

## اثرگذاری اطلاعات مختلف و ارائه صادقانه آنها بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تحلیل گران شرکت‌های سرمایه‌گذاری

رضا تهرانی<sup>۱</sup> / مهدی ابراهیمی میمند<sup>۲</sup>

### چکیده

هدف این پژوهش تعیین میزان اهمیت منابع اطلاعاتی مختلف و میزان صداقت در ارائه آنها بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تحلیل گران شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس است. در این پژوهش اهمیت سه منبع مهم اطلاعاتی شامل اطلاعات حسابداری، اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت و سایر اطلاعات افشا شده بررسی می‌شود. افزون بر این، اثر ارائه صادقانه اطلاعات و میزان صداقت مدیریت نیز مورد مطالعه قرار می‌گیرد. این پژوهش از نوع پیمایشی-کاربردی است و اطلاعات مورد نیاز با ابزار پرسشنامه از نمونه‌ای شامل ۸۰ تحلیل‌گر شرکت‌های سرمایه‌گذاری جمع‌آوری شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که تحلیل گران از هر سه منبع اطلاعاتی در ارزیابی سهام استفاده می‌کنند. آزمون داده‌ها با استفاده از روش رگرسیون، تحلیل مسیر و روش حداقل مربعات جزئی (PLS) مشخص کرد که ارزیابی سهام مبتنی بر اطلاعات حسابداری و اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت بر تصمیمات خرید یا فروش سهام توسط تحلیل گران تأثیر معنی‌داری دارد. افزون بر این، تصمیم‌گیری در رابطه با خرید یا فروش سهام تحت تأثیر میزان صداقت در ارائه اطلاعات حسابداری قرار می‌گیرد.

**واژگان کلیدی:** اطلاعات حسابداری، اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت، صداقت مدیریت، روش حداقل مربعات جزئی.

**طبقه‌بندی موضوعی:** G14

۱. دانشیار دانشکده مدیریت دانشگاه تهران  
۲. دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه علامه طباطبائی

## مقدمه

سرمایه‌گذاران برای ورود به بازار می‌توانند مستقیماً اقدام به ارزیابی و خرید و فروش سهام کنند یا از واسطه‌های مالی استفاده کنند. سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش سهام به اطلاعات گوناگونی نیاز دارند که کسب این اطلاعات، زمان‌بر و هزینه‌بر است. بنابراین نیاز به وجود نهادهایی است که از طرف سرمایه‌گذاران اقدام به خرید و فروش سهام کنند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری از جمله مهمترین این واسطه‌ها هستند. شرکت‌های سرمایه‌گذاری با دریافت منابع سرمایه‌گذاران، به نیابت از آنان اقدام به خرید و فروش سهام می‌کنند. آن‌ها به دلیل داشتن منابع و زمان کافی می‌توانند سرمایه را بین اوراق بهادار ارزشمند تقسیم کنند و همچنین به کشف قیمت منصفانه اوراق بهادار و تخصیص بهینه منابع مالی کمک کنند. تحلیل‌گران شرکت‌های سرمایه‌گذاری با توجه به دانش و تجربه خود از اطلاعات گوناگون برای ارزیابی و تصمیم‌گیری استفاده می‌کنند و صحت پیش‌بینی‌های مالی را بر مبنای عملکرد فعلی شرکت بهبود می‌دهند (Kothari, 2001). به این ترتیب برای افزایش کارایی بازار در زمینه تخصیص منابع و توسعه آن، لازم است تا مبنای تصمیم‌گیری تحلیل‌گران شرکت‌های سرمایه‌گذاری شناسایی شود و بر این اساس، ارائه اطلاعات و درستی آن برنامه‌ریزی شود. هدف این پژوهش شناسایی اطلاعات مورد استفاده تحلیل‌گران شرکت‌های سرمایه‌گذاری در ارزیابی شرکت‌های مورد معامله است. همچنین اهمیت صداقت در ارائه این اطلاعات نیز بررسی می‌شود.

## ادبیات و مبانی نظری پژوهش

تحلیل‌گران در تصمیمات مربوط به معامله سهام اطلاعات گوناگون شامل اطلاعات عمومی و خصوصی را به کار می‌بندند. قیمت سهام همه اطلاعات موجود را منعکس نمی‌کند (Givoly, et al., 1984)، بنابراین جمع‌آوری اطلاعات بیشتر، توجیه‌پذیر است. پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران برای بازار، ارزش افزوده دارد و از سوی دیگر منجر به افزایش کارایی بازار اوراق بهادار می‌شود (Barth, et al., 2004). در بازار سهام، تحلیل‌گران و شرکت‌های سرمایه‌گذاری بسیار مطلع‌تر از سایر سرمایه‌گذاران هستند. آن‌ها اطلاعاتی در رابطه با سیاست‌های تجاری شرکت‌ها از منابع خصوصی و عمومی گردآوری می‌کنند (Nofsinger, et al., 1996). اطلاعات گردآوری شده از منابع مختلف به بهبود پیش‌بینی سود آتی کمک می‌کند و در نتیجه، تصمیمات خرید، فروش و یا نگهداری سهم به گونه‌ای صحیح‌تر اتخاذ می‌شود (Womack, 1996). دستیابی به اطلاعات خصوصی موجب بهبود پیش‌بینی‌ها می‌شود. برای مثال کلمنت و همکاران (Clement, et al., 2005) دریافتند که پیش‌بینی‌های ناشی از

اطلاعات شخصی تحلیل‌گران، بسیار صحیح‌تر از میانگین پیش‌بینی‌ها است. فوگارتی و همکاران (Fogarty, et al., 2005) بیان کردند که تحلیل‌گران، حقایق اجتماعی‌ای را ایجاد می‌کنند که بدون وجود خود تحلیل‌گر وجود خارجی ندارند. اطلاعات حسابداری به دلیل حساسی شدن و مسئولیت‌مدیریت در قبال آن‌ها، نسبتاً اتکاپذیرند. این اطلاعات می‌تواند توسط استفاده‌کنندگان تعدیل شود. اطلاعات دیگری نیز در بازار وجود دارد که می‌تواند بر تصمیمات اثر بگذارد (برای مثال اطلاعاتی که توسط سایر شرکت‌های صنعت منتشر می‌شود). بنابراین اطلاعات گوناگون با سطوح مختلف صداقت در بازار منتشر می‌شود که هر کدام با سهمی متفاوت بر تصمیمات خرید و فروش سهام اثر می‌گذارد، که این اطلاعات را می‌توان به شرح زیر طبقه‌بندی کرد.

**اطلاعات حسابداری منتشر شده:** تحلیل‌گران و سایر استفاده‌کنندگان برای تصمیم‌گیری‌های مربوط به خرید و فروش سهام از اطلاعات حسابداری استفاده می‌کنند. در این رابطه پژوهش‌های بسیاری انجام شده که اثر اقلامی از قبیل نسبت‌های مالی، سود حسابداری، اقلام تعهدی و نقدی را بر ارزش سهام و بازده بررسی کرده‌اند و در بسیاری از موارد ارتباط بین آن‌ها معنی‌دار بوده است.

**اطلاعات منتشر شده توسط مدیریت:** اطلاعات ارائه شده توسط مدیران بر تصمیمات سرمایه‌گذاران و فعالان بازار اثر دارد. در این مورد می‌توان به سود پیش‌بینی شده و اطلاعات مالی آینده‌نگر اشاره کرد. پژوهش‌های انجام شده در رابطه با اثر سود پیش‌بینی شده بر واکنش سرمایه‌گذاران، بیانگر اهمیت این پیش‌بینی‌ها در اتخاذ تصمیمات است (Ng, et al., 2006).

**سایر اطلاعات منتشر شده:** عملکرد جاری یک شرکت در صورت‌های مالی خلاصه شده است؛ اما صورت‌های مالی تنها درون‌داد ارزیابی جریان نقد آتی توسط بازار نیست (Kothari, 2001). برای مقاصد ارزش‌گذاری، علاوه بر اطلاعات خاص شرکت، به اطلاعاتی در رابطه با کل اقتصاد و وضعیت شرکت نیاز است (Pankoff, et al., 1970). برخی متغیرهای عمومی مؤثر بر بازده سهام، نرخ رشد تولید ناخالص ملی، سطح نرخ‌های بهره اوراق خزانه کوتاه‌مدت، نرخ تورم و قیمت نفت هستند (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

**صداقت مدیریت:** اقلام تعهدی ارائه شده قطعی نیستند، مدیران با استفاده از این اقلام می‌توانند عملکرد شرکت را به گونه‌ای غیرواقعی نشان دهند که به مدیریت سود و تئوری نمایندگی اشاره دارد. بنابراین صداقت و میزان درستی مدیریت تصمیمات خرید و فروش سهام را تحت تاثیر قرار می‌دهد. هیأت تدوین استانداردهای حسابداری ارائه صادقانه را در قالب میزان انطباق اندازه‌گیری رویدادها توسط شرکت و رویدادهای واقعی تعریف کرده است (هیأت استانداردهای حسابداری مالی، ۱۹۸۵).

میزان ارائه صادقانه اطلاعات، تصمیمات را تحت تأثیر قرار می‌دهد، زیرا اطلاعات سوگیرانه منجر به افزایش ریسک اطلاعاتی می‌شود.

استفاده متفاوت از اطلاعات منجر به ایجاد این سوال می‌شود که تحلیل‌گران شرکت‌های سرمایه‌گذاری از چه منبع اطلاعاتی در تصمیم‌گیری‌های مربوط به خرید و فروش سهام استفاده می‌کنند؟ منابع اطلاعاتی مورد بررسی در این پژوهش، اطلاعات حسابداری عمومی منتشر شده، سایر اطلاعات منتشر شده و اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت است. افزون بر این اثر صداقت مدیریت و صداقت در ارائه اطلاعات بر تصمیمات خرید و فروش سهام سنجیده می‌شود.

### پیشینه پژوهش

ارزش بازار سهام بیانگر ارزش فعلی جریان‌های نقدی مورد انتظار آتی است. جریان‌های نقد آتی از طریق سود حسابداری و ارقام تعهدی و نقدی سود تا حدودی پیش‌بینی پذیرند. افزون بر این، شواهدی در رابطه با ارزش پیش‌بینی سایر اطلاعات مالی از قبیل سیاست‌های تقسیم سود، بازخرید سهام و سود هر سهم وجود دارد (Dittmar, 2000). فرانسیس (Francis, 2008) به بررسی نحوه ارزش‌گذاری ارقام تعهدی توسط بازار پرداخت. نتایج این مطالعه بیانگر آن بود که در ارزش‌گذاری سهام، حساب‌های دریافتی محتوای اطلاعاتی بیشتری نسبت به سایر ارقام تعهدی و نقدی جاری دارند. هوتن و همکاران (Hutton, et al., 2009) اثر سود پیش‌بینی شده و میزان صحت و اعتبار سود پیش‌بینی شده قبلی را بر واکنش سرمایه‌گذاران بررسی کردند. نتایج این پژوهش نشان داد که قیمت سهام به پیش‌بینی مدیران واکنش نشان می‌دهد. البته میزان اعتبار پیش‌بینی‌های قبلی و تعداد دفعات پیش‌بینی تأثیرگذار هستند. بنیش (Beneish, 1999) در رابطه با مدیریت سود پژوهشی انجام داد و به این نتیجه رسید که تحلیل‌گران از مدیریت سود آگاه هستند. هیلی و همکاران (Healy, et al., 1993) دریافتند که مدیران از اهمیت اطلاعات حسابداری و علامت‌دهی‌های خصوصی در رابطه با انتخاب سیاست‌های حسابداری و عدم قطعیت ارقام تعهدی از نظر فعالان بازار آگاه هستند. بوشی و همکاران (Bushee, et al., 2005) بیان کردند که علاوه بر طرح‌های تجاری خوب، میزان صداقت مدیر و جلسات حضوری با سرمایه‌گذاران، بر اعتبار شرکت می‌افزاید. لانگ و همکاران (Lang, et al., 1993) دریافتند که محتوای اطلاعات افشاء شده اختیاری از قبیل اعلامیه‌های رسمی سود غیرعادی، نه تنها می‌تواند منجر به تحلیل شرکت شود، بلکه منجر به کاهش تغییرپذیری سود پیش‌بینی شده توسط تحلیل‌گران در طول سال می‌شود. راجرز و همکاران (Rogers, et al., 2003) بیان کردند که مدیران

محرک‌هایی برای ارائه اشتباه اطلاعات دارند. اما آن‌ها الزاماً قصد فریب سرمایه‌گذاران را ندارند؛ زیرا سرمایه‌گذاران می‌توانند از سود حسابرسی شده و اطلاعات ناشی از سایر منابع برای تایید پیش‌بینی‌های اولیه استفاده کنند. پیش‌بینی‌های اشتباهی که سرمایه‌گذاران آن‌ها را باور دارند، منجر به کاهش ارزش مدیران در بازار کار مدیریت می‌شود. علاوه بر این ممکن است شرکت‌ها از سوی معامله‌گران سهام زیان ببینند، این زیان "کسر دروغگویی" نامیده می‌شود. این کسر زمانی اتفاق می‌افتد که تحلیل‌گران صحت اطلاعات افشاء شده و پیش‌بینی مدیران را رد می‌کنند (اشتباه بودن اطلاعات افشاء شده دوره قبل در دوره جاری مشخص می‌شود). زمانی که پیش‌بینی‌های مدیران در دوره‌های قبل صحیح باشد، سرمایه‌گذاران در دوره بعد به این پیش‌بینی‌ها وزن زیادی می‌دهند (Choi, 1998). چونگ و همکاران (Chung, et al., 1984) در مصاحبه با ۲۰۰ عضو تحلیل‌گران فدرال دریافتند که تحلیل‌گران به اقلامی از قبیل کیفیت مدیریت، تسلط بر بازار و اعتبار راهبردی شرکت (توانایی دستیابی به اهداف) برای تصدیق متغیرهای مالی و اقتصادی توجه می‌کنند. لولن و همکاران (Lewellen, et al., 1979) از طریق پرسشنامه مدیران و غیرمدیران را در رابطه با روش تحلیل و انتخاب سهام با هم مقایسه کردند. نتایج آن‌ها نشان داد که مدیران به شدت از تحلیل بنیادی در انتخاب سهام استفاده می‌کنند. مارلین و همکاران (Marilyn, et al., 2003) در پژوهش خود به این نتیجه رسیدند که مهمترین عامل اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران، مدیریت شرکت است. نیومن (Newman, 2009) به بررسی اثر اطلاعات مختلف و میزان صداقت آن‌ها بر تصمیمات تحلیل‌گران مالی پرداخت. در این پژوهش اثر اطلاعات حسابداری، اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت، سایر اطلاعات افشاء شده و اطلاعات ارائه شده توسط سایر تحلیل‌گران و میزان صداقت این اطلاعات بر تصمیمات تحلیل‌گران بررسی شد. نتایج این پژوهش بیانگر اثرگذاری اطلاعات حسابداری و صداقت مدیران بر تصمیمات تحلیل‌گران مالی است. بوتازی و همکاران (Bottazzi, et al., 2011) به بررسی اثر اعتماد و صداقت طرفین بر سرمایه‌گذاری مالی و تصمیمات مربوط به قراردادهای پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که صداقت، تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت تأثیر قرار می‌دهد. گوایسو و همکاران (Guiso, et al., 2008) نشان دادند که صداقت و اعتماد، تمایل به سرمایه‌گذاری در سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد. اکنسی و همکاران (Ekinci, et al., 2007) به بررسی اثر سرمایه اجتماعی بر درستی مالی در منطقه اروپا پرداختند. ایشان دریافتند آن‌جا که اطمینان و صداقت بالا است، درستی مالی بالاتر است. هم‌چنین گوایسو و همکاران (Guiso, et al 2009) اهمیت اعتماد و صداقت برای جذب سرمایه‌گذاری مستقیم خارجی را نشان دادند.

قائمی و دیگران (۱۳۸۷) نقش اقلام تعهدی را در تشریح کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نتایج این پژوهش نشان داد که بازده سهام شرکت‌ها تحت تاثیر میزان اقلام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار می‌گیرد. عرب مازار و همکاران (۱۳۸۳) به بررسی اثر اطلاعات حسابداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که اطلاعات حسابداری عامل مهمی در قضاوت و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. تهرانی، طالب‌نیا و جلیلی (۱۳۸۵) به بررسی اثر اطلاعات حسابداری و غیرحسابداری بر تصمیمات سرمایه‌گذاران پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که اطلاعات غیرحسابداری مانند نوع مدیریت، مسائل سیاسی و اقتصادی داخلی و بین‌المللی، حجم فروش و نوع صنعت تأثیر بیشتری نسبت به اطلاعات حسابداری، بر تصمیمات سرمایه‌گذاران دارد. آقایی و همکاران (۱۳۸۳) در بررسی عوامل اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاران به این نتیجه رسیدند که روند تغییرات قیمت سهم و وضع بازار از مهمترین عوامل اثرگذار بر این تصمیمات است. رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۸۶) در پژوهش خود به این نتیجه دست یافتند که سرمایه‌گذاران در هنگام خرید سهام به نوع تولیدات و رشد قیمت سهم توجه دارند و به اطلاعات ترانزنامه‌ای و سود شرکت و تقسیم شود کمتر توجه می‌کنند. رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی رضایت سرمایه‌گذاران از محتوای اطلاعاتی گزارش‌های مالی پرداختند. نتایج پژوهش نشانگر اهمیت محتوای اطلاعاتی گزارش‌های مالی در رضایت سرمایه‌گذاران است. طالب‌نیا و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی نقش اطلاعات مالی و غیرمالی در تصمیمات شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران انفرادی پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد که اطلاعات سود و زیانی، سود هر سهم و نسبت‌های سودآوری در مقایسه با اطلاعات غیرمالی در تصمیم‌گیری شرکت‌های سرمایه‌گذاری از اهمیت بالاتری برخوردار است.

### فرضیه‌های پژوهش

شرکت‌های سرمایه‌گذاری نهادهای مهمی در بازار سرمایه هستند که می‌توانند از یک سو به کارایی بازار و از سوی دیگر به گسترش بازار و جذب سرمایه‌ها کمک کنند. به این ترتیب، شناسایی مبنای تصمیم‌گیری و ارائه اطلاعات مورد نیاز آن‌ها، گامی مهم در راستای توسعه بازار سرمایه است. پژوهش‌های مختلفی در این رابطه انجام شده که تمامی پژوهش‌های داخلی تنها بر استفاده یا عدم استفاده از اطلاعات متمرکزاند و با استفاده از آزمون‌های مقایسه‌ای و رتبه‌بندی، به بررسی اطلاعات مورد استفاده سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران پرداختند. اما آیا هر اطلاعاتی که مورد استفاده قرار گیرد و

مبنای ارزیابی شود، منجر به پیشنهاد خرید یا فروش سهم می‌شود؟ برای مثال در صورتی که مدیریت شرکت سود را به صورت خوشبینانه پیش‌بینی کند، آیا استفاده از اطلاعات ارائه شده، به پیشنهاد خرید منجر می‌شود؟ خیر، تحلیل‌گران با توجه به خبرگی و تجربه خود اقدام به تعدیل سود بر مبنای اطلاعات صورت‌های مالی و سایر اطلاعات موجود در رابطه با شرکت می‌کنند و سپس در رابطه با خرید یا فروش سهم پیشنهاد می‌دهند. به این ترتیب، این پژوهش تنها به آزمون مقایسه‌ای و رتبه‌بندی بسنده نکرده و با رویکرد همبستگی و استفاده از معادلات ساختاری به تبیین پیشنهاد معامله سهم توسط تحلیل‌گران با استفاده از اطلاعات مختلف و میزان صداقت این اطلاعات می‌پردازد. آزمون مدل نظری با استفاده از روش معادلات ساختاری، بررسی توان تبیین مدل ارزیابی تصمیم‌گیری، اندازه‌گیری ضرایب مسیر، استفاده از روش حداقل مربعات جزئی از مهمترین بخش‌های این پژوهش است. فرضیه‌های این تحقیق به شرح زیر است:

**فرضیه ۱:** ارزیابی تحلیل‌گران از شرکت بر مبنای اطلاعات حسابداری، بر تصمیم‌گیری آن‌ها در رابطه با معامله سهام به شکل معنی‌داری تأثیر دارد.

**فرضیه ۲:** ارزیابی تحلیل‌گران از شرکت بر مبنای سایر اطلاعات منتشره، بر تصمیم‌گیری آن‌ها در رابطه با معامله سهام به شکل معنی‌داری تأثیر دارد.

**فرضیه ۳:** ارزیابی تحلیل‌گران از شرکت بر مبنای اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت، بر تصمیم‌گیری آن‌ها در رابطه با معامله سهام به شکل معنی‌داری تأثیر دارد.

**فرضیه ۴:** ارائه صادقانه اطلاعات حسابداری بر تصمیمات تحلیل‌گران در رابطه با معامله سهام به شکل معنی‌داری تأثیر دارد.

**فرضیه ۵:** ارائه صادقانه سایر اطلاعات منتشره بر تصمیمات تحلیل‌گران در رابطه با معامله سهام به شکل معنی‌داری تأثیر دارد.

**فرضیه ۶:** ارائه صادقانه اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت بر تصمیم‌گیری در رابطه با معامله سهام به شکل معنی‌داری تأثیر دارد.

### تعریف متغیرها

**اطلاعات حسابداری منتشره:** شامل صورت‌های مالی شرکت و یادداشت‌های همراه آن است.

**اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیران:** بیانگر اطلاعاتی است که توسط مدیران شرکت در قالب پیش‌بینی‌ها و سایر علامت‌دهی‌ها به بازار ابلاغ می‌شود.

**سایر اطلاعات منتشره:** بیانگر اطلاعات ارائه شده به بازار بجز اطلاعات منتشره از دو منبع فوق می‌باشد (از قبیل اطلاعات اقتصادی در رابطه با صنعت و سایر اطلاعات منتشره در سایت‌ها).

**صداقت ارائه اطلاعات:** بیانگر عینی، غیرسوگیرانه و عاری از اشتباه بودن اطلاعات دریافتی است.

**صداقت مدیریت:** بیانگر میزان درستکاری و قابل اطمینان بودن مدیریت شرکت است.

### روش پژوهش

جامعه آماری این پژوهش، شامل تحلیل گران شرکت‌های سرمایه‌گذاری پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و فرابورس است. در این پژوهش از روش نمونه‌گیری تصادفی استفاده شد. به این ترتیب از بین جامعه آماری (حدود ۱۱۰ تحلیل‌گر) تعداد ۸۰ تحلیل‌گر انتخاب و پرسشنامه طراحی شده برای آن‌ها ارسال شد. این پژوهش در سال ۱۳۸۹ انجام گردید و از نوع پژوهش‌های توصیفی پیمایشی است که ابزار اندازه‌گیری آن، پرسشنامه می‌باشد. هر متغیر از طریق چند سوال و با استفاده از مقیاس ترتیبی هفت رتبه‌ای (محدوده ۳ تا ۳-)، که در آن ۳- کاملاً مخالف و ۳ کاملاً موافق می‌باشد) اندازه‌گیری می‌شود. نحوه عمل به این ترتیب است که از تحلیل گران خواسته شد تا سهمی را که با آن آشنا هستند انتخاب کنند، سپس بر مبنای هر یک از سه مجموعه اطلاعات و میزان صداقت در ارائه این اطلاعات سهم را مورد ارزیابی قرار دهند. در نهایت از آن‌ها در رابطه با این که آیا معامله سهم را پیشنهاد می‌کنند یا خیر، سوال شد. استفاده از منابع مختلف اطلاعاتی توسط تحلیل گران با استفاده از آزمون‌های مقایسه‌ای با یکدیگر مقایسه شدند. برای تعیین اثر ارزیابی مبتنی بر هر مجموعه از اطلاعات بر تصمیمات معامله سهام، از رگرسیون خطی، روش تحلیل مسیر و روش حداقل مربعات جزئی استفاده شد. مدل اصلی استفاده شده در این مقاله مبتنی بر مدل‌سازی معادله ساختاری (SEM) است. این روش امکان تحلیل مسیر را فراهم می‌کند (Fornell, 1987). مدل‌سازی معادله ساختاری برای به تصویر کشیدن روابط میان متغیرهای مشاهده شده به کار می‌رود و هدف آن فراهم کردن آزمون کمی برای یک مدل نظری مفروض شده به وسیله پژوهشگر می‌باشد. روش حداقل مربعات جزئی (PLS)، مشابه رگرسیون OLS است که واریانس باقی‌مانده‌ها را برای متغیرهای آشکار مرتبط با متغیر مکنون، حداقل



می‌سازد (Ittner, et al., 1997). روش حداقل مربعات جزئی (PLS) برای حل مسائل مربوط به هم خطی و مدل‌های پیچیده و غیرخطی و تحلیل هم‌زمان مدل‌ها بسیار مناسب است (Naik et al., 2000). در این پژوهش دو مدل به دو روش تحلیل مسیر و حداقل مربعات جزئی مورد بررسی قرار گرفت. در مدل (۱) به بررسی اثر اطلاعات حسابداری، سایر اطلاعات، اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت و میزان صداقت مدیریت بر تصمیمات تحلیل‌گران بدون در نظر گرفتن اثر صداقت در ارائه اطلاعات و در مدل (۲) (مدل معامله سهام با اثر داخلی) به بررسی این اطلاعات و همچنین اثر صداقت در ارائه اطلاعات پرداخته شد.

### یافته‌های پژوهش

فرضیه‌های پژوهش با استفاده از داده‌های جمع‌آوری شده و از طریق آزمون‌های تی، کای دو، فریدمن، رگرسیون خطی و تحلیل مسیر در سطح اطمینان ۹۵ درصد بررسی شدند. هم‌چنین داده‌های پژوهش با روش حداقل مربعات جزئی نیز تحلیل شد. در ابتدا پایایی پرسشنامه مورد سنجش قرار گرفت. برای این منظور از آزمون آلفای کرونباخ استفاده شد. میزان آلفای کرونباخ در این پژوهش برابر ۰/۸۴۵ است که بیانگر پایایی در سطح بالا می‌باشد. اطلاعات توصیفی در رابطه با سن و تجربه در جدول (۱) ارائه شده است.

جدول (۱): آماره‌های توصیفی سن و تجربه

درصد کمتر از ۳۰ سال	بین ۳۰ تا ۳۹ سال	
٪۷۰	٪۳۰	سن
درصد کمتر از ۵ سال	بین ۵ تا ۱۰ سال	
٪۶۵	٪۳۵	سابقه

همان‌طور که مشاهده می‌شود اکثر تحلیل‌گران (۷۰ درصد) کمتر از ۳۰ سال سن دارند و ۶۵ درصد آن‌ها کمتر از ۵ سال سابقه تحلیل‌گری دارند. در رابطه با مدرک تحلیل‌گری سهام ۶۲/۵ درصد از تحلیل‌گران فاقد مدرک تحلیل‌گری و ۳۷/۵ درصد دارای مدرک تحلیل‌گری می‌باشند. نوع روش (تحلیلی یا غیرتحلیلی) مورد استفاده در ارزش‌گذاری یافته‌ها در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲): آمار مربوط به روش مورد استفاده در ارزش گذاری

انحراف معیار	میانگین	
۰/۶۴۴۳۵	۲/۲	استفاده از روش های تحلیلی جهت ارزش گذاری
۱/۴۴۰	-۰/۹۷۵	استفاده از روش غیر تحلیلی جهت ارزش گذاری

همان طور که ملاحظه می شود، بسیاری از پاسخ دهندگان موافق هستند که آن ها بیشتر از روش های تحلیلی در ارزش گذاری استفاده می کنند (در طیف ۳- تا ۳، میانگین پاسخ ها بیشتر از ۲ است). در ادامه برای بررسی اطلاعات مورد استفاده تحلیل گران از آزمون های مقایسه ای استفاده شد. برای این منظور ابتدا نرمال بودن داده ها مورد بررسی قرار گرفت. با توجه به نتیجه آزمون کلموگروف-اسمیرنوف، سنجه مربوط به اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت نرمال نمی باشد، ولی دو سنجه دیگر (اطلاعات حسابداری و سایر اطلاعات افشا شده) نرمال می باشند. بنابراین برای آزمون اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت از آزمون خی دو ( $\chi^2$ ) و برای دو متغیر دیگر از آزمون تی (t) استفاده شد.

جدول (۳): آزمون تی

نتیجه	میانگین	انحراف معیار	سطح معنی داری	درجه آزادی	آماره (t)	فرضیه
فرض صفر رد می شود	۱/۹۴	۱/۱۱۴۱۹	۰/۰۰۰	۷۹	۱۵/۵۷۴	اول
فرض صفر رد می شود	۰/۹۵	۱/۱۲۳۹۶	۰/۰۰۰	۷۹	۷/۵۶۰	دوم

جدول (۴): آزمون خی دو

نتیجه	سطح معنی داری	درجه آزادی	مقدار کای دو	فرضیه
فرض صفر رد می شود	۰/۰۰۰	۴	۳۱/۸۷۵	سوم

باتوجه به آماره های ارائه شده در جدول های (۳) و (۴) (و پسماندهای آزمون کای دو؟)، همان طور که مشاهده می شود برای هر سه نوع اطلاعات فرضیه صفر رد می شود و در نتیجه می توان در سطح اطمینان ۹۵ درصد اظهار کرد که تحلیل گران شرکت های سرمایه گذاری از اطلاعات حسابداری،

سایر اطلاعات منتشره و اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت در ارزیابی سهام استفاده می‌کنند. علاوه بر این تفاوت در استفاده از این اطلاعات با استفاده از آزمون فریدمن بررسی شد.

جدول (۵): آزمون فریدمن

متغیر	میانگین رتبه
اطلاعات حسابداری	۲/۴۷
سایر اطلاعات منتشره	۱/۸۲
اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت	۱/۷۱
مفروضات	
$\chi^2 = ۳۵/۱۳۶$	سطح معنی داری = ۰/۰۰۰

همان‌طور که در جدول (۵) مشاهده می‌شود، سطح معنی داری کمتر از ۰/۰۱ است و می‌توان اظهار کرد که بین میزان استفاده از سه منبع اطلاعات، تفاوت معنادار وجود دارد. با مقایسه رتبه‌ها این نتیجه به دست آمد که اطلاعات حسابداری بیشترین کاربرد را دارند. جهت بررسی فرضیه‌های پژوهش از دو مدل (۱) و (۲) استفاده شد. در این قسمت به بررسی ارزیابی مبتنی بر اطلاعات متفاوت و تاثیر آن بر تصمیمات خرید یا فروش سهام توسط تحلیل‌گران پرداخته شد. در ادامه تاثیر صداقت در ارائه به عنوان متغیر تعدیلی سنجیده می‌شود.

### آزمون مدل (۱)

برای تعیین میزان اثرگذاری و نحوه اثرگذاری اطلاعات مختلف بر تصمیمات تحلیل‌گران، در ابتدا مدل (۱) آزمون شد. در این مدل از روش رگرسیون خطی (OLS) برای آزمون فرض‌ها استفاده شده است. همان‌طور که در جدول (۶) مشاهده می‌شود، مجموع چهار متغیر حدود ۴۱ درصد از تصمیمات تحلیل‌گران در رابطه با خرید یا فروش سهام را توضیح می‌دهد.

جدول (۶): آماره‌های مدل (۱)

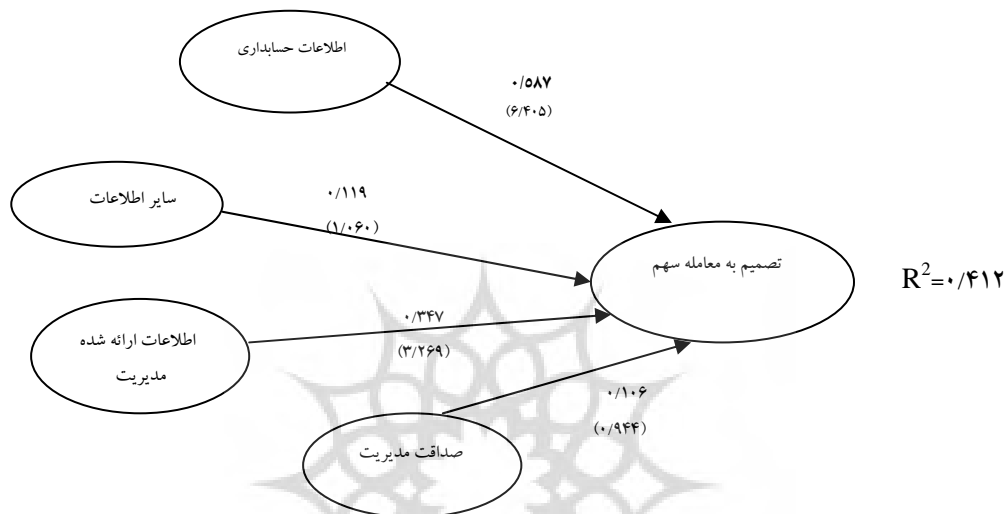
مفروضات مدل	قدرت مدل
آماره دورین واتسون = ۲/۱۹۱	$R = ۰/۶۶۵$
آماره ANOVA (F) = ۱۴/۸۶۴	$R^2 = ۰/۴۴۲$
سطح معنی داری آماره F = ۰/۰۰۰	$R^2 = ۰/۴۱۲$ تعدیل شده

همان‌طور که در جدول (۷) مشاهده می‌شود، دو متغیر اطلاعات حسابداری و اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت به ترتیب با آماره تی ۶/۴۰۵ و ۳/۲۶۹ در سطح خطای ۵ درصد معنی دار می‌باشند.

جدول (۷): ضرایب متغیرها

مدل (۱)	بتای استاندارد شده	آماره t	سطح معنی داری
اطلاعات حسابداری	۰/۵۸۷	۶/۴۰۵	۰/۰۰۰
سایر اطلاعات منتشر شده	۰/۱۱۹	۱/۰۶۰	۰/۲۹۳
اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت	۰/۳۴۷	۳/۲۶۹	۰/۰۰۲
صداقت مدیریت	۰/۱۰۶	۰/۹۴۴	۰/۳۴۸

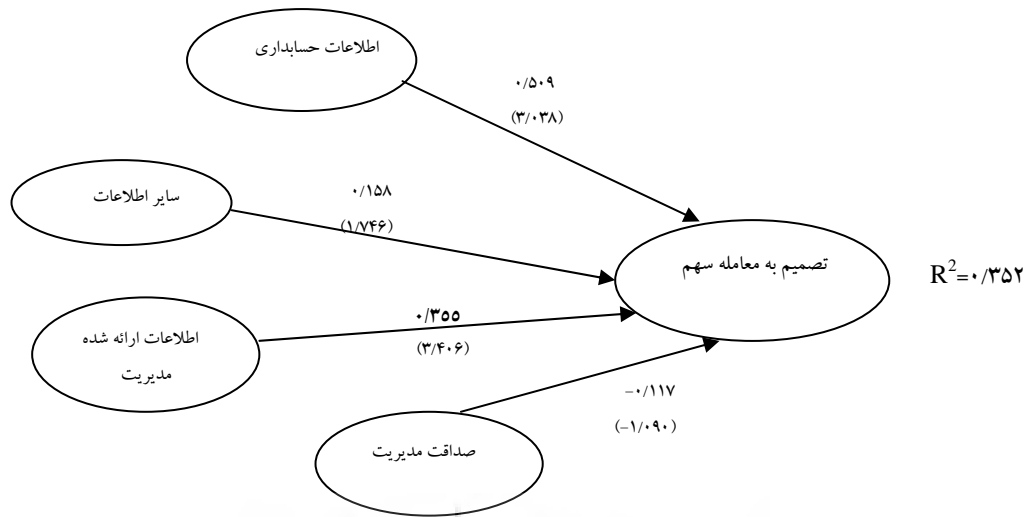
شکل (۱): نتایج بررسی مدل (۱) به روش OLS



بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که تصمیمات مربوط به خرید یا فروش سهام توسط تحلیل‌گران، تحت تأثیر ارزیابی آن‌ها از سهم بر مبنای اطلاعات حسابداری و اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت قرار می‌گیرد. به این ترتیب می‌توان بیان داشت که اطلاعات ارائه شده توسط مدیران، یک منبع مهم از اطلاعات محرمانه است.

این نتایج مشابه با نتایج حاصل از تحلیل به روش حداقل مربعات جزئی (PLS) است؛ هر چند در میزان ضرایب و قدرت تبیین دو روش تفاوت‌هایی وجود دارد که ناشی از تفاوت در مفروضات دو روش است. نتایج روش حداقل مربعات جزئی در شکل (۲) نشان داده شده است.

شکل شماره (۲): نتایج بررسی مدل (۱) به روش PLS



همان‌طور که در شکل (۲) مشاهده می‌شود، ارزیابی سهام بر مبنای اطلاعات حسابداری (با ضریب مسیر برابر  $0.409$ ) و اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت (با ضریب مسیر  $0.355$ ) بر تصمیمات تحلیل‌گران در رابطه با معامله سهام اثر معناداری دارند و مجموعه متغیرها حدود ۳۵ درصد از تصمیمات تحلیل‌گران در رابطه با خرید یا فروش سهام را توضیح می‌دهند.

## آزمون مدل (۲)

در ادامه مدل (۲) که شامل متغیر تعدیل‌گر صداقت در ارائه اطلاعات است، تحلیل می‌شود. این مدل برای بررسی اثر صداقت در ارائه اطلاعات بر تصمیمات تحلیل‌گران استفاده شد.

جدول (۸): نتایج حاصل از آزمون مدل (۲)

مفروضات مدل	قدرت مدل
$2/137$ = آماره دوربین واتسون	$R = 0.716$
$10/042$ = آماره ANOVA (F)	$R^2 = 0.512$
$0/000$ = سطح معنی‌داری آماره F	$R^2 = 0.461$ اصلاح شده

توان تبیین مدل (۲) که در جدول (۸) ارائه شده است، بیانگر توان ۴۶ درصدی ارزیابی سهم بر مبنای منابع مختلف و صداقت ارائه این اطلاعات در تبیین تصمیم تحلیل گران در رابطه با خرید یا فروش سهم است.

جدول (۹): ضرایب متغیرهای مدل (۲)

مدل (۲)	بنای استاندارد شده	آماره t	سطح معنی داری
اطلاعات حسابداری	۰/۴۰۱	۳/۷۶۳	۰/۰۰۰
صداقت ارائه اطلاعات حسابداری	۰/۳۲۲	۳/۰۲۰	۰/۰۰۳
سایر اطلاعات منتشر شده	۰/۱۱۹	۱/۰۴۷	۰/۲۹۸
صداقت ارائه سایر اطلاعات منتشره	-۰/۱۵۸	-۱/۳۹۰	۰/۱۶۹
اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت	۰/۴۵۲	۲/۶۳۰	۰/۰۱۰
صداقت ارائه سایر اطلاعات منتشره	-۰/۱۳۴	۰/۷۷۷	۰/۴۳۹
صداقت مدیریت	۰/۱۰۶	۰/۹۴۴	۰/۳۴۸

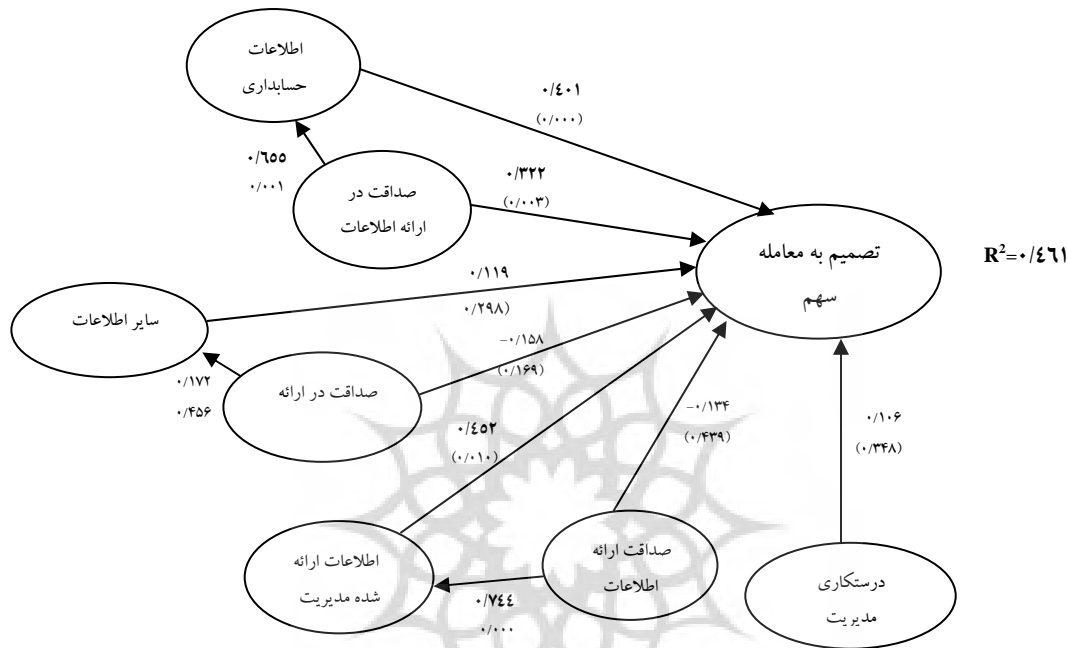
همان‌طور که در جدول (۹) ملاحظه می‌شود، اثر صداقت در ارائه اطلاعات حسابداری در سطح خطای کمتر از ۵ درصد معنی دار است. این موضوع بیان می‌کند که صداقت ارائه اطلاعات حسابداری بر تصمیمات خرید یا فروش سهم توسط تحلیل گران اثر دارد. اما در رابطه با بقیه متغیرها، صداقت در ارائه آن اطلاعات معنا دار نمی‌باشد. از آن‌جا که تحلیل گران نسبت به میزان صداقت اطلاعات ارائه شده توسط مدیران دید خوبی ندارند و به نوعی اطلاعات ارائه شده توسط آن‌ها را سوگیرانه می‌دانند، پس صداقت اطلاعات برای آن‌ها زیاد قابل پذیرش نمی‌باشد (میانگین پاسخ به سوالات مربوط به غیر سوگیرانه و عینی بودن اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت ۰/۲۵۶۲- است که بیانگر دیدگاه عدم صداقت مدیران می‌باشد). در رابطه با صداقت سایر اطلاعات منتشره نیز نتایج بیانگر نبود رابطه معنی دار در سطح خطای ۵ درصد است، این موضوع به دلیل معنی دار نبودن متغیر سایر اطلاعات منتشره می‌باشد.

### سنجش آثار غیر مستقیم پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

برای سنجش اثر غیر مستقیم متغیرهای صداقت در ارائه اطلاعات از تحلیل مسیر استفاده شد. نتایج حاصل در شکل (۳) نشان داده شده است. همان‌طور که مشاهده می‌شود، ارائه صادقانه اطلاعات حسابداری بر ارزیابی تحلیل گران از سهم بر مبنای اطلاعات حسابداری اثر معنی داری دارد و وجود این رابطه در سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌شود. صداقت در ارائه اطلاعات توسط مدیریت، بر ارزیابی تحلیل گران از سهم بر مبنای اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت اثر معنی داری دارد و وجود

این رابطه نیز در سطح خطای ۵ درصد تایید می‌شود. لازم به ذکر است که در مورد اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت، ارائه صادقانه اطلاعات مذکور بر تصمیمات مربوط به معامله سهام، به طور مستقیم اثر معنی داری ندارد؛ اما در ارزیابی سهم مبتنی بر اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت، دارای اثر معنی داری است.

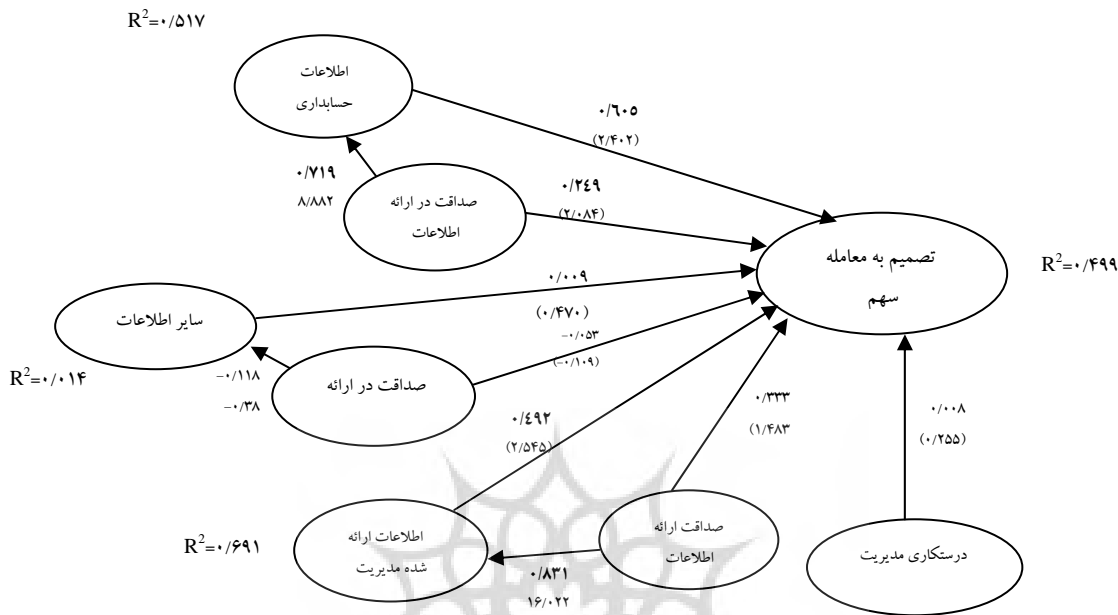
شکل شماره (۳): نتایج بررسی مدل (۲) به روش OLS و تحلیل مسیر



نتایج حاصل از تحلیل مدل (۲) با استفاده از روش حداقل مربعات جزئی (PLS)، در شکل شماره (۴) و جدول (۱۰) نشان داده شده است. این نتایج تا حدودی متفاوت از نتایج به دست آمده از روش رگرسیون خطی (OLS) است. این موضوع به دلیل تفاوت در مفروضات این روش‌ها است. هم‌چنین در روش رگرسیون خطی، برای مدل (۲) امکان تحلیل همه متغیرها و آثار آن‌ها به صورت یک‌جا مهیا نمی‌باشد. نتایج این تحلیل نشان می‌دهد که ارزیابی مبتنی بر داده‌های حسابداری، اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت و ارائه صادقانه اطلاعات حسابداری بر تصمیمات مربوط به معامله سهام توسط تحلیل‌گران اثر معنی داری دارد؛ اما در رابطه با بقیه متغیرها این اثر معنی داری نیست. میزان صداقت در ارائه اطلاعات حسابداری بر ارزیابی مبتنی بر اطلاعات حسابداری و میزان صداقت مدیریت در ارائه

اطلاعات بر ارزیابی مبتنی بر اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت، اثر معنی داری دارد. این نتایج با نتایج حاصل از رگرسیون خطی قابل مقایسه است.

شکل شکاره (۴): نتایج بررسی مدل (۲) به روش PLS



جدول (۱۰): ضرایب مسیرها و آماره T در روش PLS

آماره t	خطای استاندارد	ضریب مسیر	مسیر
۲/۴۰۲	۰/۵۱۷	۰/۶۰۵	اطلاعات حسابداری - تصمیم معامله
۲/۰۸۴	۰/۳۷۲	۰/۲۴۹	صداقت در ارائه اطلاعات حسابداری - تصمیم معامله
۸/۸۸۲	۰/۰۸۲	۰/۷۱۹	صداقت در ارائه اطلاعات حسابداری - اطلاعات حسابداری
-۰/۳۸	۰/۲۷۴	-۰/۱۱۸	صداقت در ارائه سایر اطلاعات - سایر اطلاعات
۰/۴۷۰	۰/۲۲۵	۰/۰۰۹	سایر اطلاعات - تصمیم معامله
-۰/۱۰۹	۰/۲۱۷	-۰/۰۵۳	صداقت در ارائه سایر اطلاعات - تصمیم معامله
۱۶/۰۲۲	۰/۰۵۱	۰/۸۳۱	صداقت در ارائه اطلاعات به وسیله مدیریت - اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت
۲/۵۴۵	۰/۲۶۶	۰/۴۹۲	اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت - تصمیم معامله
۱/۴۸۳	۰/۳۲۵	۰/۳۳۳	صداقت در ارائه اطلاعات به وسیله مدیریت - تصمیم معامله
۰/۲۵۵	۰/۲۵۴	۰/۰۰۸	درستکاری مدیریت - تصمیم معامله



جدول (۱۱): نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

ردیف	عنوان فرضیه	وضعیت
۱	ارزیابی تحلیل گران از شرکت بر مبنای اطلاعات حسابداری، بر تصمیم گیری آن‌ها در رابطه با معامله سهام به شکل معنی داری اثر می گذارد.	تایید
۲	ارزیابی تحلیل گران از شرکت بر مبنای سایر اطلاعات منتشره، بر تصمیم گیری آن‌ها در رابطه با معامله سهام به شکل معنی داری اثر می گذارد.	رد
۳	ارزیابی تحلیل گران از شرکت بر مبنای اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت، بر تصمیم گیری آن‌ها در رابطه با معامله سهام به شکل معنی داری اثر می گذارد.	تایید
۴	ارائه صادقانه اطلاعات حسابداری بر تصمیمات تحلیل گران در رابطه با معامله سهام به شکل معنی داری اثر می گذارد.	تایید
۵	ارائه صادقانه سایر اطلاعات منتشره بر تصمیمات تحلیل گران در رابطه با معامله سهام به شکل معنی داری اثر می گذارد.	رد
۶	ارائه صادقانه اطلاعات ارائه شده توسط مدیریت بر تصمیم گیری تحلیل گران در رابطه با معامله سهام به شکل معنی داری اثر می گذارد.	رد

### خلاصه و نتیجه گیری

در این پژوهش به بررسی اطلاعات گوناگون مورد استفاده تحلیل گران شرکت‌های سرمایه گذاری پرداخته شد. در بازار اطلاعات گوناگونی از منابع مختلف در رابطه با وضعیت جاری و آینده شرکت منتشر می‌شود. انتظار می‌رود تحلیل گران به دلیل داشتن وقت و منابع کافی، عمده این اطلاعات را مورد استفاده قرار دهند. از سوی دیگر انتظار نمی‌رود محتوای اطلاعاتی همه این اطلاعات برای تصمیم گیری در رابطه با معامله سهام مربوط باشد و بر این تصمیم اثر بگذارد. اطلاعات ارائه شده توسط منابع مختلف دارای میزان عینیت و صداقت متفاوتی است که این موضوع نیز بر تصمیمات سرمایه گذاری اثر دارد. بنابراین پژوهش حاضر به بررسی موارد فوق پرداخت. نتایج حاصل از پژوهش بیان داشت که تحلیل گران از هر سه منبع اطلاعات شامل اطلاعات حسابداری، اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت و سایر اطلاعات منتشر شده در ارزیابی سهام استفاده می‌کنند. این یافته، مشابه با پژوهش‌های طالب نیا و همکاران (۱۳۹۰) است. طبق آزمون فریدمن مشخص شد که اطلاعات حسابداری دارای بالاترین رتبه می‌باشند. همچنین این موضوع که آیا ارزیابی سهام بر مبنای منابع اطلاعاتی مختلف، بر تصمیمات خرید یا فروش سهام اثر دارد یا خیر، از دو روش رگرسیون تحلیل مسیر و روش حداقل مربعات جزئی بررسی شد. نتایج به دست آمده بیان داشت که ارزیابی مبتنی بر

اطلاعات حسابداری و اطلاعات ارائه شده به مدیریت بر تصمیم‌گیری تحلیل‌گران در رابطه با خرید یا فروش سهام اثر دارد. به عبارت دیگر، تحلیل‌گران ارزیابی خود از اطلاعات حسابداری و اطلاعات ارائه شده به وسیله مدیریت را مبنایی برای خرید یا فروش سهام قرار می‌دهند (این نتیجه مشابه یافته‌های فرانسیس (Francis, 2009)؛ هاتون و همکاران (Hutlon, et al., 2006)؛ نیومن (Newman, 2009)، بوشی و همکاران (Boshee, et al., 2005) و چونگ و همکاران (Chung, et al., 1984) است). این یافته به این دلیل است که اطلاعات حسابداری منبع مهمی از اطلاعات برای تصمیمات سرمایه‌گذاری است. تحلیل‌گران اطلاعات منتشر شده توسط مدیریت را به عنوان منبعی از اطلاعات مربوط و محرمانه (که نمی‌توانند در قالب صورت‌های مالی ارائه شوند) می‌دانند و از آن‌ها به عنوان مبنای ارزیابی سهام استفاده می‌کنند. در رابطه با اثر صداقت ارائه اطلاعات بر فرایند تصمیم‌گیری تحلیل‌گران، نتایج نشان داد که تنها صداقت ارائه اطلاعات حسابداری معنی‌دار است و تصمیم‌گیری تحلیل‌گران در زمینه معامله سهام تحت تاثیر میزان صداقت در ارائه اطلاعات حسابداری قرار می‌گیرد. این نتیجه مشابه یافته نیومن (Newman, 2009) و بوتازی و همکاران (Bottazzi, 2011) است. این نتیجه به نوعی به اهمیت گزارش حساب‌رسان در تصمیمات تحلیل‌گران مالی اشاره دارد.

بر مبنای نتایج حاصل از این تحقیق، اطلاعات حسابداری از جمله مهمترین منابع اطلاعاتی است، بنابراین نهادهای تدوین‌کننده استانداردهای مربوط به گزارشگری مالی باید توجه لازم را به اطلاعات مورد نیاز تصمیم‌گیرندگان داشته باشند و استانداردها را در این راستا تدوین کنند. مدیران شرکت‌ها نیز باید نسبت به ارائه صادقانه اطلاعات حسابداری تلاش کنند، چرا که این موضوع بر ارزش شرکت اثرگذار است.

## منابع و مأخذ:

۱. آقایی، محمد علی و امید مختاریان. (۱۳۸۳). "بررسی عوامل موثر بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. شماره ۳۶. صفحه ۲۵-۳.
۲. تهران، رضا. قدرت ا... طالب نیا و صابر جلیلی. (۱۳۸۵). "ارزیابی میزان اتکاء معامله‌گران بورس اوراق بهادار تهران به اطلاعات حسابداری و غیرحسابداری در تصمیمات سرمایه‌گذاری". تحقیقات مالی، شماره ۲۱. صفحه: ۲۷-۴۶.
۳. راعی، رضا. احمد تلنگی. (۱۳۸۳). "مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته"؛ تهران: سمت.
۴. رهنمای رودپشتی، فریدون، غلامرضا زمردیان. (۱۳۸۶)، "احمق بزرگ و بازار سهام". مجله اقتصاد و مدیریت. شماره ۷۲. صفحه ۸۳-۸۷.
۵. رهنمای رودپشتی، فریدون، یوسف تقی پوریان، یوسف آزادیان. (۱۳۸۹). "ارزیابی عوامل موثر بر رضایت سرمایه‌گذاران از محتوای گزارشگری مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار با استفاده از رویکرد فازی". مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی. شماره دوم. صفحه ۶۷-۹۸.
۶. شوماخر و لومیکس. (۱۳۸۸). "مقدمه‌ای بر مدل سازی معادله ساختاری". تهران: انتشارات جامعه شناسان.
۷. طالب نیا، قدرت ا... و صابر جلیلی. (۱۳۹۰). "مقایسه تاثیر اطلاعات مالی و غیرمالی بر تصمیمات شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران انفرادی فعال در بورس". دانش و پژوهش‌های حسابداری. شماره ۲۴. صفحه ۶-۱۱.
۸. عرب مازار یزدی، محمد و ابوالقاسم مسیح آبادی. (۱۳۸۳). "ادراک اطلاعات حسابداری، قضاوت نسبت به آن‌ها و اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری". مطالعات حسابداری. شماره ۵. صفحه: ۱۳۰-۹۵.
۹. قائمی، محمد، علی لیوانی و سجاد ده‌بزرگی. (۱۳۸۷). "کیفیت سود و بازده سهام شرکت‌ها". بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. شماره ۵۰. صفحه: ۷۱-۸۸.
10. Barth, M., & Hutton, A. (2004). "Analyst Earnings Forecast Revisions and the Pricing of Accruals". *Review of Accounting Studies*, 9(1), 59- 96.
11. Beneish, M. (1999). "The Detection of Earnings Manipulation". *Financial Analysis Journal* (September/October), 24-36.

12. Bloom, Nicholas, Raffaella Sadun, John Van Reenen .(2009). "The Organization Of Firms Across Countries," NBER Working Paper 15129.
13. Bottazzi L . Marco Da Rin, Thomas Hellmann. (2011). "The Importance of Trust for Investment:Evidence from Venture Capital". University of British Columbia and NBER.
14. Bushee, B., and G. Miller, (2005). "Investor Relations, Firm Visibility and Investor Following". Working Paper.
15. Choi, J., and D. Ziebart, (1998). "The Credibility of Management Earnings Forecasts and the Market's Response". Working Paper, University of Illinois at Urbana- Champaign.
16. Chung, L., and J. Meador, (1984). "The Stock Valuation Process: The Analysts' View". Financial Analysts Journal, No. 6, 41-43+46-48.
17. Clement. M., and S.Tse. (2005). "Financial Analyst Characteristics and Herding Behavior in Forecasting". The Journal of Finance (February), 307-341.
18. Dittmar, A. (2000). "Why do Firms Repurchase Stock?", Journal of Business 73, 331- 355
19. Financial Accounting Standards Board,(1985). Statement of Financial Accounting Concepts (SFAC) No. 5, Recognition and Measurement in Financial Statements of Business Enterprises (Stamford, CT: FASB, 1986)
20. Fogarty, T., and R. Rogers. (2005). "Financial Analysts' Reports: an Extended Institutional Theory Evaluation". Accounting, Organizations and Society, 30, 331-356.
21. Fornell,C.(1987). "A Second Generation of Multivariate Analysis: Classification of Methods and Implications for Marketing Research. In M. J. Houston (Ed.)", Review of Marketing, 407-450.
22. Francis ,R . (2008). "Market Valuation of Accrual Components" . Review of Accounting and Finance ,Vol. 7 No. 2, ,pp. 150-166
23. Givoly, D., and J. Lakonishok. (1984). "Properties of Analysts' Forecasts of Earnings, A Review and Analysis of the Research". Journal of Accounting Literature 3, 117- 152.
24. Guiso, L, Sapienza, P. and Zingales, L., (2008). "Trusting the Stock Market", Journal of Finance, 63 (6), 2557—2600.
25. Guiso, L, Sapienza, P. and Zingales, L., (2009). "Cultural Biases in Economic Exchange," Quarterly Journal of Economics, 124 (3), 1095—1131.
26. Healy, P., and K. Palepu, (1993). "The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices". Accounting Horizons 7, 1-11.
27. Hutton. A, Stockn.C. (2009). "Prior Forecasting Accuracy and Investor Reaction to Management Earning Forecast". Jurnal of Accounting Research. 62.
28. Ittner, C, D. Larcker, and M. Rajan, (1997). "The Choice of Performance Measures in Annual Bonus Contracts".The Accounting Review (April), 231-255.

29. Kim, C. and Christos Pantzalis, (2003). "Global/Industrial Diversification and Analyst Herding". *Financial Analysts Journal*, Vol. 59, No. 2 (Mar. - Apr.), pp. 69-79
30. Kothari, S. P., 2001. "Capital Markets Research in Accounting". *Journal of Accounting and Economics* 31, 105-231
31. Lang, M., and R. Lundholm. (1993). "Cross-sectional Determinants of Analyst ratings of Corporate Disclosures", *Journal of Accounting Research* (Autumn), 246-271.
32. Lewellen, W. R. Lease and G. Schlarbaum .( 1979)." The Personal Investments of Professional Managers". *Financial Management* 8, No. 4 (Winter), 28-36.
33. Marilyn.C. Geoffrey,N. (2003). "What Individual Investors Value". *Journal of Economic Psychology*.
34. Naik, Prasad A., Michael R. Hagerty, and Chih-Ling Tsai (2000). "A New Dimension Reduction Approach for Data-Rich Marketing Environments: Sliced Inverse Regression", *Journal of Marketing Research*, 37, 88-101.
35. Newman, Michael R. (2009). "An Investigation of the Impact of Publicly Available Accounting Data, Other Publicly Available Information and Management Guidance on Buy-Side Analysts' Stock Investment Recommendations". Dissertation Presented to The Faculty of the C. T. Bauer College of Business University of Houston.
36. Ng, j .I, tuna., and Verdi. I. (2006). "Management Forecast, Disclosure Quality and Market Efficiently". *Journal of Accounting Research*. 9- 37
37. Nofsinger, J., and R. Sias. (1996)."Herding by Institutional and Individual Investors". Mimeo, Marquette University.
38. Pankoff, L, and R. Virgil. (1970). "Some Preliminary Findings from a Laboratory Experiment on the Usefulness of Financial Accounting Information to Security Analysts". *Journal of Accounting Research*, 8 (Suppl.), 1-48.
39. Rogers, J., and P. Stocken. (2003). "Credibility of Management Forecasts". Working Paper.
40. Womack, K. (1996). "Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?" *Journal of Finance*, 51, 137-167.