پانل دیتا در اجرا مدل مناسب است

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون F لیمر در جدول (۵) بیانگر مناسب بودن روش پانل دیتا برای برآورد مدل است. بنابراین برای تعیین اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده خواهد شد که نتایج آن در جدول (۶) ارائه‌شده است.

جدول (۶): آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت یا تصادفی

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
16.110783	7	0.0408	پانل با اجرای اثرات ثابت

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون هاسمن بیانگر آن است که در این مورد فرضیه صفر رد شده و اثرات ثابت برای برآورد مدل مناسب است. در جدول (۷) برآورد ضرایب رگرسیونی برای هر یک از متغیّرهای پیش‌بین مدل رگرسیونی ارائه‌شده است.

جدول (۷): خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی و برآورد ضرایب

متغیّرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
ضریب ثابت	β_0	-1.071751	0.271074	-3.953719	0.0001	
گرایش احساسی سرمایه‌گذاران ($SENT_{it}$)	β_1	0.163449	0.009371	17.44265	0.0000	مستقیم و معنادار
شاخص ماه محرم ($Dum\text{-}R_{it}$)	β_2	0.037238	0.005720	6.509762	0.0000	مستقیم و معنادار
اثر توأم گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و ماه محرم	β_3	0.343269	0.144813	2.370439	0.0181	مستقیم و معنادار
اندازه شرکت ($Siza_{it}$)	β_4	0.058485	0.151201	0.386801	0.6991	معنادار نیست
اهرم مالی (LEV_{it})	β_5	-0.913474	0.005911	-154.5500	0.0000	معکوس و معنادار
نسبت جاری (LIQ_{it})	β_6	0.097161	0.018567	5.232863	0.0000	مستقیم و معنادار
جریان نقدی عملیاتی ($CASHFlow_{it}$)	β_7	0.139899	0.134759	1.038141	0.2999	معنادار نیست
نتایج کلی مدل		ضریب تعیین تعدیل‌شده	0.421645	آماره F	6.679222	
		آماره دوربین واتسون	2.043705	سطح معناداری	0.000000	

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج جدول (۷) نشان می‌دهد که آماره فیشر($F_{df1, df2}$ = ۶/۶۷۹) بیشتر از آماره متناظر در جدول فیشر است، لذا مدل برازش داده‌شده معنادار نیز می‌باشد (p = ۰/۰۰۰ < ۰/۰۵). ضریب تعیین تعدیل‌شده در مدل رگرسیونی نشان می‌دهد که ۴۲/۱۶ درصد از تغییرات بازده سهام شرکت بر اثر تغییرات متغیّر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، شاخص ماه‌محرم به همراه تغییرات در متغیّرهای کنترلی است. با توجه به نتایج جدول (۷)، ضریب رگرسیونی متناظر با متغیّر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران ۰/۱۶۳ و سطح معناداری مربوط به آن ۰/۰۰۱ و کمتر از ۰/۰۵ نیز می‌باشد؛ لذا تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده‌سهام مستقیم و معنادار است. از طرفی ضریب رگرسیونی متناظر با اثر توأم گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و شاخص ماه‌محرم ۰/۳۴ و سطح معناداری مربوط به آن ۰/۰۱۸ و کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین در صورت اعمال شاخص ماه‌محرم و ضرایب رگرسیون در مدل (۴) می‌توان این‌گونه استنباط نمود که ضریب رگرسیونی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام در ماه‌محرم $\beta_1+\beta_3$ = ۰/۱۶۳ + ۰/۳۴ = ۰/۵۰۳ و در سایر ماه‌ها β_1 = ۰/۱۶۳، لذا با در نظرگرفتن معناداری ضرایب رگرسیونی مذکور نتیجه گرفته خواهد شد که تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده‌سهام در ماه‌محرم قوی‌تر از سایر ماه‌های سال است و فرضیه دوم پژوهش مبنی‌بر اینکه «تفاوت معنی‌داری بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده‌سهام در ماه‌محرم در مقایسه با سایر ماه‌ها وجود دارد» با اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود.

- ✓ فرضیه سوم پژوهش

حاکمیت شرکتی، تأثیر ماه رمضان بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده‌سهام را تعدیل می‌نماید. برای سنجش فرضیه مذکور مدل رگرسیونی به‌صورت زیر است.

رابطه (۵):

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t} + \beta_2 Dum - R_{i,t} + \beta_3 SENT_{i,t} * Dum - R_{i,t} + \beta_4 G_{i,t} * SENT_{i,t} * Dum - R_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 LIQ_{i,t} + \beta_8 CASH\ Flow_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن: $Dum\text{-}R_{it}$ متغیّر دو حالتی برای تفکیک ماه رمضان از سایر ماه‌ها، G_{it}: حاکمیت شرکتی و E_{it} خطای مدل رگرسیونی است. در مدل رگرسیونی مذکور درصورتی‌که ضریب β_1 دارای سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ باشد تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام معنادار است و درصورتی‌که ضریب β_4 دارای سطح معناداری کمتر از ۰/۰۵ باشد حاکمیت شرکتی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده‌سهام در ماه رمضان را تعدیل می‌کند؛ در گام نخست اجرای مدل رگرسیونی با استفاده از آزمون F لیمر می‌توان وجود ناهمگنی را در بین مقاطع مشخص کرد.

جدول (۸): آزمون F لیمر برای تعیین روش پانل یا پولینگ

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
3.485213	(131,7874)	0.0000	پانل دیتا در اجرا مدل مناسب است

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون F لیمر در جدول (۸) بیانگر مناسب بودن روش پانل دیتا برای برآورد مدل است.

جدول ۹. آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت یا تصادفی

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
26.364975	8	0.0000	پانل با اجرای اثرات ثابت

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون هاسمن بیانگر آن است که در این مورد فرضیه صفر رد شده و اثرات ثابت برای برآورد مدل مناسب است.

جدول (۱۰): خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی و برآورد ضرایب

متغیّرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
ضریب ثابت	β_0	-0.177826	0.065692	-2.706984	0.0076	

متغیّرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
گرایش احساسی سرمایه‌گذاران ($SENT_{it}$)	β_1	0.206234	0.085438	2.413847	0.0161	مستقیم و معنادار
شاخص ماه رمضان ($Dum\text{-}R_{it}$)	β_2	-0.294067	0.103919	-2.83555	0.0024	مستقیم و معنادار
اثر توأم گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و ماه رمضان	β_3	0.040371	0.028059	1.438777	0.1508	مستقیم و معنادار
اثر توأم گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و ماه رمضان و حاکمیت شرکتی	β_4	0.013472	0.006033	2.232969	0.0260	مستقیم و معنادار
اندازه شرکت ($Siza_{it}$)	β_5	0.010266	0.009087	1.129686	0.2591	معنادار نیست
اهرم مالی (LEV_{it})	β_6	0.000153	0.001352	0.112910	0.9101	معنادار نیست
نسبت جاری (LIQ_{it})	β_7	-0.008832	0.024884	-0.354942	0.7231	معنادار نیست
جریان نقدی عملیاتی ($CASHFlow_{it}$)	β_8	0.160590	0.107235	1.497551	0.1348	معنادار نیست
نتایج کلی مدل	ضریب تعیین تعدیل‌شده		0.334841	آماره F		3.407872
	آماره دوربین واتسون		1.519966	سطح		0.000000

متغیّرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
					معناداری	

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج جدول (۱۰) نشان می‌دهد که آماره فیشر ($F_{df1, df2}$ = ۳/۴۰۷) بیشتر از آماره متناظر در جدول فیشر است، لذا مدل برازش داده‌شده معنادار نیز می‌باشد (۰/۰۵ > ۰/۰۰۰ = p). ضریب تعیین تعدیل‌شده در مدل رگرسیونی نشان می‌دهد که ۳۳/۴۸ درصد از تغییرات بازده سهام شرکت بر اثر تغییرات متغّیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، شاخص ماه‌رمضان و اثر توأم حاکمیت شرکتی بر متغیّرهای مذکور به همراه تغییرات در متغیّرهای کنترلی است. با توجه به نتایج جدول (۱۰)، ضریب رگرسیونی متناظر با متغیّر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران ۰/۲۰۶ و سطح معناداری مربوط به آن ۰/۰۱۶ و کمتر از ۰/۰۵ است؛ لذا تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده‌سهام مستقیم و معنادار می‌باشد؛ از طرفی ضریب رگرسیونی متناظر با اثر توأم گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و شاخص ماه رمضان ۰/۰۱۳ و سطح معناداری مربوط به آن ۰/۰۲۶ و کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین در صورت اعمال شاخص ماه‌رمضان و ضرایب رگرسیون در مدل (۵) می‌توان این‌گونه استنباط نمود که ضریب رگرسیونی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده‌سهام در ماه‌رمضان ۰/۲۵۹= ۰/۰۱۳ +۰/۰۴۰+ ۰/۲۰۶ = $\beta_1+\beta_3+\beta_4$ و در سایر ماه‌ها ۰/۲۰۶= β_1، لذا با در نظرگرفتن معناداری ضرایب رگرسیونی مذکور فرضیه سوم پژوهش مبنی‌بر اینکه «حاکمیت شرکتی، تأثیر ماه‌رمضان بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده‌سهام را تعدیل می‌نماید» با اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود.

✓ فرضیه چهارم پژوهش

حاکمیت شرکتی، تأثیر ماه محرم بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام را تعدیل می‌نماید. برای سنجش فرضیه مذکور مدل رگرسیونی به‌صورت زیر است.

رابطه (۶):

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SENT_{i,t} + \beta_2 Dum - M_{i,t} + \beta_3 SENT_{i,t} * Dum - M_{i,t} + \beta_4 G_{i,t} * SENT_{i,t} * Dum - M_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 LIQ_{i,t} + \beta_8 CASH\ Flow_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در گام نخست اجرای مدل رگرسیونی با استفاده از آزمون F لیمر می‌توان وجود ناهمگنی را در بین مقاطع مشخص کرد.

جدول (۱۱): آزمون F لیمر برای تعیین روش پانل یا پولینگ

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
1.900340	(131,7874)	0.0024	پانل دیتا در اجرا مدل مناسب است

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون F لیمر در جدول (۱۱) بیانگر رد فرضیه صفر و مناسب بودن روش پانل دیتا برای برآورد مدل است. بنابراین برای تعیین اثرات ثابت یا اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده خواهد شد که نتایج آن در جدول (۱۲) ارائه‌شده است.

جدول (۱۲): آزمون هاسمن برای تعیین اثرات ثابت یا تصادفی

آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه
17.527671	8	0.0411	پانل با اجرای اثرات ثابت

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج آزمون هاسمن بیانگر آن است که در این مورد فرضیه صفر رد شده و اثرات ثابت برای برآورد مدل مناسب است. در جدول (۱۳) برآورد ضرایب رگرسیونی برای هر یک از متغیّرهای پیش بین مدل رگرسیونی ارائه‌شده است.

جدول (۱۳): خلاصه نتایج برازش مدل رگرسیونی و برآورد ضرایب

متغیّرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
ضریب ثابت	β_0	1.091706	0.312107	3.497858	0.0006	
گرایش احساسی سرمایه‌گذاران ($SENT_{it}$)	β_1	0.044336	0.025235	1.756951	0.0805	معنادار نیست
شاخص ماه محرم ($Dum\text{-}R_{it}$)	β_2	-0.170281	0.034493	-4.936651	0.0000	معکوس و معنادار
اثر توأم گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و ماه محرم	β_3	0.079720	0.029771	2.677801	0.0081	مستقیم و معنادار
اثر توأم گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و ماه محرم و حاکمیت شرکتی	β_4	0.390370	0.165160	2.363590	0.0194	مستقیم و معنادار
اندازه شرکت ($Siza_{it}$)	β_5	-0.014929	0.028587	-0.522238	0.6021	معنادار نیست
اهرم مالی (LEV_{it})	β_6	-0.000577	0.035664	-0.016188	0.9871	معنادار نیست
نسبت جاری (LIQ_{it})	β_7	-2.161971	0.982500	-2.200480	0.0293	معکوس و معنادار
جریان نقدی عملیاتی ($CASHFlow_{it}$)	β_8	-0.034748	0.058049	-0.598599	0.5502	معنادار نیست
نتایج کلی مدل	ضریب تعیین		0.103470	آماره F		4.280977

متغیّرها	نماد ضریب	ضرایب	خطای استاندارد	آماره t	سطح معناداری	نتیجه
	تعدیل‌شده					
	آماره دوربین واتسون			1.863786	سطح معناداری	0.000202

منبع: یافته‌های تحقیق

نتایج جدول (۱۳) نشان می‌دهد که آماره فیشر ($F_{df1, df2}$ =۴/۲۸۰) بیشتر از آماره متناظر در جدول فیشر است، لذا مدل برازش داده‌شده معنادار نیز می‌باشد (۰/۰۵ > ۰/۰۰۰۲ = p). ضریب تعیین تعدیل‌شده در مدل رگرسیونی نشان می‌دهد که ۱۰/۳۴ درصد از تغییرات بازده سهام شرکت بر اثر تغییرات متغیّر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، شاخص ماه محرم و اثر توأم حاکمیت شرکتی بر متغیّرهای مذکور به همراه تغییرات در متغیّرهای کنترلی است. با توجه به نتایج جدول (۱۳)، ضریب رگرسیونی متناظر با متغیّر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران ۰/۰۴۴ و سطح معناداری مربوط به آن ۰/۰۸۰ و بیشتر از ۰/۰۵ است؛ از طرفی ضریب رگرسیونی متناظر با اثر توأم گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و شاخص ماه محرم ۰/۳۹۰ و سطح معناداری مربوط به آن ۰/۰۱۹ و کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین در صورت اعمال شاخص ماه محرم و ضرایب رگرسیون در مدل (۶) می‌توان این‌گونه استنباط نمود که ضریب رگرسیونی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام در ماه محرم ۰/۵۱۳= ۰/۳۹۰ +۰/۰۷۹ + ۰/۰۴۴ = $\beta_1+\beta_3+\beta_4$ و در سایر ماه‌ها ۰/۰۴۴= β، لذا با در نظرگرفتن معناداری ضرایب رگرسیونی مذکور، فرضیه چهارم پژوهش مبنی‌بر اینکه «حاکمیت شرکتی، تأثیر ماه محرم بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با بازده‌سهام را تعدیل می‌نماید» با اطمینان ۰/۹۵ تأیید می‌شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف از انجام این پژوهش بررسی نقش مناسبت‌های تاریخی اسلامی بر رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و بازده سهام با تأکید بر متغیّر تعدیل‌گری حاکمیت شرکتی است. نتیجه بررسی‌ها نشان می‌دهد که افراد با حالات روانی مثبت گرایش به تصمیم با دید خوش‌بینانه دارند، حتی هنگامی‌که وقایع و رویدادهای، طبیعی بوده قیمت‌های بازار می‌توانند توسط تغییرات حالت سرمایه‌گذاران تحت‌تأثیر قرار گیرند.

برای تفسیر مالی اطلاعات حاصل‌شده می‌توان گفت تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام در ماه رمضان قوی‌تر از سایر ماه‌های سال است. به‌نظر می‌رسد در طول ماه‌های مذهبی مسلمانان یک‌سری از احساسات را تجربه می‌کنند. ماه رمضان تأثیر مثبتی بر حالات روانی افراد می‌گذارد که موجب بهبود حس همبستگی، مشارکت و هویت اجتماعی مسلمانان سراسر جهان شده و این امر منجربه عقاید خوش‌بینانه‌ای که بر تصمیمات مالی تأثیر می‌گذارد، می‌شود و تمایل زیادی را در سرمایه‌گذار برای سرمایه‌گذاری ایجاد می‌کند (خرید افراطی) و بازده سهام در این ماه را افزایش می‌دهد. همچنین حالت خوش‌بینی باعث می‌شود سرمایه‌گذاران تبعیض کمتری قائل شوند و در ارتباط با سرمایه‌گذاری‌شان کمتر تحلیل‌گرا باشند. این مقاله با پژوهش‌های زیر همخوانی دارد:

- پژوهشی در سال ۲۰۱۲ میلادی توسط فهدآلمودهاف در رابطه با بررسی اثرات تقویم اسلامی در بازار سهام دوازده کشور انجام گردید.
- در پژوهشی در سال ۲۰۱۵ میلادی توسط بوجیلبن و عبدالهادی با موضوع «آیا مراسم حج بر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد؟» و همچنین بیالوفسکی و همکاران (۲۰۱۲) نشان‌دادند که ماه رمضان به‌دلیل احساس همبستگی و تعاملات اجتماعی باعث رفتارهای خوش‌بینانه در بین سرمایه‌گذاران می‌شود و بازده‌سهام در این ماه بیشتر از سایر ماه‌های سال است.

در خصوص فرضیه دوم با توجه به سطح معناداری می‌توان این‌گونه بیان نمود که در این مطالعه ماه محرم بر ارتباط بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و بازده‌سهام تأثیر دارد. به‌نظر می‌رسد با توجه به مراسم‌های عزاداری و سخنرانی‌های که در ارتباط

با شجاعت و دلاوری‌های امام حسین(ع) در ماه محرم صورت می‌گیرد، از سطح تشویش و اضطراب سرمایه‌گذاران کاسته شده و بر نشاط معنوی و تعاملات اجتماعی آنها افزوده می‌شود. در این صورت سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده خوش‌بین بوده و ریسک بیشتری را پذیرا می‌باشند و درنهایت آنها تمایل دارند سهام را بالاتر از ارزش واقعی خریداری نمایند که این امر منجر به بالارفتن بازده‌سهام می‌شود. بنابراین اعتقادات مذهبی با تأثیر بر احساسات و متعاقباً تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران باعث تغییر در بازده سهام می‌شوند.

نتایج آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم نشان می‌دهد که شاخص حاکمیت شرکتی دارای اثرمعنادار بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و بازده‌سهام در ماه‌های رمضان و محرم است. با توجه به تأیید فرضیه‌های اول و دوم مبنی‌بر اینکه تأثیرگرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام در ماه‌های رمضان و محرم نسبت به سایر ماه‌ها قوی‌تر است، لذا نیاز به یک ابزار کنترلی در شرکت‌ها در راستای جلوگیری از احساسات و هیجانات سرمایه‌گذاران احساس می‌شود. زمانی‌که سرمایه‌گذاران خوش‌بین باشند، اطلاعات منفی را نادیده می‌گیرند و به اطلاعات مثبت واکنش شدید نشان می‌دهند، درنتیجه قیمت‌ها را بیش‌ازحد ارزشیابی می‌کنند و برعکس، زمانی‌که سرمایه‌گذاران بدبین هستند اطلاعات مثبت را نادیده‌گرفته و به اطلاعات منفی واکنش شدید نشان می‌دهند و قیمت سهام را کمترازحد واقعی ارزشیابی می‌کنند. بنابراین احساسات سرمایه‌گذاران موجب قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌شوند. پس سازوکارهای حاکمیت شرکتی موجب می‌شود تا از قیمت‌گذاری نادرست سهام که به‌دلیل احساسات سرمایه‌گذاران ایجادشده است جلوگیری نماید. همچنین در شرکت‌هایی با سازوکارهای حاکمیت شرکتی به‌دلیل نظارت و ارزیابی بر خط‌مشی‌های مدیریت، مدیران از سرمایه‌گذاری‌های پرمخاطره که وضعیت آتی شرکت را به خطر می‌اندازد، اجتناب نموده و بدین‌ترتیب سرمایه‌گذاران در تصمیمات سرمایه‌گذاری و پیش‌بینی بازده‌سهام با عدم‌اطمینان کمتری مواجه شده که این به‌نوبه‌خود موجب کاهش نوسانات بازده‌سهام می‌شود. هرچه شرکت‌ها از سطح حاکمیت شرکتی بیشتری برخوردار باشند، احساسات سرمایه‌گذار اثر کمتری را بر بازده‌سهام خواهد داشت.

نتیجه به‌دست‌آمده با یافته‌های پژوهش کورنیادی و همکاران (۲۰۱۴) و نتیجه پژوهش دانگ (۲۰۱۱) همخوانی دارد. نتایج فوق‌الذکر دانسته‌های جدیدی را به مرزهای دانش می‌افزاید. اول اینکه برخلاف عمده تحقیقات داخلی و خارجی که به ماه‌های دینی از منظر خلاف قاعده‌های تقویمی نگاه کرده‌اند، یافته‌های پژوهش حاضر نشان می‌دهد که دین، عامل مؤثری بر شکل‌گیری تورش‌های رفتاری در بازار سهام است. لذا می‌توان با توجه به وفاق اجتماعی مهمی به نام دین، بسیاری از یافته‌های نوین مالی‌رفتاری را به ورطه آزمون کشید. این یافته‌ها می‌تواند هم برای حوزه رفتاری و هم برای حوزه مالی‌اسلامی قابل‌توجه باشد. دوم اینکه یافته‌های این پژوهش نکات جدیدی را به ادبیات موضوعی رفتار جمعی می‌افزاید. درحالی‌که توسعه مدل‌های پایه رفتار جمعی عمدتاً پیرامون آزمون تأثیر حجم، عملکرد بازار و سایر موارد ازاین‌دست می‌باشد، تحقیق حاضر نشان می‌دهد دین عامل مؤثری بر رفتار جمعی باشد.

برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود تأثیر سایر ماه‌های قمری مانند ذی‌الحجه و صفر بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و بازده‌سهام بررسی شود. همچنین بررسی نقش مناسبت‌های تاریخی ملی بر رابطه مذکور مناسب به‌نظر می‌رسد. لذا پیشنهاد می‌شود برای تحقیقات آتی تأثیر مواردی ازاین‌دست نیز لحاظ شود. همچنین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود هنگام سرمایه‌گذاری در مدل‌های قیمت‌گذاری و ارزشیابی، نقش احساسات را مدنظر قرار دهند زیرا قیمت‌گذاری بدون احساسات انحراف خواهد داشت. همچنین به مدیران پیشنهاد می‌شود که استقرار سازوکارهای حاکمیت شرکتی در شرکت را با جدیت دنبال کنند. و سرمایه‌گذاران، سرمایه‌گذاری در شرکت‌هایی را مدنظر قرار دهند که از سطح حاکمیت شرکتی بالاتری برخوردار هستند.

یادداشت‌ها

1. Richardson
2. Boujelbene & abdelhedi
3. Almudhaf
4. Bialkowski, Etebari & Wisniewski
5. Bandopadhaya & Jones
6 Persaud

کتابنامه

اسماعیل، ابونوری؛ و ایزدی، رضا (۱۳۸۵). ارزیابی اثر روزهای هفته در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوهای آرچ و گارچ. *فصلنامه تحقیقات اقتصادی*، ۱۸(۷۲)، ۱۹۰-۱۶۳.

تهرانی،رضا؛ و بیگی‌نیا، حسین(۱۳۹۱).بررسی تأثیر ماه‌های مذهبی بر بورس اوراق بهادار تهران .*فصلنامه دانش سرمایه‌گذاری*، ۱(۳)، ۲۵-۱.

حیدرپور، فرزانه؛ تاری‌وردی، یداله؛ و محرابی، مریم (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. *فصلنامه دانش مالی تحقیقات اوراق بهادار*، ۵(۱۳)،۱۷-۱.

حسین‌خانی، محمد؛ و یکه‌فلاح، محمد (۱۳۹۳). اثربخشی حضور در مراسم دهه اول محرم بر سطح دین‌داری عزاداران. *فصلنامه روانشناسی و دین*، ۷(۴)، ۵۴-۴۱.

حساس یگانه، یحیی (۱۳۸۵). حاکمیت شرکتی در ایران. *فصلنامه حسابرس*، ۸(۳۲)، ۳۲-۳۹.

داغبندان، الهیار؛ نجفی، علی‌اکبر؛ و تسخیری، علیرضا (۱۳۹۴). بررسی تأثیر حاکمیت شرکتی در کاهش عوارض نامطلوب احساسات سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شرکت. دومین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت، تهران: مرکز همایش‌های تلاش.

رهنمای‌رودپشتی، فریدون؛ و صالحی، اله‌کرم (۱۳۸۹). *مکاتب و تئوری‌های مالی و حسابداری مشتمل بر نظریات، فرضیات، مدل‌ها، تکنیک‌ها و ابزارها* (چاپ اول). تهران: دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز.

راعی، رضا؛ و سعید، شیرزادی (۱۳۸۷). بررسی الگوی تغییرات فصلی در بورس اوراق بهادار تهران، *فصلنامه پژوهشنامه اقتصادی*، ۸(۳۲)، ۱۷۰-۱۴۷.

ستایش، محمدحسین؛ و شمس‌الدینی، کاظم (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه پیشرفت‌های حسابداری*، ۸(۲۹)، ۱۲۵-۱۰۳.

سینایی، حسنعلی؛ و محمدی، سیدمهدی (۱۳۹۱). تحلیل تأثیر ماه مبارک رمضان بر بورس اوراق بهادار تهران، *دوفصلنامه تحقیقات مالی اسلامی*، ۲(۳)، ۱۹۹-۱۷۵.

شمس‌الدینی، کاظم؛ دانشی، وحید؛ و سیدی، فاطمه (۱۳۹۷). بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام. *فصلنامه دانش حسابداری*، ۹(۳۴)، ۱۶۳-۱۸۹.

شهرآبادی، ابوالفضل؛ و یوسفی، راحله (۱۳۸۶). مقدمه‌ای بر مالیه رفتاری. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*. ۱۸(۶۹)، ۳۳-۲۴.

شعری آناقیز، صابر؛ حساس یگانه، یحیی؛ سدیدی، مهدی؛ و نره‌ئی، بنیامین (۱۳۹۵). تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۸(۳۲)، ۳۷-۱.

سعیدی، علی؛ و فراهانیان، جواد (۱۳۹۴). *مبانی اقتصاد و مالی رفتاری* (چاپ دوم). تهران: سازمان بورس و اوراق بهادار.

عبدالهی، حمیدرضا (۱۳۹۰). عوامل مؤثر بر وفاق اجتماعی. *فصلنامه پژوهشنامه*، ۱۹(۷۵)، ۱۳۹-۱۵۰.

نوروزی، محمد؛ تقی‌پوریانی گیلانی، یوسف؛ و فرجی، جعفر (۱۳۹۷). نقش تعدیلی سهامداران نهادی در رابطه بین قیمت گذاری نادرست سهام و سرمایه گذاری شرکت‌ها، *فصلنامه چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۱(۳)، ۵۴-۴۳.

نیک‌بخت، محمدرضا؛ حسین‌پور، امیرحسین؛ و اسلامی مفیدآبادی، حسین (۱۳۹۵). بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام، *فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۶(۲۲)، ۲۴۵-۲۱۹.

Abbes, M. B., & Abdelhédi-Zouch, M. (2015). Does Hajj Pilgrimage Affect the Islamic Investor Sentiment?. *Research in International Business and Finance*, *35*, 138-152.

Al-Khazali, O. (2014). Revisiting Fast Profit Investor Sentiment and Stock Returns during Ramadan. *International Review of Financial Analysis*, *33*, 158-170.

Al-Hajieh, H., Redhead, K., & Rodgers, T. (2011). Investor Sentiment and Calendar Anomaly Effects: A Case Study of the Impact of Ramadan on Islamic Middle Eastern Markets. *Research in International Business and Finance*, *25*(3), 345-356.

Almudhaf, F. (2012). The Islamic Calendar Effects: Evidence from Twelve Stock Markets. *Available at SSRN 2131202*.

Baker, M., Wurgler, J., & Yuan, Y. (2012). Global, Local, and Contagious Investor Sentiment. *Journal of Financial Economics*, *104*(2), 272-287.

Bandopadhaya, A, Jones, L. (2005). Mesuring Investment Sentiment in Equity Markets, University of Massachusetts Boston Financial Services Forum at the College of Management.

Barro, R. J., & McCleary, R. (2003). *Religion and Economic Growth* (No. w9682). National Bureau of Economic Research.pp.1-52.

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

Bialkowski, J. P., Etebari, A., & Wisniewski, T. P. (2010). Piety and Profits: Stock Market anomaly During the Muslim Holy month. In *Finance and Corporate Governance Conference*.

Blasco, N., Corredor, P., & Ferreruela, S. (2012). Market Sentiment: a key Factor of Investors' Imitative Behaviour. *Accounting & Finance*, *52*(3), 663-689.

Bolhuis, M., & Goodman, N. (2005). Reading Between the Lines of Investor Biases. *Journal of Financial Planning*, *18*(1).

Curatola, G., Donadelli, M., Kizys, R., & Riedel, M. (2016). Investor Sentiment and Sectoral Stock Returns: Evidence from World Cup Games. *Finance Research Letters*, *17*, 267-274.

Chen, W. J. (2013). Can Corporate Governance Mitigate the Adverse Impact of Investor Sentiment on Corporate Investment Decisions? Evidence from Taiwan. *Asian Journal of Finance & Accounting*, *5*(2), 101.

Chen, M. P., Chen, P. F., & Lee, C. C. (2013). Asymmetric Effects of Investor Sentiment on Industry Stock Returns: Panel Data Evidence. *Emerging Markets Review*, *14*, 35-54.

Gavriilidis, K., Kallinterakis, V., & Ferreira, M. P. L. (2013). Institutional Industry Herding: Intentional or Spurious?. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *26*, 192-214.

Kim, J. S., Kim, D. H., & Seo, S. W. (2017). Investor Sentiment and Return Predictability of the Option to Stock Volume Ratio. *Financial Management*, *46*(3), 767-796.

Kumar, A, Jeremy, P, Oliver. S. (2011). Religious Beliefs Gambling Attitude, and Financial Market Outcome, *Journal of Financial Economics*, 102, 3, 671-708.

Knerr, I., & Pearl, P. L. (2008). Ketogenic Diet: Stoking Energy Stores and Still Posing Questions. *Experimental Neurology*, *211*(1), 11-13.

Kamstra, M. J., Kramer, L. A., & Levi, M. D. (2003). Winter Blues: A SAD Stock Market Cycle. *American Economic Review*, *93*(1), 324-343.

Leeves, G. D., & Herbert, R. (2014). Gender Ddifferences in Social Capital Investment: Theory and Evidence. *Economic Modelling*, *37*, 377-385.

Monahan, G. (2005). Managing Inventories in a Two- Eschelon Dual-Channel Supply Chain. European *Journal of Operational Reasearch*, 162(2), 325-341.

Olson, K. R. (2006). A Literature Review of Social Mood. *The Journal of Behavioral Finance*, *7*(4), 193-203.

Pompian, M. M. (2006). Behavioral Financial and Wealth Management. John Wiley and Sons, Inc, Hoboken, New Jersey.

Renneboog, L., & Spaenjers, C. (2012). Religion, Economic Attitudes, and Household Finance. *Oxford Economic Papers*, *64*(1), 103-127.

Saunders, E. M. (1993). Stock Prices and Wall Street Weather. *The American Economic Review*, *83*(5), 1337-1345.

Stulz, R. M., & Williamson, R. (2003). Culture, Openness, and Finance. *Journal of Financial Economics*, *70*(3), 313-349.