

## **Managerial confidence and Economic sentiments Index design for listed company's managers of Tehran Stock Exchange**

**Seyed Jalal Tabatabaei\***

Research Paper

### **Abstract**

The current financial literature examines business cycles based on a retrospective approach and emphasizes the rational assumption of humans in evaluating managerial confidence models. The main purpose of the study is to design an index that describes the collective belief of managers towards the economic sectors and represents the economic sentiments and managerial confidence of managers of companies listed on the Tehran Stock Exchange. The present study includes qualitative and quantitative steps. With a deep search of library resources and with the method of theme analysis, the basic themes that explain confidence are compiled. Then, according to the Delphi method, these topics were assigned to capital market and academic elites for assessment. During the three-step process, the theoretical consensus on the indicators used in the questionnaire was confirmed. In a quantitative step, the confirmatory factor analysis method was used to evaluate the questionnaire's validity.

Tests obtained from factor analysis showed that it is appropriate to describe the variables by the hidden variable. And the factor structure of the questionnaire can be verified. Applying the combined index to describe the company's managers' managerial confidence and economic sentiments listed on the Tehran Stock Exchange gets the necessary competence. In addition, analysts, investors, and regulators can use it to determine the attitude of business towards the future of the economy.

**Keywords: Index; Economic sentiments; managerial confidence; Uncertainty.**

---

Received: 2021.August.18, Accepted: 2021.April.12.

\*Assistant Prof. Department of Management, Payam Noor University, Yazd, Iran(Corresponding author).

E-Mail: j\_tabatabaei@alumni.ut.ac.ir

## طراحی شاخصی برای اطمینان مدیریتی و باورهای اقتصادی مدیران شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران

سید جلال طباطبائی\*

چکیده

مقاله پژوهشی

ادبیات مالی حاضر در بررسی چرخه‌های کسب و کار، مبتنی بر رویکرد گذشته نگر بوده و ارزیابی مدل‌های اطمینان مدیریتی بر فرض عقلایی بودن انسان تاکید دارد. در پژوهش حاضر، هدف اصلی طراحی شاخصی است که باور جمعی مدیران را نسبت به چشم‌انداز اقتصادی شرکتها و بخش‌های اقتصادی و سطح کل اقتصاد توصیف کرده و نماینده باورهای اقتصادی و اطمینان مدیریتی، مدیران شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشد.

پژوهش حاضر شامل گام‌های کیفی و کمی است. با جستجوی عمیق منابع کتابخانه‌ای و با روش تحلیل تم، مضامین پایه تبیین‌کننده اطمینان تدوین شده است. سپس طبق روش دلفی این مضامین برای دریافت نظر خبرگان فعال در بازار سرمایه و نخبگان دانشگاهی واگذار شد. طی فرآیند سه مرحله‌ای اجماع نظری راجع به شاخص‌های مورد استفاده در پرسشنامه تأیید شد. در گام کمی برای ارزیابی میزان اعتبار پرسشنامه در تعیین عوامل اطمینان از روش تحلیل‌عاملی تأییدی استفاده شده است.

آزمون‌های بدست آمده از تحلیل‌عاملی نشان داد، توصیف متغیرها توسط متغیر پنهان مناسب است. و ساختار عاملی پرسشنامه قابل تأیید است. از این رو می‌توان نتیجه گرفت به کارگیری شاخص ترکیبی طراحی شده در توصیف اطمینان مدیریتی و باورهای اقتصادی مدیران شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صلاحیت لازم را دارد. و می‌تواند توسط تحلیل گران، سرمایه‌گذاران و حکمرانان برای تعیین نگرش اهالی کسب و کار نسبت به آینده اقتصاد مورد استفاده قرار گیرد.

**کلیدواژه‌ها: شاخص؛ باور اقتصادی؛ اطمینان مدیریتی؛ عدم قطعیت.**

تاریخ دریافت مقاله: ۱۴۰۰/۰۱/۲۳، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۴۰۰/۰۵/۲۷.

\* استادیار، گروه مدیریت، دانشگاه پیام نور، یزد، ایران (نویسنده مسئول).

E-Mail: j\_tabatabaei@alumni.ut.ac.ir

## ۱. مقدمه

اطمینان مدیریتی<sup>۱</sup> و باورهای اقتصادی<sup>۲</sup> توسط فعالان در نهادهای حاکمیتی، مؤسسات مالی و پژوهشی، رسانه‌های خبری برای تحلیل‌های کمی و کیفی، پی در پی مورد اشاره و توجه قرار گرفته است. کینز (۱۹۳۶) در نظریه عمومی خود بین مفهوم باوردر وضعیت انتظارات بلند مدت و اطمینان ارتباط برقرار کرده است [۲۲]. سطح اطمینان و باور منعکس‌کننده پیش‌بینی باور غالب نمایندگان اقتصاد نسبت به توسعه تجاری و اقتصادی است. اگرچه کنترل و نظارت بر وضعیت جاری اقتصاد مرتبط با تصمیم‌های سیاست‌گذاران اقتصادی است. اما تصمیم‌های شرکت‌ها و بخش خصوصی نیز مؤثر است. در واقع مدیران مالی نقش کلیدی در ایجاد انتظارات از شرکت‌ها در میزان سود آتی آن‌ها دارند، از این رو تعیین‌کننده تصمیمات کلیدی شرکت‌ها هستند. وجود سطح بالای اطمینان مدیریتی و باور اقتصادی فضای مطلوبی برای رشد کسب و کار شرکت فراهم کرده و سطح اطمینان پایین نشان‌دهنده بینش منفی به مخارج سرمایه‌ای کسب و کار است. از آنجا که مفروضات اصلی در اقتصاد مالی بر فرآیند تصمیم‌گیری عقلایی استوار است، مفهوم اطمینان مدیریتی و باورهای اقتصادی در جریان اصلی مباحث اقتصاد مالی وارد نشده است. پژوهشگران ویژگی‌های بنیادی متعددی را در توصیف رفتار شرکت‌ها مورد بررسی قرار داده‌اند. اما طراحی و ارائه شاخصی برای اطمینان و باورهای اقتصادی برای توصیف رفتار شرکت‌ها از جنبه نظری و تجربی مساله‌ای پیچیده است. از مهمترین دلایل عدم توجه به چالش مذکور، ایجاد یک شاخص مناسب و منعطف برای بیان اطمینان و باورهای اقتصادی است.

در ادبیات اقتصاد مالی برای انتخاب شاخصی که بیانگر وضع موجود اقتصاد باشد اجماع وجود ندارد، اما پژوهشگران اقتصادی پنج ویژگی مهم را برای ایجاد یک شاخص جامع بیان می‌کنند. ۱- سازگاری زمانی ۲- معنی‌داری اقتصادی ۳- صحت اطمینان آماری ۴- ارائه مستمر و به روز ۵- تغییرات هموار در طی زمان. در پژوهش‌های متداول، شاخص مورد استفاده برای تمایلات اقتصادی، تولید ناخالص داخلی و نرخ رشد آن است. اما به کارگیری شاخص مذکور با مسائل فراوانی روبرو است. ۱- ارائه ماهیانه آن امکان‌پذیر نیست ۲- گزارش تولید ناخالص داخلی با تأخیرهای زمانی ارائه می‌شود. ۳- مقادیر اعلامی با بازنگری‌های مختلف در هر دوره همراه است. ۴- متغیر مذکور گذشته‌نگر است. در سال‌های اخیر بازار سرمایه ایران از جنبه‌های کیفی و کمی رشد و توسعه داشته و طراحی شاخص‌های متناسب برای استفاده پژوهشگران در تحلیل‌های آینده‌نگر بسیار مفید و ضروری است. شاخص پیمایشی باورهای اقتصادی و اطمینان مدیران ابزارهای مناسبی برای تحلیل نوسان‌ها و رشدهای اقتصادی در چرخه‌های کسب و کار است.

---

<sup>۱</sup> Managerial Confidence

<sup>۲</sup> Economic Sentiments

در پژوهش حاضر که بر اساس یک طرح پژوهشی دانشگاهی شکل گرفته، هدف اصلی طراحی شاخصی است که باور جمعی مدیران را نسبت به چشم‌انداز اقتصادی شرکتها و بخش‌های اقتصادی و سطح کل اقتصاد توصیف کرده و نماینده باورهای اقتصادی و اطمینان‌مدیریتی، مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران باشد. نوآوری پژوهش حاضر از سه جنبه قابل توجه است. اول آنکه جزء مطالعات اولیه در زمینه وارد کردن بحث اطمینان‌مدیریتی و باورهای اقتصادی در مالی شرکتی است. دوم آنکه مبنای طراحی شاخص‌های مذکور، اندازه‌گیری مستقیم وضعیت باورهای اقتصادی و اطمینان‌مدیران با استفاده از مجموعه‌ای از روش‌های پیمایش کیفی اقتصادی در سطح مدیران شرکت‌های بورسی است. سوم آنکه نوآوری در طراحی شاخص مذکور ماهیت آینده‌نگر بودن آن است که کاملاً آن را از ادبیات مالی حاضر که مبتنی بر متغیر گذشته‌نگر بوده و بر فرض عقلایی بودن انسان تأکید دارد، مجزا می‌کند.

## ۲. مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### کانال‌های ارتباطی محتمل بین باور و اقتصاد

برای اقتصاددانان و فعالان اقتصادی از جنبه شهودی ملموس است که باور و توسعه اقتصاد مرتبط هستند. در واقع انواعی از اندازه‌گیری باور ارتباط زیادی با چرخه‌های کسب و کار دارد. با این حال وجود این رابطه مکانیزم‌های اصلی و شیوه انتقال شوک‌های مرتبط را نشان نمی‌دهد. برای تبیین مطلب مذکور می‌توان به سه دیدگاه و چارچوب مفهومی در ادبیات حال حاضر راجع به نقش باور در چرخه‌های کسب و کار اشاره کرد.

۱- رویکرد غیرعقلایی: این نظریه ابتدا توسط کینز (۱۹۳۶) مطرح شد. صاحب‌نظران مؤخر همچون اکرلوف و شیلر (۲۰۱۰) و دیگرآو و جی (۲۰۱۶) نیز به آن اشاره دارند [۲]. نظریه مذکور علت تلاطم‌های اقتصادکلان را در موج‌های روانی خوش‌بینی و بدبینی می‌داند. از آنجا که عوامل بنیادین کلان اقتصادی تغییری پیدا نکرده گسترش خوش‌بینی یا بدبینی با یک واکنش معکوس شدید مواجه می‌شود.

۲- رویکرد خودشکوفایی: این نظریه ابتدا توسط کاس و شل (۱۹۸۳) مطرح شد [۱۳] و صاحب‌نظران مؤخری همچون فارمر (۲۰۱۲)، بن داوید (۲۰۱۵) و آچاریا (۲۰۱۷) به آن اشاره دارند [۲۱، ۵، ۱]. طبق رویکرد مذکور ریشه تلاطم‌های اقتصاد کلان نیز در مسائل روانشناسی و وجود امواج غیر ملموس است. اما اقداماتی که در پی این امواج انجام می‌شود منجر به تغییرات در عوامل بنیادین شده و باعث ایجاد یک اطمینان عقلایی در مورد شوک رونقی یا رکودی شده و انتظارات را به آن سمت سوق می‌دهد. فارمر و سلرتیز (۲۰۱۶) مدل‌های درونزای فضای چرخه کسب و کار را بر اساس نوع عدم قطعیتی که ایجاد می‌کند طبقه‌بندی کردند [۲۱]. شیلر بیان دیگری نسبت به این دیدگاه دارد و بر نقش روایت‌سرایبی به عنوان عامل متحرک در تلاطم‌های اقتصادی و تغییرات بنیادی باورها در طی زمان تأکید دارد.

۳- رویکرد رسانه‌های خبری و عمومی: بیدری و پرتیر(۲۰۱۴) و بلانچارد(۲۰۱۶) معتقدند خبرگزاری‌ها و اصحاب رسانه به منابع اطلاعاتی غیر دقیق و ناکامل راجع به آینده و رشد اقتصادی دسترسی دارند [۷،۱۱]. دریافت یک سیگنال اطلاعاتی خاص از وضعیت کسب و کار باعث می‌شود تا آن‌ها به عنوان حامی بر تقاضای آتی اقتصاد در حال حاضر اثر گذاشته و باعث در معرض قرار دادن اقتصاد در جهت رکود یا رونق شوند.

#### افراز باور<sup>۱</sup>: اطمینان و عدم قطعیت

افراز باور به دو جزء اطمینان و عدم قطعیت برای بحث و بررسی راجع به ماهیت باور، می‌تواند مفید باشد. اطمینان به معنای اعتقاد عمیق به روند مثبت آتی در اقتصاد است که می‌تواند در نتیجه یکی از سه رویکرد مطرح شده باشد. عدم قطعیت را می‌توان به دو نوع تقسیم کرد. نوع اول بیانگر دامنه نتایج محتمل از آینده اقتصاد است. و نوع دوم عدم دانش کافی از نوع توزیع احتمال در مورد آینده اقتصاد است. ارتباط متقابل و اهمیت سه رویکرد مطرح شده برای بیان مفهوم باور قابل توجه می‌باشد. از جنبه نظری می‌توان مفروضات ذیل را مطرح کرد.

حالت اول تعامل نوع اول از عدم قطعیت و اطمینان در زمانی که دامنه‌ی رویدادهای محتمل گسترده باشد. در این فرض فعالان و نمایندگان اقتصادی احساس عدم قطعیت راجع به رویدادهای مورد انتظار خواهند داشت، بدین معنی که میانگین توزیع نتایج بالقوه نامعین بوده و در نتیجه اطمینان کمتری نسبت به انجام اقداماتی که منعکس کننده انتظارات آن‌ها از آینده اقتصاد است، وجود خواهد داشت. به عنوان مثال اگر فردی نسبت به اقتصاد و رشد درآمد آتی‌اش در سال آینده اطمینان داشته باشد با اعتماد بیشتری در زمان حال مصرف می‌کند، اما اگر این انتظار با عدم اطمینان همراه شود یعنی دامنه رویدادهای محتمل آینده اقتصاد وسیع باشد، ریسک‌گریزی فرد از مصرف زیاد جلوگیری خواهد کرد. از این رو عدم اطمینان بیشتر، ناشی از احساس ریسک، باعث کاهش انتقال اطمینان به اقتصاد واقعی شده و شدت این رابطه وابسته به درجه ریسک‌گریزی فرد است.

در فرض دوم رابطه نوع دوم عدم قطعیت و اطمینان بیان می‌شود. زمانی که نمایندگان و فعالان اقتصادی نسبت به توزیع احتمال رویدادهای اقتصادی محتمل ابهام داشته باشند، اندازه‌گیری کمی اطمینان مشکل خواهد بود. از آنجا که نمی‌توان توزیعی را مشخص کرد که بر اساس آن انتظارات افراد استخراج شود، باید به ادراک و باورهای ذهنی راجع به وضعیت آینده اقتصاد اعتماد کرد. در این حالت فعالان اقتصادی به علت عدم توانایی در ارزیابی ریسک، ریسک‌گریزی بیشتری خواهند داشت. از این رو شاهد انتخاب‌های نامنظم و رفتارهای توده وار خواهیم بود. در نبود یک راهبرد واضح که راهنمای گزینه‌های اقتصادی باشد، فعالان اقتصادی به تبعیت از جامعه گام بر می‌دارند، چرا که معتقدند بازار اطلاعات بیشتری راجع به اقتصاد نسبت به یکایک افراد دارد. در نتیجه اقتصاد

<sup>۱</sup> Decomposition

در زم‌ان‌های بحران و عدم ثبات از تلاطم بیشتری برخوردار خواهد شد و محرک این تلاطم ریسک‌گریزی فعالان اقتصادی است.

در واقع تغییر در انواع عدم قطعیت به صورت مجزا رخ نمی‌دهد بلکه هر دو نوع عدم قطعیت عکس‌العمل فرآیندی بر اعتماد فعالان اقتصادی خواهد داشت. بدون داشتن دانش راجع به ساختار ترجیحات، در اغلب موارد غیر ممکن است تا بتوان راجع به آن که کدام نوع از رابطه عدم قطعیت و اطمینان بر دیگری برتری دارد، اظهار نظر کرد. اما به صورت کلی می‌توان بیان کرد که عدم-قطعیت و اطمینان در هر دو نوع، رابطه منفی دارند.

### باور و چرخه‌های کسب و کار

ادبیات اقتصاد مالی در مورد اهمیت انتظارات و باورها در چرخه‌های کسب و کار به مطالعه و بررسی پرداخته است. علاوه بر آنکه ادراکات فعالان اقتصادی راجع به آینده اقتصاد بر مصرف‌اثر گذار است، می‌تواند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری و تولید در شرکت‌ها نیز مؤثر باشد. بوریچ (۱۹۰۹) به عنوان اولین صاحب‌نظر بیان کرد، انتظارات یک عامل پایه و اصلی در تعیین چرخه‌های کسب و کار است [۸]. هرگونه تغییر در انتظارات راجع به تقاضا و سودآوری منجر به این خواهد شد، تا شرکت‌ها تولید بیشتری داشته و در نتیجه فاز بیش تولیدی شکل بگیرد. این خوش‌بینی بیش از حد راجع به تقاضای آتی منجر به شکل‌گیری موج‌های بدبینی خواهد شد و تلاطم‌های چرخه‌ای شکل می‌گیرد. کلارک (۱۹۱۷) بیان کرد، هرگونه تغییر در تقاضای مصرف‌کنندگان از طریق موج‌های شتاب‌دهنده خوشبینی، باعث ایجاد یک تکانه فزاینده در اقتصاد شده و چرخه را ایجاد می‌کند [۱۴]. پیگو (۱۹۲۷) به نقش عوامل روانشناسی یعنی موج‌های خوشبینی و بدبینی اشاره کرد [۳۱]. او بیان کرد که این عوامل باعث می‌شود تا کارآفرینان راجع به شکل دهی انتظارات خود از سودآوری آتی با خطا مواجه شده این خطا باعث ایجاد چرخه‌های حسیض و رکود در سرمایه‌گذاری خواهد بود. نظریه پیگو به عنوان یک چارچوب در ایجاد مدل تعادلی کسب و کار استفاده شده است. پژوهشگران موخری مانند فارمر و سرلتیز (۲۰۱۶) به اهمیت تمایز در مدل‌های چرخه کسب و کار درون‌زا پرداختند. آن‌ها این مدل‌ها را به دو دسته عدم قطعیت پویا و عدم قطعیت پایدار تقسیم بندی کردند. در دسته اول عوامل اثرگذار می‌تواند باعث تلاطم‌های کوچکی در یک وضعیت منحصر به فرد پایدار شود. در دسته دوم به بررسی وضعیت‌های پایدار متعدد پرداخته و نشان می‌دهد عوامل تلاطم‌زا باعث ایجاد یک تعادل جدید و مجزا از تعادل بهینه برنامه ریزی شده در اقتصاد می‌شود. ایده اصلی در این نظریه آن است که رفتارهای عقلایی باعث تاثیر در بلند مدت شده و اثر کوتاه‌مدت ناچیزی دارد. تمایز بین مکانیسم‌های اثرگذاری رفتارهای غیر عقلایی و رویکرد اطلاعات رس‌ان‌های و خبری از مباحث بحث برانگیز در مطالعات مبتنی بر داده چرخه‌های کسب و کار است. اینکه چگونه اثرات خاص و منحصر به فرد هر عامل را به صورت مجزا در داده‌های موجود اندازه‌گیری کرد، مورد بحث و مناقشه است. در این زمینه می‌توان به

مطالعات بلانچارد (۲۰۱۳) و بیادری (۲۰۱۱) در زمینه رسانه‌های جمعی و مطالعات دیز و گانتنر (۲۰۱۴) لوچنکو، پاندالای و نایر (۲۰۱۵)، دیز و زی میک (۲۰۱۶) اشاره کرد [۱۷، ۱۶، ۲۴].

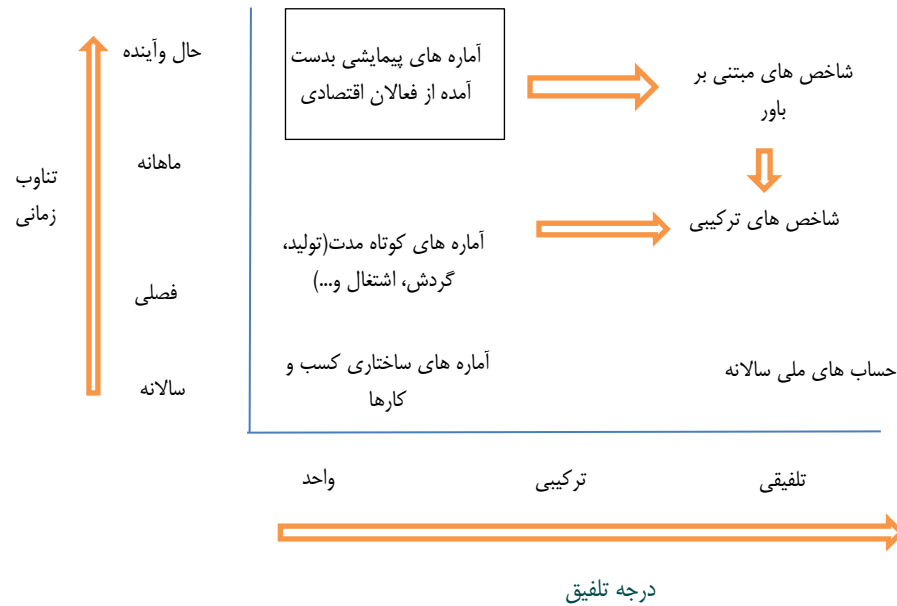
### مبانی شاخص سازی اطمینان و باور

در ایجاد یک شاخص جامع ترکیبی، اطلاعات متعددی در روش پیمایشی بدست خواهد آمد. تعریف اطلاعات مذکور به شکل یک عدد مشخص و ارائه آن به عنوان شاخص از اهداف اصلی است. شاخص سازی این انتفاع را برای عموم استفاده کنندگان دارد که به راحتی به اطلاعات مورد نظر دسترسی پیدا کرده و از وارد شدن به مسائل علمی طرح‌های پیمایشی مصون می‌مانند. در فرآیند ایجاد یک شاخص جامع دو نکته اصلی مطرح است. اول آنکه سؤالات در پرسشنامه مستقیماً با مفهومی که اندازه‌گیری می‌شود مرتبط باشد و دوم آنکه شیوه محاسبه شاخص کل جامع مناسب باشد.

در پژوهش حاضر که به دنبال ایجاد شاخص اطمینان مدیریتی است، رویکرد مورد استفاده برای مفهوم سازی اطمینان، رویکرد مفهومی قیاسی می‌باشد. طبق این رویکرد پدیده‌ها بر اساس معنایی که در نظریات وجود دارد، مفهوم سازی می‌شود. این معنا سازی می‌تواند از مفاهیم دیگر استخراج شود. طبق تعریف فرهنگ نامه وبستر اطمینان به معنای باور و عقیده‌ای است که یک فرد به موضوعی دارد و با یک شیوه مؤثر و صحیح اقدام می‌کند. در تعریف دیگر اعتماد وجود قطعیت در یک وضعیت یا کیفیت است. طبق فرهنگ نامه آکسفورد اعتماد باوری است که یک فرد می‌تواند خالصانه نسبت به فردی دیگر یا چیز دیگری داشته باشد. از آنجا که پژوهش حاضر به دنبال سنجش اطمینان مدیران نسبت به وضعیت کوتاه مدت آتی اقتصاد است، می‌توان تعریف عملیاتی زیر را مطرح کرد. اعتماد سطحی از قطعیت است که راجع به توسعه فرآیندهای اقتصاد در مسیر مثبت وجود دارد.

ایجاد سؤالات مناسب برای تحقق تعریف مفهوم اطمینان در رویکرد پیمایشی طبق روش پرسشنامه مهم و ضروری است. از این رو با استفاده از تحلیل عاملی اکتشافی می‌توان عامل مشترکی را طبق شاخص‌های مطرح شده در پرسشنامه برای تعیین مفهوم اطمینان به دست آورد.

شکل (۱) ماتریس انواع آماره‌های اقتصادی مرتبط به هم را از جنبه تلفیق اطلاعاتی و تناوب زمانی نشان می‌دهد. همانطور که در شکل مشخص می‌توان طبق آماره‌های پیمایشی شاخص‌های آینده‌نگر را طراحی کرد.



شکل ۱. ماتریس آماره‌های اقتصادی از جنبه تلفیق و تناوب زمانی

### تحلیل عاملی برای تأیید متغیرهای اطمینان

مدل‌های عاملی شیوه‌ای از روش‌های آماری هستند که مجموعه‌ای از متغیرها را با ایجاد عوامل مشترک معدودی خلاصه می‌کند. در این مدل‌ها مجموعه‌ای از متغیرهای آشکار در تعداد معدودی از متغیرهای پنهان که همان عوامل مشترک است، خلاصه می‌شوند در این مدل‌ها فرض بر آن است که عوامل با همدیگر ارتباطی ندارند.

مفهوم اطمینان از طریق مجموعه‌ای از متغیرها (سوالات) تعریف عملیاتی می‌شود. ساختار رسمی مدل تخمینی در حالت  $N$  سوالی و یک متغیر پنهان (اعتماد) طی  $T$  دوره زمانی در فرمول شماره یک ارائه شده است.

$$\forall_{t \in T} \cdot q^t = \gamma_1^t \cdot \text{Confidence}^t + \varepsilon^t \quad \text{رابطه (۱)}$$

در رابطه (۱)،  $q^t$  بردار  $N \times 1$  پاسخ‌های سوالات است.  $\gamma_1^t$  بردار  $N \times 1$  بارهای عاملی برای مفهوم اطمینان است.  $\varepsilon^t$  بردار  $N \times 1$  اجزای اختلال است. برای آنکه بتوان مدل مذکور را تخمین زد و در واقع مدل از نوع مشخص باشد، یکی از مقادیر بارهای عاملی در ابتدا برابر با یک قرار داده



می‌شود. همچنین فرض می‌شود که  $E(\varepsilon^t) = 0$  و  $COV(\varepsilon_p^t, \varepsilon_q^t) = 0$  است. از آنجا که اندازه‌گیری پاسخ‌ها طبق مقیاس کیفی – طبقه‌بندی انجام می‌شود، مقدار آستانه تغییر از یک طبقه به طبقه دیگر تخمین زده می‌شود. از این رو مقدار امتیاز برای متغیر پنهان اطمینان برای هر پاسخ دهنده طبق محدودیت رابطه (۲) تعریف می‌شود.

رابطه (۲)  $\forall t \in 1 \dots T, p \in 1 \dots N, q_p^t = m$  if  $v_{p,m-1}^t < \gamma_{1,p}^t \cdot Confidence^t + \varepsilon_p^t < v_{p,m}^t$  در رابطه دو  $m$  بیانگر یک پاسخ طبقه‌ای در  $p$  امین متغیر طبقه‌ای است، که می‌تواند مقداری بین  $0$  الی  $m_p$  داشته باشد.  $v_{p,m}^t$  بیانگر  $m$  امین آستانه تخمین زده شده در  $p$  امین طبقه متغیر پنهان است.  $\gamma_{1,p}^t$  و  $\varepsilon_p^t$  بیانگر بارهای عاملی تخمین زده شده و اجزای اخلاص هستند. تبدیل داده‌های حاصل از پرسشنامه به شاخص

در کمی‌سازی داده‌های کیفی پیمایشی، سه روش اصلی در ادبیات آماری مطرح می‌شود. با توجه به آنکه پژوهش حاضر به دنبال شاخص‌سازی از داده‌های کیفی است و روش توازن متداول‌ترین روش است. روش مذکور به عنوان روش مورد بحث در این بخش ارائه می‌شود. جدول (۱) سایر روش‌های کمی‌سازی داده‌ها را ارائه کرده است.

جدول ۱. سایر روش‌های کمی‌سازی داده‌های پیمایشی

نام روش	طراح روش	مفروضات	مزایا	معایب
رگرسیون	پسران (۱۹۸۴) [۳۰]	پاسخ‌دهندگان به همراه پاسخ مقدار متغیر مرجع را مشخص می‌کند. مقدار متغیر مرجع می‌تواند از طریق روش رگرسیونی تخمین زده شود.	روش عمومی مورد استفاده تلفیق با مدل‌های استاندارد اقتصادسنجی قابل انجام است.	سری زمانی داده‌های مرجع مورد نیاز است مسائل هم‌خطی و ایجاد هم‌گرایی در تخمین وجود دارد.
عامل پنهان	دایلا (۱۹۹۱) [۱۸]	یک عامل مشترک و پنهان محرک درصد پاسخ‌ها است.	هیچ گونه اطلاع خارج از مدل نیاز نیست. از همین روش می‌توان در مدل‌سازی‌های اقتصادسنجی استفاده کرد.	پاسخ‌های با سری زمانی کوتاه قابل استفاده نیستند.
روش احتمالی	کارلسون و پارکین (۱۹۷۵) [۱۲]	شکل تابعی نظرات در مورد متغیر مرتبط مشخص است. پاسخ‌دهندگان در یک فاصله آستانه‌ای یکنواخت در نظر گرفته می‌شوند.	نتایج وابسته به درصد پاسخ‌دهندگان است و مفروضات کمی در مورد توزیع احتمال متغیرها وجود دارد.	سری زمانی با نوسانات همراه است. سایر اطلاعات مربوط به متغیر بررسی نمی‌شود. نحوه بررسی سؤال - های چندبخشی با مشکل مواجه است.

طراحی شاخص سنجش اطمینان مدیران طبق سؤال‌های پرسشنامه پیمایشی که ماهیت کیفی دارد، انجام می‌شود. سؤالات روند وضعیت کسب و کار و وضعیت جاری اقتصادی شرکت را مورد ارزیابی قرار می‌دهند. معمولاً پرسشنامه‌های پیمایشی از پاسخ‌های ساختار یافته مشخص سه یا پنج گزینه‌ای بهره می‌برند. که این پاسخ‌ها طیف خوش‌بینی تا بدبینی را در بردارند. پاسخ‌های سه گزینه‌ای شامل گزینه‌های مثبت، بدون تغییر و منفی است. در گام اول پس از تجمیع پاسخ‌ها از مدیران و صاحب نظران طبق روش توازن<sup>۱</sup> برای هر سؤال تعیین می‌شود. منظور از توازن تفاوت بین درصد پاسخ‌دهندگان گزینه‌های مثبت و منفی است که در رابطه (۳) ارائه شده است.

$$B=P-M \quad \text{رابطه (۳)}$$

در رابطه (۳)، P درصد پاسخ‌دهندگان مثبت، M درصد پاسخ‌دهندگان منفی است و E درصد پاسخ‌دهندگان بدون تغییر در نظر گرفته شده است. از این رو داریم  $E+P+M=100\%$ . از این رو B بیانگر درصد خالص مثبت یا منفی نسبت به یک پرسش است.

طبق روش تحلیل عاملی انتظار داریم که سؤالات مطرح شده در پرسشنامه بیانگر متغیر مرجع یا پنهان باشد. از این رو می‌توان شاخص اطمینان مدیران را طراحی کرد. شاخص اطمینان برای هر بخش از صنعت بر اساس میانگین حسابی توازن‌های به دست آمده از سؤالات طبق رابطه ۴ به دست می‌آید.

$$SCI = \frac{\sum_{i=1}^n B_i}{n} \quad \text{رابطه (۴)}$$

در رابطه ۴، SCI بیانگر شاخص اطمینان برای هر بخش از صنعت است.  $B_i$  بیانگر توازن پاسخ‌های پرسش A در پرسشنامه پیمایشی است. n بیانگر تعداد سؤالات مطرح شده برای ایجاد شاخص است.

بر اساس سری توازن‌های به دست آمده از پرسشنامه‌های پیمایشی شاخص‌های اطمینان در هر بخش از صنعت، شاخص ترکیبی باورهای اقتصادی که در بردارنده اطلاعات کل صنایع بوده و نشان‌دهنده روند اقتصادی است، می‌تواند طراحی شود. شاخص مذکور بر اساس میانگین وزنی سری توازن‌های استاندارد شده تعریف می‌شود. ابتدا سری توازن‌های مربوط به هر شاخص اعتماد صنعت طبق رابطه ۵ استاندارد می‌شود.

$$Y_{jt} = \frac{B_{jt} - \bar{B}}{S_j} \quad \text{رابطه (۵)}$$

در رابطه ۵،  $B_{jt}$  سری توازن‌های تعدیلی در هر دوره است.  $\bar{B}$  میانگین حسابی سری توازن هاست.  $S_j$  انحراف معیار نمونه سری توازن هاست و از رابطه ۶ به دست می‌آید و  $Y_{jt}$  سری توازنی استاندارد شده است.

$$S_j = \sqrt{\sum_{i=1}^T (B_{jt} - \bar{B}_j)^2 / (T - 1)} \quad \text{رابطه (۶)}$$

<sup>۱</sup> Balance

طبق رابطه (۷) می‌توان میانگین وزنی سری‌های ترازنی استاندارد شده را محاسبه کرد.

$$Z_t = \frac{\sum_j w_j \cdot Y_{jt}}{(\sum_j w_j)_t} \quad \text{رابطه (۷)}$$

در رابطه (۷)،  $w_j$  بیانگر وزن سری‌های ترازنی استاندارد شده است.  $Z_t$  بیانگر میانگین وزنی سری‌های ترازنی استاندارد شده است. در نهایت شاخص باور اطمینان اقتصادی طبق رابطه ۸ استاندارد و مقیاس‌بندی می‌شود.

$$ESI = \left( \frac{Z_t - \bar{Z}}{S_z} \right) * 10 + 100 \quad \text{رابطه (۸)}$$

در رابطه (۸)،  $Z_t$  و  $S_z$  به ترتیب بیانگر میانگین حسابی و انحراف معیار  $Z$  هستند که طبق رابطه‌های (۹) و (۱۰) به دست آمدند. با فرض اینکه شاخص از توزیع نرمال برخوردار است. مقدار استاندارد شده  $Z$  بر اساس میانگین بلند مدت ۱۰۰ درصد و انحراف معیار ۱۰ درصد مقیاس‌بندی می‌شود.

$$\bar{Z} = \sum_{t=1}^T Z_t / T \quad \text{رابطه (۹)}$$

$$S_z = \sqrt{\sum_{t=1}^T (Z_t - \bar{Z})^2 / (T - 1)} \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

### پیشینه پژوهش

مطالعات انجام شده در مورد اطمینان مدیریتی و باورهای اقتصادی و ایجاد شاخص‌های مربوط را به چهار گروه می‌توان تقسیم کرد.

گروه اول مطالعاتی است که با مفروض داشتن انتظارات عقلایی، از متغیرهای گذشته نگر و غیرمستقیم مانند تولید صنعتی و مصرف کل به عنوان نماینده باورهای اقتصادی استفاده کرده‌اند. البته ادبیات متأخر در حوزه مالی رفتاری شرکتی به ارائه روش‌های خلاقانه‌تری در ایجاد شاخص‌های غیر مستقیم اطمینان مدیریتی پرداخته است. برخی از پژوهش‌های مذکور به حوزه اقتصاد خرد اشاره دارد. مالمندیر، تیت و یان (۲۰۱۷) در معرض بیش از حد بودن مدیران با ریسک‌های مختص شرکتی را با استفاده از اندازه‌گیری ارزش اختیار خرید مدیر به عنوان عاملی برای اطمینان مدیریتی تعریف کردند [۲۸]. نتایج پژوهش مذکور نشان داد وجود اطمینان بیش از حد بر رابطه سرمایه‌گذاری شرکتی و جریان داخلی وجوه نقد ارتباط معنی‌داری دارد. بن داوید، گراهام و هاروی (۲۰۱۵) بیش اطمینانی مدیران را برطبق پیش‌بینی مدیران عالی شرکت‌ها در فواصل زمانی اندازه‌گیری کرد [۵]. لین، هو و چن (۲۰۱۸) شاخص اطمینان مدیریتی را طبق خطای پیش‌بینی مدیران عالی شرکت‌های تایوانی از سودآوری آتی طراحی کرد [۲۶]. فارمر (۲۰۱۶) با استفاده از شاخص نرخ عدم اشتغال به عنوان عامل اطمینان، باورهای فعالان بازار سرمایه را مرتبط با تغییر در خالص ثروت آن‌ها دانست که منجر به تغییر در کل تولید خواهد شد [۲۱]. کانیل، سار و تیتمن (۲۰۱۶) عدم توازن در سفارش سهام را به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری تمایلات در نظر

گرفتند. نتایج نشان داد که این تمایلات در قدرت پیش‌بینی بازدهی سهام قابل توجه است [۲۳]. بیکر و وگلر (۲۰۰۰) میزان بیشتر اوراق سهام نسبت به اوراق بدهی را به عنوان نماینده‌ای برای تمایل سرمایه‌گذاران معرفی کردند که باعث کاهش بازدهی سهام می‌شود [۴]. لی (۲۰۱۰) نشان داد، عدم وجود شاخص مناسبی برای اعتماد مصرف‌کنندگان در تعیین تمایلات سرمایه‌گذاران باعث عدم پیش‌بینی صحیح بازدهی سهام می‌شود [۲۵].

گروه دوم پژوهش‌هایی است که در آن نقش عوامل روانشناسی از طریق انتظارات و باورها توسط پژوهشگران مورد تاکید قرار گرفته است. آکرلوف و شیلر (۲۰۰۹) به نقش دولت‌ها در دستکاری رفتارهای غیرعقلایی اشاره کردند [۲]. آچاربا (۲۰۱۷) به نقش انتظارات در تامل‌های اقتصادی و اثرات خوش بینی‌ها و بدبینی‌های در روندهای رونق و حسیض پرداختند [۱]. بلانچارد (۲۰۱۳) و بیادری و پورتیر (۲۰۱۴) نشان دادند که مصرف‌کنندگان با استفاده از علائم غیر دقیق از آینده اقتصاد به تغییر در مصرف جاری پرداخته و باعث بیش مصرفی خواهند شد. بن، کاندل (۲۰۱۲) نشان داد که دولت‌ها و بخش خصوصی توجه قابل ملاحظه‌ای در استفاده از شاخص‌های اطمینانی برای تصمیم‌گیری‌های آتی دارند [۱۰]. براون و کلیف (۲۰۱۴) با استفاده از تحلیل رگرسیونی نشان داد که کاهش در اطمینان مصرف‌کننده باعث کاهش رشد اقتصادی خواهد شد [۹].

گروه سوم پژوهش‌هایی است که با استفاده از داده‌های کیفی و پیمایشی و کمی سازی آن‌ها) به خصوص شاخص اطمینان مصرف‌کننده) ارتباط آن‌ها را در پیش‌بینی متغیرهای کلان اقتصادی اندازه‌گیری می‌کند. برک (۲۰۰۰) با استفاده از داده‌های پیمایشی فصلی روند تغییرات تولید ناخالص داخلی را با استفاده از روش تغییرات زمانی مورد بررسی قرار داد. کلیسی (۲۰۲۰) به بررسی اثرات شاخص‌های اطمینان بر شاخص‌های کلان مالی پرداخت. او با به کارگیری شاخص‌های اطمینان در بخش مالی و بخش واقعی اثرات آن را بر شاخص‌های تولید، نرخ تورم، شاخص بازار سرمایه ارزیابی کرد [۱۵]. سانترو و وستلرند (۱۹۹۶) با بررسی رابطه شاخص اطمینان مصرف‌کنندگان و متغیرهای کلان اقتصادی مانند تولید ناخالص داخلی و صنعتی و سرمایه‌گذاری خصوصی نشان دادند که این رابطه مثبت است. ون و کاپلر (۲۰۱۲) رابطه کوتاه مدت شاخص اطمینان مصرف‌کننده و بازدهی شاخص سهام را در نه کشور اروپایی بررسی کرده و به وجود رابطه مثبت اشاره کردند [۳۴]. سوریک (۲۰۱۸) نشان داد که اثر اطمینان مصرف‌کننده بر فعالیت اقتصاد در بازه کوتاه مدت مثبت بوده اما این رابطه در میان مدت وجود ندارد [۳۳].

گروه چهارم پژوهش‌هایی است که به بررسی روش‌های تخمین و پیش‌بینی شاخص‌های مبتنی بر داده‌های پیمایشی پرداخته است. مارسلو (۲۰۱۸) در پژوهشی به بررسی به کارگیری مدل‌های عاملی پویا برای اندازه‌گیری شاخص‌های اطمینان مبتنی بر پژوهش‌های پیمایشی پرداخت [۲۷]. نتایج پژوهش نشان داد که به کارگیری مدل‌های عاملی نتایج بهتری را نسبت به سایر روش‌های تحلیل نشان می‌دهد. بیکر و وگلر (۲۰۱۳) با بکارگیری مجموعه‌ای از متغیرهای باور و استفاده از

روش تحلیل مؤلفه‌های اصلی به بررسی رابطه تمایلات و بازدهی سهام پرداختند [۳]. نتایج نشان داد بین باورهای اقتصادی و بازدهی سهام در شرکت‌های جوان و کوچک رابطه معنی‌داری وجود دارد. کاینکهام، اسمیت و ومک آلیر (۱۹۹۵) از روش کارلسون-پارکین در طراحی شاخص اطمینان استفاده کردند آن‌ها نشان دادند استفاده از رویکرد مذکور در کنار رویکرد توازن می‌تواند به بهبود پیش‌بینی شاخص‌های مبتنی بر داده‌های پیمایشی کمک کند [۳۲].

در پژوهش‌های داخلی، طبق بررسی‌های انجام شده پژوهشی در زمینه شاخص سازی اطمینان مدیریتی انجام نشده است و آنچه وجود دارد مطالعاتی در زمینه مباحث مالی رفتاری و اثرات آن بر پیش‌بینی متغیرهای اقتصادی و شناسایی تورش‌های موجود در رفتار سرمایه‌گذاران است.

موسوی حقیقی، رعنائی کرد و عباسی (۱۳۹۹) به ارائه الگویی برای پیش‌بینی تغییرات شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران با در نظر گرفتن عوامل رفتاری و کلان اقتصادی حاکم بر بازارهای پولی و مالی کشور پرداختند [۲۹]. در پژوهش مذکور به منظور تحقق اهداف پژوهش تنها به ابعاد کلان اقتصادی پرداخته نشده و علاوه بر این بُعد، ابعاد رفتاری نیز بررسی شده است تا قدرت تبیین‌کنندگی مدل را نسبت به مدل‌های ارائه شده در این راستا ارتقا دهد. این امر با استفاده از روش پویایی‌شناسی سیستمی و ارتباط میان سوگیری‌های رفتاری، دارایی‌های رقیب سهام (قیمت طلا، نرخ ارز، قیمت مسکن و قیمت نفت) و عوامل کلان اقتصادی صورت گرفته است. نتایج پژوهش مؤید این موضوع است که متناسب با شرایط پیش رو تا سال ۱۴۰۰، با افزایش ارزش تمامی دارایی‌های رقیب سهام، به تبع شاخص کل بورس اوراق بهادار تهران نیز از این الگو پیروی خواهد کرد.

باری، فروغی و معرفی (۱۳۹۸) پس از شناسایی باورهای سرمایه‌گذاران خرد و عوامل مؤثر بر آنان از طریق مصاحبه، از فرآیند تحلیل سلسله‌مراتبی برای اولویت‌بندی باورهای شناخته شده و از تکنیک دیمتل به منظور رتبه‌بندی عوامل مؤثر بر آنان استفاده کردند [۶]. پس از مصاحبه عمیق با ۲۴ فعال بازار سرمایه و استخراج باورها و عوامل علی از طریق کدگذاری، پرسشنامه‌ای به منظور اولویت‌بندی عوامل شناسایی شده تهیه و توسط خبرگانی که علاوه برداشتن دانش کافی در زمینه رفتار سرمایه‌گذار با بازار سرمایه ایران نیز آشنایی مطلوبی داشتند، تکمیل شد. بر اساس یافته‌های پژوهش مشخص شد از میان ۱۴ باور شناخته شده توسط خبرگان، به ترتیب باورهای بیش اطمینانی، زیان‌گریزی، خود اسنادی، کوتاه‌نگری و پشیمان‌گریزی، شاخص‌ترین باورهای مشاهده شده در بازار سرمایه ایران هستند. از میان ۶ عامل علی شناسایی شده، احساسات، محدودیت ظرفیت ذهنی سرمایه‌گذار برای پردازش اطلاعات موجود و ناآگاهی آن‌ها نسبت به مسائل بنیادی اقتصاد و سرمایه‌گذاری به عنوان مهم‌ترین عوامل اثرگذار بر باورهای سرمایه‌گذاران شناخته شده است.

ابراهیمی (۱۳۹۸) به بررسی تاثیر بیش اطمینانی مدیریت بر مدیریت سود واقعی پرداخت. برای این منظور، جامعه آماری پژوهش شامل، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی

سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۸۸ است [۲۰]. در این پژوهش، نمونه‌گیری با استفاده از روش حذفی سیستماتیک انجام شده است که در نهایت تعداد ۱۰۷ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شد. برای انجام این پژوهش از روش رگرسیون چند متغیره و با استفاده از داده‌های پانلی به بررسی فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده است. نتایج پژوهش نشان داد که بین بیش اطمینانی مدیریت و معیارهای مدیریت سود واقعی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

با ارائه پیشینه تجربی مطالعات انجام شده در زمینه اطمینان مدیریتی، می‌توان نتیجه گرفت، که مبانی ایجاد شاخص‌های رفتاری متنوع بوده و کمتر به جنبه‌های استاندارد سازی و عمومی‌سازی آن پرداخته شده است و آنچه برای کشور ایران ضروری است، ایجاد و توسعه شاخصی برای اطمینان مدیریتی و باورهای اقتصادی است. تا به توسعه مطالعات تجربی در گروه‌های مذکور پرداخت.

### ۳. روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر دارای رویکرد ترکیبی، کیفی و کمی است. از جنبه استفاده مخاطبان، پژوهش از نوع کاربردی است. از جنبه هدف پژوهش به لحاظ آنکه به دنبال شناسایی شاخص‌های مؤثر بر اعتماد مدیران و باورهای اقتصادی مدیران است، در زمره پژوهش‌های توسعه‌ای قرار می‌گیرد. گام‌های پژوهش شامل گام کیفی و کمی است. در گام کیفی جمع‌آوری داده‌ها به ترتیب از تحلیل مضمون و روش دلفی استفاده شده است. ابتدا با جستجوی عمیق منابع کتابخانه‌ای و با روش تحلیل تم مضامین پایه تبیین‌کننده اطمینان تدوین شده، به هر کدام از مضامین یک شماره اختصاص یافته و در نام‌گذاری هر کدام از تم‌ها از نام‌های متناسب استفاده شده است در مجموع چهل و سه مضمون از ادبیات موضوع استخراج شده سپس طبق روش دلفی این چهل و سه تم برای تأیید به خبرگان فعال در بازار سرمایه و نخبگان دانشگاهی واگذار شده و از آن‌ها خواسته شد بر اساس طیف لیکرت نظر خود را نسبت به هر یک از عوامل ابراز نمایند. بعد از جمع‌آوری داده‌ها با استفاده از عدد گذاری به جای مقیاس‌های طیف لیکرت تم‌های دارای انحراف معیار بالا حذف شده و طی فرآیند سه مرحله‌ای اجماع نظری راجع به شاخص‌های مورد استفاده در پرسشنامه تأیید شد. اعضای پنل دلفی از میان افرادی که دارای درک و دانش متناسب با موضوع پژوهش بودند، انتخاب شدند. انتخاب اعضا به صورت غیر احتمالی از میان جامعه آماری ۵۰ نفری فعالان بازار سرمایه و نخبگان دانشگاهی شامل اساتید، فارغ‌التحصیلان دکتری دانشگاه تهران، دانشگاه امام صادق(ع)، دانشگاه پیام نور، دانشگاه آزاد و مدیران فعال در بازار سرمایه و کسب و کارهای موفق که با ماهیت موضوع و مسئله پژوهش، آگاهی داشتند طبق روش نمونه‌گیری هدفمند یا قضاوتی صورت گرفت. اندازه پنل با توجه به تجانس میان اعضا ۱۵ نفر بود. از آنجا که پرسشنامه دلفی در این پژوهش بر اساس طیف لیکرت تنظیم شده بود، از شاخص انحراف معیار برای بررسی میزان توافق یا عدم توافق میان اعضا استفاده شد. در گام کمی برای ارزیابی میزان اعتبار پرسشنامه در

تعیین عامل اطمینان از روش تحلیل عاملی تأییدی استفاده شده است. پرسشنامه تهیه شده با بیست و سه سؤال مبتنی بر طیف سه گزینه‌ای برای صد نفر از مدیران شرکت‌های بورسی در صنایع تولیدی-صنعتی، ساخت و ساز، حمل و نقل و خدماتی، کشاورزی و مالی که قابلیت دسترسی داشته و با پژوهش‌گر همکاری کردند، ارسال شد. روش نمونه‌گیری پیمایش از نوع نمونه‌گیری در دسترس بود، همچنین برای تعیین پایایی پرسشنامه نهایی پس از اینکه ۲۵ پرسشنامه پیش‌آزمون شد، ضریب آلفای کرونباخ عدد ۰/۸۱۲ محاسبه شد. جهت تأیید روایی صوری پرسشنامه از نظرات استادان دانشگاهی و صاحب‌نظران بازار سرمایه استفاده شد.

#### ۴. تحلیل داده‌ها و یافته‌ها

در تجزیه و تحلیل اطلاعات علاوه بر روش تحلیلی و توصیفی با استفاده از نرم‌افزار SPSS و AMOS تحلیل عاملی تأییدی انجام شد. در روش تحلیل عاملی تأییدی پژوهشگر مطالعه را بر مبنای ساختار عاملی از پیش تعیین شده دنبال کرده است. همانطور که در روش شناسی پژوهش بیان شد. برای تعیین مضامین تبیین‌کننده اعتماد مدیران با مراجعه به منابع کتابخانه‌ای در دسترس متغیرهای ارائه شده در جدول (۲) جمع‌آوری شد.

جدول ۲. متغیرهای استخراج شده اطمینان مدیران

مضامین پایه تبیین‌کننده اعتماد مدیران	
میزان تولید محصول	ارزیابی وضعیت موجود
میزان استفاده از ظرفیت	میزان به کارگیری ظرفیت
ساختار تولید	سفارش‌های جدید
برنامه تولیداتی	سرمایه‌گذاری در تجهیزات
انتظارات از تولیداتی	بدهی‌های سررسید گذشته
سفارش‌های جدید	متوسط بهای تمام شده
میزان ثبت سفارش	رقابت در کسب و کار
عوامل محدودکننده تولید	موجودی کالای در جریان ساخت
موجودی کالای نهایی	خرید مواد
ثبت سفارش داخلی	وضعیت قیمت مواد اولیه
سفارش صادراتی	محدودیت‌های تولید
قیمت‌های فروش	ظرفیت فنی
وضعیت اشتغال	عرضه نیروی کار
محدودیت‌های فروش	تقاضای نیروی کار
گردش موجودی کالا	سودآوری
میزان ثبت سفارش کالا	موجودی کالای آماده برای فروش
استخدام جدید	فضای عمومی کسب و کار
عوامل محدودکننده صادرات	بهره‌وری
نرخ بهره	بهای مواد اولیه

موجودی کالای ساخته شده	هزینه‌های عملیاتی
وضعیت ثبت سفارش مواد اولیه	وضعیت ساخت و ساز
متوسط هر واحد بهای تمام شده	

در مرحله دوم دلفی با استفاده از پرسش‌های باز نظر خبرگان را در مورد اینکه آیا عوامل ارائه شده برای تبیین اطمینان آینده‌نگر مدیران شرکت‌ها مناسب هست، جویا شد. در نهایت بر اساس نظر خبرگان دو بعد به مضامین ارائه شده طبق جدول ۳ اضافه شد.

جدول ۳. ابعاد و شاخص‌های حاصل از پرسشنامه باز

ابعاد	شاخص‌های حاصل از پرسشنامه باز
روند زمانی	گذشته / حال / آینده
صنعت	تولید صنعتی و معدنی / ساخت و ساز / خدمات و حمل و نقل / کشاورزی / خدمات مالی

نظرات خبرگان و مضامین پایه تلفیق شد و به شکل پرسشنامه بسته در اختیار خبرگان قرار گرفت. پس از جمع‌آوری پرسشنامه‌ها مضامین دارای انحراف معیار بالا که در خصوص آن‌ها اجماع کلی وجود نداشت حذف و در واقع شاخص‌های نهایی برای پرسشنامه تعریف شد. جدول ۴ شاخص‌های نهایی استخراج شده از روش دلفی را به عنوان عوامل مؤثر بر اعتماد مدیران شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار تهران همراه با میانگین، انحراف معیار و رتبه بدست آمده نشان می‌دهد.

جدول ۴. شاخص‌های نهایی دلفی

رتبه	انحراف معیار	میانگین	سه ماهه آتی	سه ماهه گذشته	متغیر	صنعت
۲	۰/۴۴۱	۳/۴۶۵	✓	✓	روند تولید	
۳	۰/۵۴۱	۳/۳۳۲	✓	✓	روند اشتغال	
۴	۰/۷۲۵	۳/۱۹۲		✓	میزان سفارشات داخلی	تولیدات
۵	۰/۵۵۱	۳/۱۸۵		✓	میزان سفارشات صادرات	صنعتی و معدنی
۶	۰/۵۵۶	۳/۱۲۹		✓	موجودی کالای تولید شده	



۱	۰/۴۴۱	۳/۹۸۸	✓		روند قیمت‌های فروش	
۲	۰/۳۳۴	۳/۳۷۴	✓	✓	روند فعالیت‌های ساخت و ساز	
۱	۰/۳۳۱	۳/۴۴۲	✓	✓	روند اشتغال	
۵	۰/۴۶۷	۳/۳۳۲		✓	سفرهاست ثابت شده	ساخت و ساز
۳	۰/۲۲۱	۳/۳۳۱		✓	عوامل محدود کننده ساخت و ساز	
۴	۰/۲۲۵	۳/۲۵۴	✓		روند قیمت‌های فروش	
۱	۰/۴۴۲	۳/۶۴۱	✓	✓	روند وضعیت کسب و کار	
۳	۰/۳۵۵	۳/۴۵۱	✓	✓	روند اشتغال	
۴	۰/۵۶۴	۳/۲۲۱	✓	✓	روند تقاضای سفرهاست	خدمات و حمل و نقل
۲	۰/۴۷۸	۳/۵۵۱	✓		روند قیمت‌های فروش	
۳	۰/۵۵۴	۳/۳۳۱	✓	✓	روند تولید	
۴	۰/۳۳۵	۳/۳۳۱	✓	✓	روند اشتغال	
۲	۰/۴۴۲	۳/۴۴۲		✓	عوامل محدود کننده تولید	کشاورزی
۵	۰/۴۴۱	۳/۱۲۵		✓	موجودی محصولات	
۱	۰/۳۳۵	۳/۵۵۱	✓		روند قیمت‌های فروش	
۲	۰/۶۶۷	۳/۳۱۱	✓	✓	روند وضعیت کسب و کار	
۳	۰/۴۵۸	۳/۱۱۰	✓	✓	روند اشتغال	خدمات مالی
۱	۰/۶۶۸	۳/۴۵۷	✓	✓	روند گردش مالی	

در گام بعدی با استفاده از از نتایج نهایی روش دلفی به کمک یک پرسشنامه محقق ساخته که غالباً در طیف سه گزینه‌ای است و با توجه به نوع سؤالات شامل پاسخ‌های (افزایش یافته-بدون تغییر-کاهش یافته) و (بالتر از نرمال-نرمال-کمتر از نرمال) است، به تعداد ۱۰۰ عدد در جامعه هدف یعنی مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس و اوراق بهادار توزیع شده تا برآزش مدل به صورت عملی مورد آزمایش قرار گیرد، برای این منظور از روش تحلیل عاملی استفاده شد. برای ارزیابی تناسب داده‌ها برای تحلیل عاملی از شاخص کایزر-مایر-الکین<sup>۱</sup> و آزمون آماری بارتلت<sup>۲</sup> استفاده شده است. مقادیر حاصل از شاخص و آزمون آماری مذکور در جدول پنج برای هر صنعت ارائه شده است.

جدول ۵. نتایج آزمون KMO و بارتلت

مقدار احتمال	مقدار کای مربع از آماره بارتلت	مقدار KMO	نام صنعت
/۰۰۰	۳۳۴/۰۲۷	/۶۳۳	صنعت تولیدی و معدنی
/۰۰۰	۲۲۹/۳۱۸	/۵۷۲	صنعت ساخت و ساز
/۰۰۰	۳۱۵/۵۷۲	/۵۲۵	صنعت خدمات و حمل و نقل
/۰۰۰	۳۳۱/۸۰۵	/۵۲۹	صنعت کشاورزی
/۰۰۵	۲۱۹/۴۲۳	/۵۲۸	صنعت مالی

شاخص کایزر-مایر-الکین مشخص می‌کند که آیا تحلیل عاملی بر روی داده‌های جمع آوری شده قابل اجرا می‌باشد. شاخص مذکور شدت همبستگی‌های متقابل بین سؤالات یا متغیرها را بررسی می‌کند. با توجه به آنکه مقادیر حاصل شده از شاخص مذکور در پنج صنعت بیشتر از ۵/ می باشد، نشان می‌دهد که همبستگی تفکیکی بین متغیرها از حد مناسب برخوردار است و می‌توان کفایت نمونه‌ها برای تحلیل عاملی را تأیید کرد. دومین آزمون تأییدی که می‌بایست قبل از اجرای تحلیل عاملی به کار گرفته شود، آزمون بارتلت است. یکی از فرض‌های اساسی در تحلیل عاملی این است که بین متغیرها باید همبستگی وجود داشته باشد. اگر متغیرها مستقل از یکدیگر باشند به کارگیری مدل تحلیل عاملی مناسب نیست. آزمون کرویت بارتلت به ارزیابی این سؤال می‌پردازد که آیا ماتریس همبستگی که پایه تحلیل عاملی قرار می‌گیرد، در جامعه برابر صفر است یا خیر. همانطور که از مقادیر احتمال جدول مشخص است فرضیه صفر آزمون مبنی بر عدم وجود همبستگی تأیید نمی‌شود و در نتیجه امکان شناسایی و تعریف عوامل بر اساس همبستگی متغیرها وجود دارد.

<sup>۱</sup> KMO<sup>۲</sup> BARTLET

شیوه مورد استفاده برای استخراج عوامل، روش تحلیل اجزای اصلی<sup>۱</sup> است. در این روش از همبستگی ترکیبات خطی متغیرهای مشاهده شده استفاده می شود. اولین عامل یا متغیر پنهان در این روش جزئی است که دارای بالاترین واریانس پیش‌بینی کننده در متغیرهای مشاهده شده باشد. عوامل انتخابی عواملی هستند که واریانس بالاتری را ایجاد کرده و از طرفی با سایر عوامل دارای همبستگی نباشد. جدول (۶) تعداد متغیرهای استخراج شده (سوالات) برای هر متغیر پنهان را در هر صنعت نشان می دهد.

جدول ۶. مقادیر اشتراک و دامنه آن برای هر صنعت

نام صنعت	متغیرهای مشترک	دامنه مقادیر اشتراکی
صنعت تولیدی-معدنی	۸	۴۰۳/ الی ۷۲۴/
صنعت ساخت و ساز	۷	۳۷۵/ الی ۷۱۴/
صنعت خدمات و حمل و نقل	۷	۳۹۲/ الی ۶۸۲/
صنعت کشاورزی	۷	۴۰۱/ الی ۷۶۷/
صنعت مالی	۶	۳۶۵/ الی ۷۶۲/

همانطور که در ستون دوم جدول شش مشخص است، تعداد متغیرهای بدست آمده در تبیین متغیر اطمینان برای هر صنعت را مشخص شده است. بر این اساس در صنعت تولیدی-معدنی هشت سؤال، در صنعت ساخت و ساز هفت سؤال، در صنعت خدمات و حمل و نقل هفت سؤال، در صنعت کشاورزی هفت سؤال و در صنعت مالی شش سؤال برای تبیین متغیر اطمینان در هر صنعت مورد تأیید قرار گرفته است. مقادیر دامنه اشتراکی استخراج نشان دهنده مجموعه ضریب تغییرات (مجذور همبستگی) هر متغیر با متغیرهای پنهان استخراج شده مدل است. در واقع این مقادیر نشان می دهد که متغیرهای پنهان استخراج شده توسط نرم افزار تا چند درصد تغییرات مربوط به متغیر آشکار را می تواند پیش بینی کند. از آنجا که مقادیر استخراج شده بالاتر از ۳/ بوده، توصیف متغیرها توسط متغیر پنهان مناسب است. جدول ۷ نشان دهنده خلاصه نتایج نرم افزار برای متغیرهای پنهان استخراج شده (عوامل) است. در تحلیل عاملی بیان می شود که آن عواملی به عنوان متغیرهای پنهان ارزش استخراج را دارند که بتوانند به اندازه یک متغیر آشکار تغییرات را پیش بینی کنند. از این رو با توجه به تعداد پرسش‌های مرتبط با هر صنعت به بررسی تعداد متغیرهای پنهان قابل استخراج پرداخته شده است.

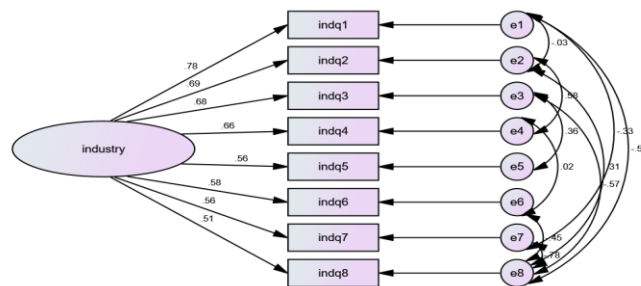
جدول ۷. خلاصه نتایج نرم افزار برای متغیرهای پنهان استخراج شده

نام صنعت	مقادیر ویژه	درصد تغییرات تجمعی	تعداد متغیر پنهان قابل استخراج
صنعت تولیدی-معدنی	۴/۳۴۱	۶۴/۸۰۱	۱

<sup>۱</sup> Principle Component Analysis

۱	۶۱/۷۵۳	۲/۹۰۳	صنعت ساخت و ساز
۱	۶۰/۴۸۵	۱/۹۴۴	صنعت خدمات و حمل و نقل
۱	۶۱/۲۴۹	۳/۰۴۱	صنعت کشاورزی
۱	۶۱/۲۷۰	۱/۹۴۹	صنعت مالی

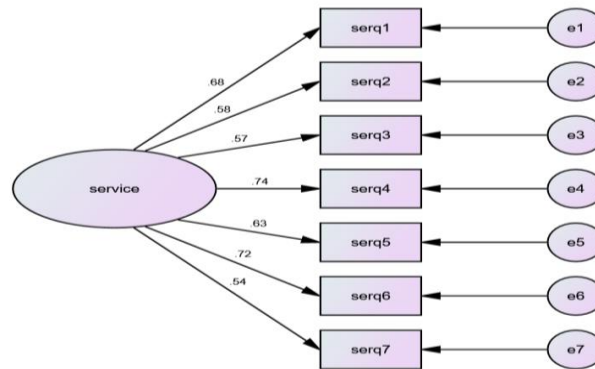
ستون دوم در جدول (۷) مقادیر ویژه<sup>۱</sup> است. چنانچه مقادیر ویژه از مقدار یک بیشتر باشد به عنوان متغیر پنهان ارزش استخراج را دارند. در هر پنج صنعت یک عامل پنهان به عنوان اطمینان مدیریتی قابل استخراج است. درصد تجمعی تبیین تعداد عوامل پنهان در ستون سوم آمده است. در مجموع تبیین بیش از ۶۰ درصد تغییرات توسط یک عامل پنهان در همه صنایع وجود داشته که درصد قابل قبولی در تحلیل عاملی با توجه به مقادیر ویژه است. جهت بررسی روابط بین متغیرهای آشکار (سوالات) و متغیر پنهان، از روش تحلیل عاملی تأییدی بر اساس معادلات ساختاری استفاده شد. نتایج حاصل از تحلیل به صورت جداگانه در شکل‌ها ارائه شده است.



شکل ۲. نمایش اعداد مسیر در حالت تخمین استاندارد در صنعت تولیدی و معدنی

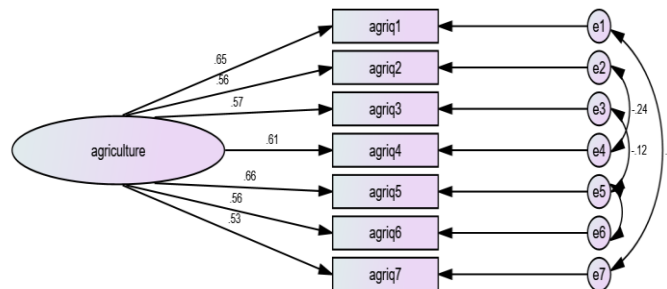
در شکل (۲) نتایج تحلیل عاملی تأییدی برای صنعت تولیدی و معدنی که شامل یک متغیر پنهان اطمینان و هشت متغیر آشکار (سؤال) می باشد ارائه شده است. بار عاملی استاندارد تحلیل عاملی تأییدی برای سنجش قدرت رابطه بین هر عامل متغیر پنهان با متغیرهای قابل مشاهده آن (گویه‌های پرسشنامه) در تمامی موارد بزرگتر از ۳/ به دست آمده است. بنابراین ساختار عاملی پرسشنامه قابل تأیید است. بعد از محاسبه بار عاملی استاندارد آزمون معناداری نیز صورت گرفته که همه شاخص‌ها در سطح اطمینان ۵ درصد معنی دار است.

<sup>۱</sup> Initial Eigenvalues



شکل ۳. نمایش اعداد مسیر در حالت تخمین استاندارد در صنعت خدماتی و حمل و نقل

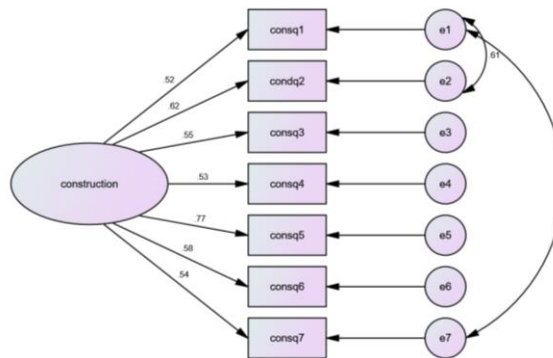
در شکل (۳) نتایج تحلیل عاملی تأییدی برای صنعت خدماتی و حمل و نقل که شامل یک متغیر پنهان اطمینان و هفت متغیر آشکار (سؤال) می باشد ارائه شده است. بار عاملی استاندارد تحلیل عاملی تأییدی برای سنجش قدرت رابطه بین هر عامل متغیر پنهان با متغیرهای قابل مشاهده آن (گویه‌های پرسشنامه) در تمامی موارد بزرگتر از  $0/3$  به دست آمده است. بنابراین ساختار عاملی پرسشنامه قابل تأیید است. بعد از محاسبه بار عاملی استاندارد آزمون معناداری نیز صورت گرفته که همه شاخص ها در سطح اطمینان ۵ درصد معنی دار است.



شکل ۴. نمایش اعداد مسیر در حالت تخمین استاندارد در صنعت کشاورزی

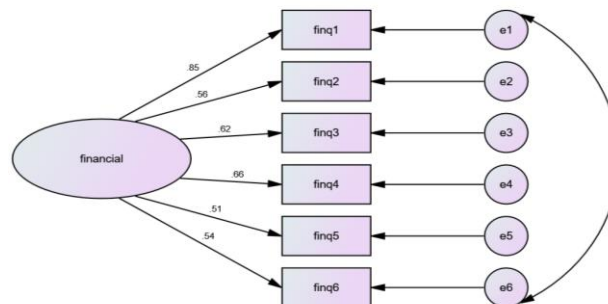
در شکل (۴) نتایج تحلیل عاملی تأییدی برای صنعت کشاورزی که شامل یک متغیر پنهان اطمینان و هفت متغیر آشکار (سؤال) می باشد ارائه شده است. بار عاملی استاندارد تحلیل عاملی تأییدی برای سنجش قدرت رابطه بین هر عامل متغیر پنهان با متغیرهای قابل مشاهده

آن (گویه‌های پرسشنامه) در تمامی موارد بزرگتر از  $0/3$  به دست آمده است. بنابراین ساختار عاملی پرسشنامه قابل تأیید است. بعد از محاسبه بار عاملی استاندارد آزمون معناداری نیز صورت گرفته که همه شاخص‌ها در سطح اطمینان ۵ درصد معنی‌دار است.



شکل ۵. نمایش اعداد مسیر در حالت تخمین استاندارد در صنعت ساختمان

در شکل (۴) نتایج تحلیل عاملی تأییدی برای صنعت ساختمان که شامل یک متغیر پنهان اطمینان و هفت متغیر آشکار (سؤال) می‌باشد ارائه شده است. بار عاملی استاندارد تحلیل عاملی تأییدی برای سنجش قدرت رابطه بین هر عامل متغیر پنهان با متغیرهای قابل مشاهده آن (گویه‌های پرسشنامه) در تمامی موارد بزرگتر از  $0/3$  به دست آمده است. بنابراین ساختار عاملی پرسشنامه قابل تأیید است. بعد از محاسبه بار عاملی استاندارد آزمون معناداری نیز صورت گرفته که همه شاخص‌ها در سطح اطمینان ۵ درصد معنی‌دار است.



شکل ۵. نمایش اعداد مسیر در حالت تخمین استاندارد در صنعت مالی

در شکل (۵) نتایج تحلیل عاملی تأییدی برای صنعت مالی که شامل یک متغیر پنهان اطمینان و شش متغیر آشکار (سؤال) می‌باشد ارائه شده است. بار عاملی استاندارد تحلیل عاملی تأییدی برای سنجش قدرت رابطه بین هر عامل متغیر پنهان با متغیرهای قابل مشاهده آن (گویه‌های پرسشنامه) در تمامی موارد بزرگتر از  $0/3$  به دست آمده است. بنابراین ساختار عاملی پرسشنامه قابل تأیید

است. بعد از محاسبه بار عاملی استاندارد آزمون معناداری نیز صورت گرفته که همه شاخص ها در سطح اطمینان ۵ درصد معنی دار است.

مرحله آخر در تحلیل عاملی تأییدی بررسی شاخص ریشه میانگین مربعات خطاهای تخمین<sup>۱</sup> است که در بیشتر تحلیل‌های عاملی و مدل‌های معادلات ساختاری به عنوان یک شاخص نکویی برازش اصلی استفاده می‌شود، جدول هشت نتایج حاصل از مقادیر شاخص مذکور را برای هر مدل ارائه کرده است.

جدول ۸. مقادیر شاخص ریشه میانگین مربعات خطاهای تخمین

مقدار شاخص RMSEA	نام صنعت
/۰۰۰۴	صنعت تولیدی و معدنی
/۰۰۰۱	صنعت ساخت و ساز
/۰۰۰۶	صنعت خدمات و حمل و نقل
/۰۰۰۵	صنعت کشاورزی
/۰۰۰۱	صنعت مالی

در مباحث آماری برای برازش مناسب شاخص ریشه میانگین مربعات خطاهای تخمین باید کوچکتر از ۵ درصد باشد. همانطور که در جدول هشت نتایج مربوط به هر مدل ارائه شده است، مقادیر بدست آمده از مقدار حدی پنج درصد کمتر است. از این رو می‌توان نتیجه گرفت که برازش هر مدل مطلوب است.

## ۵. بحث و نتیجه‌گیری

هدف اصلی پژوهش حاضر طراحی شاخصی برای تبیین اطمینان مدیران و باورهای اقتصادی بوده و در این راستا با بررسی مطالعات کتابخانه‌ای و پژوهش‌های انجام شده و شاخص‌های طراحی شده در سایر کشورها چارچوب اصلی برای شناسایی متغیرهای تبیین کننده اطمینان مدیریتی و باور اقتصادی تعریف شد. روش علمی تلفیقی کیفی و کمی استفاده شده در پژوهش حاضر سبب شده تا عوامل تبیین کننده اطمینان مدیریتی در کشور ایران به طور نسبتاً جامع شناسایی شده و عوامل مؤثرتر انتخاب شوند. از این رو بر اساس روش تحلیل مضمون در یک فرآیند چند مرحله‌ای متغیرهای اصلی انتخاب شده و بر اساس روش تحلیل عاملی مورد آزمون آماری قرار گرفته شد. نتایج حاصل از تحلیل عاملی تأییدی نشان داد که طراحی پرسشنامه پژوهش با هشت سوال برای صنعت تولیدی و معدنی و هفت سوال برای صنایع ساختمان، خدمات و حمل و نقل و کشاورزی و شش سوال برای صنعت مالی می‌تواند تبیین کننده متغیر مکنون اطمینان مدیریتی باشد. که این پرسشنامه استاندارد شده به عنوان یک ابزار مناسب جمع‌آوری داده جهت شاخص سازی اطمینان مدیریتی و باور اقتصادی قابلیت استفاده عمومی دارد. روش کمی سازی

<sup>۱</sup> RMSEA

شاخص در پژوهش حاضر بر اساس رویکرد توازن به عنوان یک رویکرد جامع و فراگیر ارائه شده و آنچه در پژوهش حاضر به این رویکرد افزوده است تلفیق شاخص‌های باور اطمینان مدیریتی در هر صنعت و نحوه محاسبه یک شاخص تلفیقی با عنوان شاخص باور اقتصادی است. همانطور که در بخش پیشینه پژوهش مطرح شد، مطالعات انجام شده در اغلب موارد از یک نسبت ساده که مبتنی بر داده‌های گذشته نگر بوده برای تعریف اطمینان مدیران و باورهای اقتصادی مطرح شده است (برای مثال: المندیر، تیت و یان (۲۰۱۷)، بن داوید، گراهام و هاروی (۲۰۱۵)). و در گروهی دیگر با استفاده از داده‌های کیفی و پیمایشی و کمی سازی آن‌ها (به خصوص شاخص اطمینان مصرف کننده) ارتباط آن‌ها را در پیش بینی متغیرهای کلان اقتصادی اندازه گیری می‌کند (برای مثال: کلیسی (۲۰۲۰) سوریک (۲۰۱۸)). از سوی دیگر در طراحی شاخص‌هایی که توسط کشورهای مختلف یا اتحادیه‌ها مانند کمیسیون‌های اتحادیه اروپا انجام شده است. عموماً به محاسبه شاخص‌های مبتنی بر انتظارات مصرف کنندگان در زمینه‌ی اوضاع عمومی اقتصاد و اوضاع عمومی مالی و اوضاع بیکاری و پس انداز پرداخته شده است. از این رو پژوهش حاضر با یک روش متمایز و جامع توانسته است به طراحی شاخص اطمینان مدیریتی و باور اقتصادی در بازار سرمایه ایران نائل شود.

## ۶. پیشنهادها و محدودیت‌ها

مهم‌ترین پیشنهاد کاربردی پژوهش حاضر آن است که سازمان بورس و اوراق بهادار به عنوان متولی بازار سرمایه با استفاده از پژوهش حاضر و آماده سازی زیرساخت‌های لازم، شاخص مذکور را محاسبه و در اختیار جامعه قرار دهد، تا تحلیل گران و سرمایه‌گذاران و حکمرانان از نگرش‌های کسب و کار نسبت به آینده اقتصاد بینش مناسب داشته باشند.

همچنین پیشنهاد می‌شود تا نهادهای مالی تصمیم ساز مانند بانک مرکزی و وزارت اقتصاد و دارایی از روش مذکور برای شاخص سازی سایر رفتارهای مالی در حوزه اقتصادی و مالی بهره‌گیرند.

همچنین به پژوهشگران در حوزه مالی پیشنهاد می‌شود. در طراحی شاخص مذکور از سوالات دیگری نیز استفاده کرده و برازش‌های مدل را ارزیابی کنند. همچنین سایر روش‌های تخمین مانند روش‌های احتمالی و رگرسیونی نیز می‌تواند مورد بررسی قرار گیرد.

شاخص مذکور به عنوان یک داده می‌تواند در پژوهش‌های مالی شرکتی در بررسی رفتار شرکت‌ها در چرخه‌های کسب مورد استفاده قرار گیرد. پژوهشگران می‌توانند به مقایسه شاخص‌های گذشته نگر با شاخص‌های پیش بین پرداخته و دقت و صحت هر شاخص بررسی کنند.

محدودیت پژوهش عمدتاً مربوط به نحوه تعامل و همکاری خبرگان و پاسخ دهندگان پرسشنامه با توجه به شرایط کرونا در کشور بوده است.



## منابع

1. Acharya, V. V., Pedersen, L. H., Philippon, T., and Richardson, M. (2017). Measuring systemic risk. *The Review of Financial Studies*, 30(1), 2–47.
2. Akerlof, G. A. & Shiller, R. J. (2010). *Animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*. Princeton University Press.
3. Baker, M., & Wurgler, J. (2000). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61, 1645–1680.
4. Baker, M., & Wurgler, J. (2013). Behavioral corporate finance: An updated survey. *The Journal of Finance* Vols. volume 85, 20–30.
5. Ben-David, I., Graham, J. R. & Harvey, C. R. (2015). *Managerial overconfidence and corporate policies* Working Paper No. 13711.
6. Bari, S., Foroughi, D., Moarefi Mohammadi, A. (2019). The moderating role of external monitoring in Prioritizing Investors' Beliefs and Factors Influencing Those Beliefs in the Iran Capital Market Using Multi-Criteria Decision Making Methods. *Financial Management Perspective*, 9(28), 9-38. (In Persian)
7. Beaudry, P., Nam, D., and Wang, J. (2011). Do mood swings drive business cycles and is it rational? Technical report, *National Bureau of Economic Research*, 52-66.
8. Beveridge, W.H. (1909), “*Unemployment: A Problem of Industry*”, Longmans Green, London.
9. Brown, G., & Cliff, M. (2014). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of Empirical Finance*, 11, 1–27.
10. Ben-Rephael, A., Kandel, S., & Wohl, A. (2012). Measuring investor sentiment with mutual fund flows. *Journal of Financial Economics*, 104, 363–382.
11. Blanchard, O. J., L'Huillier, J.-P., & Lorenzoni, G. (2013). News, noise, and fluctuations: An empirical exploration. *The American Economic Review*, 103(7):3045–3070.
12. Carlson, J. A & Parkin, M. (1975). Inflation Expectations. *Economica*, (42):123-138.
13. Cass, D. & Shell, K. (1983). Do sunspots matter?, *Journal of political economy*, 91(2):193–227.
14. Clark, M.J. (1917), “Business acceleration and the law of demand: A technical factor in economic cycles”, *Journal of Political Economy*, 25, 217-235.
15. Cieřlik, A. Ghodsi, M. (2020). Economic Sentiment Indicators and Foreign Direct Investment, The Vienna Institute for International Economic Studies working paper. 206.
16. D'ees, S. & Guntner, J. (2014). *The international dimension of confidence shocks*. ECB Working Paper No. 1669.
17. D'ees, S. & Zimic, S. (2016). *Animal spirits, fundamental factors and business cycle fluctuations*. ECB Working Paper No. 1953.
18. D'Elia, E. (1993), “Forecasting Prices by Opinion Survey Data: the Italian Experience”, in Contributed papers submitted for the 20th CIRET Conference 1991, CIRET studien n. 43.
19. De Grauwe, P. & Ji, Y. (2016). Animal spirits and the international transmission of business cycles. *Technical report*, 5, 18-25.
20. Ebrahimi, s. (2016). The effect of excessive uncertainty on the management of the company's real profit listed on the Tehran Stock Exchange, *Financial Management Perspective*, 15(6). 9-23.
21. Farmer, R. E. & Serletis, A. (2016). The evolution of endogenous business cycles. *Macroeconomic Dynamics*, 20(2):544–557.
22. Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan.
23. Kaniel, R., Saar, G., & Titman, S. (2016). Individual investor sentiment and stock returns. *Working Paper (Center for Financial Econometrics)*.
24. Levchenko, A. A. and Pandalai-Nayar, N. (2015). TFP, news, and” sentiments”: *The international transmission of business cycles. Technical report*, National Bureau of Economic Research.
25. Lee, C. M. C., Shleifer, A., & Thaler, R. H. (2010). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. *The Journal of Finance*, 65, 75–109

26. Lin, Y., Hu, S. & Chen, M. (2018). Managerial optimism and corporate investment: some empirical evidence from Taiwan. *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(5), 523-546.
27. Marcelo, J. L. M., Quirós, J. L. M., & Martins, J. L. (2018). Dynamic Factor Models for Survey-based Confidence Indicators. *Journal of International Financial Markets*, 26, 273-290.
28. Malmendier, U., Tate, G. and Yan, J. (2017). Overconfidence and early-life experiences: the effect of managerial traits on corporate financial policies. *Journal of Finance*, 66(5), 1687-1733.
29. Moosavihaghighi, M., Ranaei Kordshouli, H., Abbasi, A., Moosavihaghighi, M. (2020). Simulation the Model of Effects of Behavioral and Macroeconomic Factors on the Tehran Stock Exchange Index with Using System Dynamics Approach. *Financial Management Perspective*, 10(29), 89-124. (In Persian)
30. Pesaran, M.H. (1985). Formation of inflation expectations in British manufacturing industries. *The Economic Journal*. 95:945-978.
31. Pigou, A. (1927), "*Industrial Fluctuations*", Macmillan, London.
32. Smith, J. and McAleer, M. (1995), "Alternative procedures for converting qualitative response data to quantitative expectations: an application to Australian manufacturing", *Journal of Applied Econometrics*, Vol.10, 165-185.
33. Sorić, P. (2018). Consumer confidence as a GDP determinant in New EU Member States: a view from a timevarying perspective. *Empirica*, 45(2), 261-282.
34. Van Aarle, B., & Kappler, M. (2012). Economic sentiment shocks and fluctuations in economic activity in the euro area and the USA. *Intereconomics*, 47(1), 44-51.