



The Effect of Investor Sentiment on Value Relevance of Accounting Information

Seyed Mostafa Hasanzadeh Diva*¹, Ghasem Blue²

1. PhD Candidate, Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. m_hasanzadehdiva@atu.ac.ir
2. Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran.

ARTICLE INF	ABSTRACT
Received: 2021-12-27 Accepted: 2022-03-21	It has long been claimed that accounting information contained in financial statements is an important source of information for investors and other capital market participants. Therefore, it can be reasonably expected that accounting information will play an effective role in valuing stock prices as well as stock returns. On the other hand, the behavioral financial perspective shows that some changes in the price of securities have no fundamental reason and the emotional behavior of investors plays an important role in determining prices. The present study investigates the effect of investor sentiment on Value Relevance of Accounting Information. The time frame of this research is for a period of 15 years from the beginning of to the end of and the research sample includes 97 companies listed on the Tehran Stock Exchange. The results indicate that in periods when the investor sentiment is high, the relationship between earnings and returns and stock prices is stronger than periods of low emotional periods. Also, in periods of low investor sentiment, the relationship between returns and stock prices and other accounting variables (book value of total assets per share, book value of equity per share, operating cash flow per share) is stronger than when the market is high.
* Corresponding author: Seyed Mostafa Hasanzadeh Diva Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Management and Accounting, Allameh Tabataba'i University, Tehran, Iran. m_hasanzadehdiva@atu.ac.ir	

1- Introduction

A decrease or increase in the correlation between market prices or stock returns and accounting information should not be considered immediately as a real decrease or increase in the value relationship; Rather, it should be

noted that the relationship has two parties (market price or share return and accounting information) and any deviation from the fundamental value attributed to each party in the relationship will reduce or increase their correlation. However, in the traditional approach as well as previous studies, it has always been assumed that the decrease or increase in this correlation is real and only the effect of accounting measurements, and it is possible that the correlation between market price or share return and information may decrease or increase. Unrealistic accounting and the consequence of market price deviation from the core value, i.e., the effect of investor behavior, have been ignored.

The effect of investor behavior is a phenomenon beyond the realm of financial reporting. Therefore, it seems unreasonable to downplay and ignore the effect of this factor on the value relationship of accounting information. The latter is a very important point that has not been addressed in previous research. Therefore, the present study tries to study the effect of investor sentiment on value relevance of accounting information.

2- Hypothesis

H1: In periods when investors' sentiment is high, the relationship between earnings and stock returns is stronger than in low emotional periods.

H2: In periods when investors' sentiment is high, the relationship between earnings and stock prices is stronger than in low emotional periods.

H3: In periods when investors' sentiment is low, the relationship between stock returns and other accounting variables (book value of total assets per share, book value of equity per share, operating cash flow per share) is stronger than when Market excitement is high.

H4: In periods when investors' sentiment is low, the relationship between stock prices and other accounting variables (book value of total assets per share, book value of equity per share, operating cash flow per share) is stronger than when Market excitement is high.

3- Methods: To determine the effect of investor sentiment on Value Relevance of Accounting Information, four hypotheses were tested and for this purpose, the annual data of 97 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period were analyzed using multivariate regression.

4-Results: The findings of this study confirm the first and second hypotheses of the research on the effect of management's attitude towards risk in the occurrence of fraudulent financial reporting. Overall, the findings

of this study show that fraudulent financial reporting follows four patterns of risk attitude, in other words, when the probability of reference profit or the probability of reference loss is high, the probability of fraudulent financial reporting increases, but, the lower the probability of reference losses, the lower the likelihood of fraudulent financial reporting.

3- Discussion and Conclusion

The present study examines a distinct effect of market sentiment on investors' information processing strategy. The results show that investors tend to choose different strategies and focus on different sets of information to adjust valuations in periods of high versus low emotions.

Overall, he concluded that the intensity of the value relationship of accounting information is not only the result of decreasing or increasing the relevance of accounting information and financial reporting (the effect of accounting measurements) that has been emphasized in previous research, but as in research. It was also argued that the intensity of the value relationship of accounting information is due to the speculative behaviors of investors in the field of pricing and as a result, the position of non-core value in the market price (the effect of investor behavior).

In summary, it can be stated that based on the empirical findings of the present study, the behavior of investors has an important place in valuing the equity. In addition, the research results show that the main source of the decreasing or increasing trend observed in the value relationship of accounting information is the intensity of investors' emotional behavior; Behavior that cannot be attributed to fundamental value changes. In addition, according to the results of the present study, it seems that some of the criticisms made in previous studies regarding the reduction of the relevance of accounting information from the perspective of valuation have reduced its usefulness in decisions in this area, to some extent.

Keywords: Investor sentiment, Value Relevance of Accounting Information, Behavioral financial, Stock returns, Stock prices



تاثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری

سید مصطفی حسن زاده دیوا^{۱*}، قاسم بولو^۲

چکیده: از دیرباز، همواره ادعا شده که اطلاعات حسابداری مندرج در صورتهای مالی، یکی از منابع مهم اطلاعاتی سرمایه‌گذاران و سایر مشارکت کنندگان در بازار سرمایه است. از این رو، می‌توان به طور منطقی انتظار داشت که اطلاعات حسابداری، نقش مؤثری را در ارزش‌گذاری قیمت سهام و نیز بازده سهام ایفا نمایند. از سوی دیگر دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار هیچ دلیل بنیادی ندارد و رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها ایفا می‌کند. تحقیق حاضر، به بررسی تاثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری می‌پردازد. قلمرو زمانی این تحقیق برای دوره ۱۵ ساله از ابتدای سال ۱۳۸۵ لغایت پایان سال ۱۳۹۹ و نمونه تحقیق شامل ۹۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به منظور آزمون فرضیه‌ها از مدل‌های رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. نتایج پژوهش بیانگر آن است که در دوره‌هایی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بالاست ارتباط سود با بازده و قیمت سهام قوی‌تر از دوره‌های احساسی (هیجانی) پایین است. همچنین در دوره‌هایی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران پایین است، رابطه بازده و قیمت سهام با سایر متغیرهای حسابداری (ارزش دفتری مجموع دارایی‌های هر سهم، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام هر سهم، جریان نقدی عملیاتی هر سهم) قوی‌تر از زمانی است که هیجانات بازار بالا است.

کلیدواژه‌ها: گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، مالی رفتاری، بازده سهام، قیمت سهام.

۱. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران. (نویسنده مسئول)
m_hasanzadehdiva@atu.ac.ir

۲. دانشیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبایی، تهران، ایران.
ghblue20@yahoo.com

پذیرش: ۱۴۰۱/۱/۱۷

اصلاحات: ۱۴۰۰/۱۲/۱۱

دریافت: ۱۴۰۰/۱۰/۰۶

۱. مقدمه

سرمایه‌گذاران مهم‌ترین رکن بازارها و نهادهای مالی محسوب شده و پیوسته در جستجوی اطلاعاتی هستند که از آن در اتخاذ تصمیم‌های مناسب استفاده نمایند. بدین منظور ضروری است که به اطلاعات مربوط و قابل اتکا دسترسی داشته باشند. صورت‌های مالی، به عنوان یکی از اصلی‌ترین منابع اطلاعاتی، اطلاعات سودمند و مورد نیاز سرمایه‌گذاران را فراهم می‌نماید.

در طول پنج دهه گذشته پژوهشگران بسیاری به آزمون صحت این ادعا پرداخته و شاخه جدیدی از تحقیقات مبتنی بر بازار در حسابداری را تحت عنوان "مطالعات ارتباط ارزشی"، بنا نهادند. (ثقفی، باغومیان، ۱۳۸۸). این مطالعات بر این فرض دیرینه در ادبیات حسابداری تکیه می‌کنند که سرمایه‌گذاران منطقی هستند و اطلاعات حسابداری را به طور موثر در قیمت سهام لحاظ می‌نمایند. با این حال، همانطور که لی^۱ (۲۰۰۱) اشاره می‌کند، قیمت سهام ممکن است همیشه کارآمد نباشد زیرا سرمایه‌گذاران از سوگیری‌ها و محدودیت‌های رفتاری و شناختی مختلف رنج می‌برند. مطالعات اخیر در حوزه حسابداری و مالی شواهدی را ارائه می‌کند که نشان می‌دهد احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند باعث انحراف قیمت سهام از ارزش‌های بنیادی خود از طریق ارزش‌گذاری یا پیش‌بینی‌های جریان نقدی جانبدارانه شود.

مطالعات قبلی دیدگاه‌های متفاوتی را در مورد اینکه چگونه احساسات ممکن است بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری تأثیر بگذارد ارائه می‌دهد. دیدگاه توجه بیان می‌کند که دوره‌های احساسات بالا معمولاً با افزایش توجه سرمایه‌گذاران به اخبار شرکت همراه است، که به گنجاندن اطلاعات حسابداری در قیمت سهام کمک می‌کند. بنابراین بر اساس این دیدگاه بین احساسات سرمایه‌گذار و ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری رابطه مستقیم حاکم است. در مقابل، دیدگاه خوش‌بینی بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران در دوره‌های احساسات بالا ممکن است نسبت به چشم‌انداز آینده شرکت‌ها بیش از حد خوش‌بین باشند، از این رو کمتر به عملکرد فعلی حسابداری اهمیت می‌دهند، و در نتیجه متغیرهای حسابداری کمتر با بازده سهام در دوره‌های احساسات بالا مرتبط هستند (کور و همکاران^۲، ۲۰۰۳؛ پاول و همکاران^۳، ۲۰۰۷). یک دیدگاه جایگزین، با عنوان دیدگاه استراتژی شناختی، نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار ممکن است بر انتخاب آنها از میان استراتژی‌های شناختی مختلف برای پردازش

اطلاعات تأثیر بگذارد. مطالعات روانشناسی نشان می‌دهد که افراد دارای خلق و خوی مثبت، استراتژی پردازش اکتشافی را اتخاذ می‌کنند که بر دانش از قبل موجود، مانند اکتشافات یا کلیشه‌ها برای قضاوت کردن تکیه دارد، در حالی که افراد دارای خلق و خوی منفی به احتمال زیاد استراتژی پردازش سیستماتیک را اتخاذ می‌کنند که بر اطلاعات دقیق در دست تمرکز دارد (شوارتز^۴، ۲۰۰۰؛ شوارتز و کلور^۵، ۲۰۰۷). دیدگاه استراتژی شناختی نشان می‌دهد که در دوره‌های هیجانی بالا، سرمایه‌گذاران ممکن است بر روی متغیرهای کلیشه‌ای مانند سود تمرکز کنند که اغلب توسط رسانه‌های مالی در حوزه عمومی گزارش می‌شود و بنابراین به معیاری برجسته برای عملکرد شرکت تبدیل می‌شود. این ممکن است باعث شود که سود در زمان‌های احساسات بالا نسبت به زمان‌های احساسات پایین ارزش مرتبطتری داشته باشد. در مقابل، سرمایه‌گذاران در دوره‌های هیجانی پایین، سایر اطلاعات حسابداری را با جزئیات بیشتری پردازش می‌کنند، که موجب می‌شود سایر متغیرهای حسابداری که کمتر برجسته هستند، در دوره‌های هیجانی پایین نسبت به دوره‌های هیجانی بالا، ارزش بیشتری داشته باشند (هی و همکاران، ۲۰۲۰).

نقش با اهمیت اطلاعات حسابداری در بازار سرمایه توسط پژوهشگران متعددی بررسی شده است. نتایج پژوهش‌های انجام شده در این حوزه حاکی از آن است که ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، به عوامل گوناگونی چون محافظه کاری حسابداری (مهرانی و مطمئن، ۱۳۹۲)، پایداری سود (بیات و همکاران، ۱۳۹۴)، اندازه شرکت (سنایش و همکاران، ۱۳۹۴)، پذیرش استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی (اعتمادی و همکاران، ۱۳۹۴) و ... بستگی دارد. بنابراین پژوهش‌های صورت گرفته در این حوزه عمدتاً بر سیستم‌ها و روش‌های مختلف حسابداری و نیز استانداردهای حسابداری تأکید دارند.

باید دقت شود که رابطه قیمت بازار یا بازده سهم و اطلاعات حسابداری رابطه‌ای دو طرفه است و هر انحرافی از ارزش بنیادی هر کدام از دو طرف رابطه مذکور، کاهش یا افزایش همبستگی آنها را بدنبال خواهد داشت. با این حال رویکرد سنتی و نیز پژوهش‌های گذشته کاهش یا افزایش همبستگی یاد شده را واقعی و صرفاً پیامد اثر اندازه‌گیری حسابداری پنداشته است و احتمال غیرواقعی و غیربنیادی بودن و نیز اثر رفتار سرمایه‌گذاران بر کاهش یا افزایش همبستگی میان قیمت بازار یا بازده سهم و اطلاعات حسابداری نادیده گرفته شده است.

شایان ذکر است که اثر رفتاری سرمایه‌گذاران، پدیده‌ای فراتر از حوزه گزارشگری مالی محسوب می‌شود. بنابراین، کمرنگ جلوه دادن و نادیده گرفتن اثر عامل مذکور بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، معقول نیست. مطلب اخیر، نکته درخور اعتنایی است که پژوهش‌های پیشین به آن نپرداخته‌اند. از این رو، مطالعه حاضر بر آن است تا اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری را بررسی نماید.

در ادامه پژوهش، ابتدا ضمن ارائه مبانی نظری، فرضیه‌های پژوهش بیان می‌گردد؛ در ادامه روش شناسی و نتایج پژوهش تشریح شده و در نهایت نتیجه‌گیری و پیشنهادهای برآمده از نتایج پژوهش ارائه خواهد شد.

۲. مبانی نظری

نظریه مالی رفتاری که کاربرد روانشناسی در دانش مالی به شمار می‌آید، عقلایی رفتار نمودن افراد و نیز بنگاه‌ها در اقتصاد که مهم‌ترین اصل اقتصاد نئوکلاسیک است را به چالش کشیده و درصدد شناسایی پدیده‌های روانشناختی در سطح بازار و در سطح فردی می‌باشد. به عبارتی، مالی رفتاری به فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران پرداخته و واکنش آنها نسبت به شرایط گوناگون بازارهای مالی را بررسی می‌نماید و به تأثیر احساسات، عادات، تیپ شخصیتی، و فرهنگ تأکید دارد (ژو و همکاران^۶، ۲۰۲۰).

نتایج پژوهش‌های مالی رفتاری مدرن نشان می‌دهد که بازده سهام پس از برخی رویدادهایی که به اصول و مبانی اقتصادی ارتباط ندارند اما به طور بالقوه می‌توانند رفتار سرمایه‌گذاران را تغییر دهند، قابل پیش‌بینی هستند، مانند تغییرات نور روز (کامسترا و همکاران^۷، ۲۰۰۳)، شرایط آب و هوا (هیرشلفیر و شاموی^۸، ۲۰۰۳)، نتایج بازی‌های ورزشی بین‌المللی (ادمانز و همکاران^۹، ۲۰۰۷)، و وقوع بلایای طبیعی (کاپلانسکی و لوی^{۱۰}، ۲۰۱۰). جریانی از تحقیقات نشان می‌دهد که در طول دوره‌های هیجانی بالا، فعالان بازار از جمله مدیران، تحلیلگران مالی و سرمایه‌گذاران، پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه‌تری از سود و رشد آتی آن دارند (براون و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۲؛ والتر و ویلیس^{۱۲}، ۲۰۱۳). در مجموع، این تحقیقات شواهدی را برای حمایت از این دیدگاه ارائه می‌کنند که احساسات سرمایه‌گذاران با تأثیرگذاری بر آنها برای داشتن باورهای نادرست در مورد نرخ‌های تنزیل یا جریان‌های نقدی آتی که با اصول و

مبانی اقتصادی قابل توجیه نیست، اثرات قابل توجهی بر قیمت سهام دارد (بیکر و ورگلر^{۱۳}، ۲۰۰۶).

احساسات سرمایه‌گذار ممکن است از طریق توجه سرمایه‌گذار بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری تأثیر بگذارد، زیرا احساسات احتمالاً با توجه سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی و اخبار شرکت مرتبط است. دوره‌های احساسات بالا معمولاً همراه با هجوم سرمایه‌گذاران کوچک و بزرگ به بازارها و افزایش فعالیت‌های تجاری است که به افزایش توجه سرمایه‌گذاران دلالت دارد. علاوه بر این، کارلسن و همکاران^{۱۴} (۲۰۰۹) "اثر شترمرغ^{۱۵}" را مطرح می‌کنند که در آن سرمایه‌گذاران به سهام در بازارهای رو به رشد و صعودی توجه می‌کنند اما در طول بازارهای نزولی "سرشان را در شن فرو می‌کنند" و از توجه به سهام چشم‌پوشی می‌کنند. در صورت رکود بازار، سرمایه‌گذاران ممکن است ترجیح دهند از نظارت بر سرمایه‌گذاری‌های خود یا جستجوی اخبار مالی بیشتر جلوگیری کنند. این خطای شناختی سبب می‌شود سرمایه‌گذار اطلاعات ضروری فراوانی را از دست بدهد، زیرا ترجیح می‌دهد با آن اطلاعات کاری نداشته باشد. در نتیجه دچار خطای بنیادی در قضاوت و تصمیم‌گیری‌هایش می‌شود. این اثر همچنین حاکی از آن است که در دوره‌های هیجانی بالا اطلاعات حسابداری توجه سرمایه‌گذاران بیشتری را به خود جلب می‌کند و ارزش مرتبط‌تری خواهد داشت.

بر اساس این دیدگاه، هو و همکاران^{۱۶} (۲۰۰۹) دریافتند که سرمایه‌گذاران در بازارهای صعودی نسبت به بازارهای نزولی به اطلاعات سود واکنش بیشتری نشان می‌دهند. کالتن و همکاران^{۱۷} (۲۰۱۶) دریافتند که اطلاعات در دوره‌های احساسات بالا برای سهام‌هایی که قیمت‌هایی حساس به احساسات سرمایه‌گذار دارند، به‌موقع‌تر در قیمت سهام گنجانده می‌شود. در مجموع، دیدگاه توجه پیش‌بینی می‌کند که بین ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری و احساسات سرمایه‌گذار رابطه مستقیم وجود دارد. با این حال، دیدگاه خوش‌بینی نشان می‌دهد که در دوره‌های هیجانی بالا، سرمایه‌گذاران بیش از حد خوش‌بین هستند و ممکن است اطلاعات حسابداری را نادیده بگیرند و اطلاعات حسابداری را کمتر در قیمت سهام لحاظ کنند. پاول و همکاران (۲۰۰۷) در مدل تحلیلی خود استدلال می‌کنند که در سال‌های رونق، زمانی که سرمایه‌گذاران نسبت به فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت‌ها بسیار خوش‌بین هستند، کمتر به اطلاعات صورت‌های مالی اهمیت می‌دهند، بلکه بیشتر به فرصت‌های سرمایه‌گذاری

کمیاب توجه دارند. ترومن و همکاران^{۱۸} (۲۰۰۰) دریافتند که در اواخر دهه ۱۹۹۰، زمانی که احساسات سرمایه‌گذاران در بالاترین حد خود قرار داشت، ارزش‌گذاری سهام شرکت‌های فناوری ارتباط کمی با اطلاعات حسابداری داشته و در عوض بیشتر به معیارهای جدید مانند ترافیک وب متکی بود. کر و همکاران^{۱۹} (۲۰۰۳) دریافتند که در اواخر دهه ۱۹۹۰ متغیرهای حسابداری قدرت توضیح کمتری برای بازده سهام دارند. بنابراین، دیدگاه خوش‌بینی پیش‌بینی می‌کند که ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری با احساسات سرمایه‌گذاران رابطه معکوس دارد.

رابطه احساسات سرمایه‌گذاران با ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری را می‌توان از منظر رابطه خلق‌وخو با پردازش اطلاعات نیز بررسی نمود. مطالعات موجود در روانشناسی انسان نشان می‌دهد که خلق و خو بر قضاوت و تصمیم‌گیری تأثیر می‌گذارد، زیرا افراد در حالات خلقی مختلف ممکن است راهبردهای مختلفی را برای پردازش اطلاعات انتخاب کنند. افرادی که دارای خلق‌وخوی مثبت هستند، احتمالاً استراتژی پردازشی اکتشافی (هیوریستیک) را اتخاذ می‌کنند که بیشتر بر ساختار دانش از قبل موجود آنها متکی است و توجه کافی به جزئیات در دست ندارند. در مدل پردازش اکتشافی افراد به توجه و تلاش ذهنی کمتری نیاز پیدا می‌کنند. در واقع افرادی که به پیامهای ترغیب‌کننده علاقه و توجه کمتری نشان می‌دهند و یا در خصوص آن اطلاعات کافی ندارند از پدیده هیوریستیک ساده (میانبر ذهنی) بهره می‌برند. در مقابل، افرادی که خلق و خوی منفی دارند، بیشتر از استراتژی پردازشی سیستماتیک استفاده می‌کنند که کمتر بر دانش قبلی آنها متکی است و در عوض به جزئیات بیشتری برای تصمیم‌گیری خود توجه می‌کنند (شوارتز، ۲۰۰۰؛ شوارتز و کلور، ۲۰۰۷). برای مثال، بودنهاوسن و همکاران^{۲۰} (۱۹۹۴) دریافتند که افرادی که دارای خلق‌وخوی مثبت هستند، بیشتر از کلیشه‌ها برای قضاوت استفاده می‌کنند، که نشان می‌دهد از یک استراتژی پردازش اکتشافی استفاده می‌کنند. مدل پردازش سیستماتیک یکی از نظریه‌های روان‌شناختی در زمینه‌ی متقاعدسازی است که شلی چیکین آن را ارائه داده‌است. در مدل پردازش سیستماتیک، افراد به محتوای پیام توجه کرده و به آن عمیقاً می‌اندیشند. از این رو، این پردازش بیشتر در مواقعی مورد توجه و استفاده افراد واقع می‌گردد که پیام‌ها برای فرد از اهمیت و یا مناسبت شخصی برخوردار است و یا در مواردی که فرد نیاز مبرمی به فعالیت‌های ذهنی در خود احساس می‌کند (هی و همکاران، ۲۰۲۰).

مطابق با یافته‌های این مطالعات روان‌شناسی، علی و گورن^{۲۱} (۲۰۰۸) بیان می‌کنند که در دوره‌های هیجانی پایین، سرمایه‌گذاران توجه بیشتری به مؤلفه‌های سود داشته و اقلام تعهدی را از جریان‌های نقدی متمایز می‌کنند، در حالی که در دوره‌های هیجانی بالا سرمایه‌گذاران ممکن است فقط بر سود گزارش‌شده تمرکز کنند و تفاوت‌های بین اجزای سود را نادیده بگیرند. به طور مشابه، پاول و همکاران (۲۰۰۷) در مطالعه خود در خصوص تقلب در چرخه های تجاری دریافتند که در سال های رونق، سرمایه‌گذاران اطلاعات صورت های مالی را نسبت به سال های رکود کمتر بررسی می‌کنند.

در مجموع، شواهد زیادی وجود دارد که نشان می‌دهد سوگیری های شناختی بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری تأثیر می‌گذارد. ارزیابی حقوق صاحبان سهام بر اساس تحلیل بنیادی یک کار پیچیده است که نیاز به پردازش سیستماتیک اطلاعات و تجزیه و تحلیل دقیق اطلاعات حسابداری دارد. ارزیابی دقیق از شرکت با تجزیه و تحلیل صنعت و شرایط اقتصادی، درک عملیات تجاری، ارزیابی عملکرد و ریسک‌ها، پیش‌بینی و برآورد ارزش شرکت با استفاده از برخی مدل‌های ارزش‌گذاری صورت می‌گیرد. با این حال، یک رویکرد اکتشافی نیز برای ارزش‌گذاری سهام با استفاده از مضرب قیمت مانند نسبت قیمت به سود (P/E) وجود دارد. با توجه به نسبت P/E، سرمایه‌گذاران می‌توانند به سرعت به اطلاعات حسابداری با تمرکز صرف بر سود واکنش نشان دهند.

سرمایه‌گذارانی که دارای روحیه مثبت هستند بیشتر از استراتژی پردازش اطلاعات اکتشافی استفاده و احتمالاً به سود شرکت برای انجام ارزیابی‌ها و تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تکیه می‌کنند، زیرا سود معیاری برجسته و آسان در ارزیابی عملکرد شرکت است (گراهام و همکاران^{۲۲}، ۲۰۰۵). در نتیجه، در دوره‌هایی که هیجانات بازار بالاست ارتباط بین سود و بازده سهام قوی‌تر از دوره‌های هیجانی پایین می‌باشد. در مقابل، زمانی که سرمایه‌گذاران دارای روحیه منفی هستند، تحلیل تفصیلی با استفاده از سایر متغیرهای حسابداری، بیشتر از زمانی که دارای روحیه مثبت هستند، اتخاذ می‌شود. در نتیجه، زمانی که هیجانات بازار پایین است، رابطه بین بازده سهام و سایر متغیرهای حسابداری قوی‌تر از زمانی است که هیجانات بازار بالا است. به دنبال این بحث، دیدگاه استراتژی شناختی پیش‌بینی می‌کند که ارتباط ارزشی سود زمانی که احساسات سرمایه‌گذار بالا باشد، بیشتر خواهد بود، در حالی که ارتباط ارزشی سایر

متغیرهای حسابداری زمانی که احساسات سرمایه‌گذار پایین باشد، بیشتر است. با توجه به مبانی نظری مطروحه در فوق، انتظار می‌رود گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری تاثیر معنادار داشته باشد.

۳. پیشینه پژوهش

حاجیان نژاد و همکاران (۱۴۰۰) در مطالعه‌ای به این نتیجه رسیدند که مدیران با توانایی بالا به افزایش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در ارزیابی بازار سرمایه کمک می‌کنند. محمدزاده (۱۴۰۰) رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و پیش بینی سود توسط مدیریت را بررسی نمودند. یافته‌ها حاکی از آن است که در شرکت‌هایی که عدم اطمینان بیشتری وجود دارد، رابطه بین سوگیری پیش‌بینی سود توسط مدیریت و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران قوی‌تر است. اصغری و همکاران (۱۳۹۹) اصغری و همکاران تاثیرپذیری درجه نقد شوندگی بازار سهام از گرایش های احساسی سرمایه گذاران را بررسی نمودند؛ یافته‌های پژوهش گویای آن است که بالا بودن میزان نقدینگی بازار در سال گذشته بر سطح نقدینگی بازار در سال جاری تاثیر مستقیم و معنادار دارد. مواردی از قبیل؛ احساسات سرمایه گذاران، نرخ تورم سال جاری، نرخ رشد حجم پول و همچنین نرخ رشد تولیدات صنعتی در بازار سهام بر میزان نقد شوندگی بازار تأثیر مستقیم و معنادار دارد. فرهادی و سلیمانی امیری (۱۳۹۷) پژوهشی تحت عنوان ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در دوران نوسانات اساسی بورس و اوراق بهادار تهران انجام دادند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بورس اوراق بهادار تهران دچار نوسانات اساسی افزایشی و نیز نوسانات اساسی کاهشی است، ارتباط ارزشی سود خالص بیشتر از ارتباط ارزشی ارزش دفتری و ارتباط ارزشی جریان‌های نقدی عملیاتی است. همچنین زمانی که نوسانات بورس اوراق بهادار تهران اساسی و با اهمیت نبوده، تفاوت معناداری بین ارتباط ارزشی ارزش دفتری و ارتباط ارزشی جریان‌های نقدی عملیاتی با ارتباط ارزشی سود خالص وجود ندارد. پورسلطانی و همکاران (۱۳۹۶) پژوهشی تحت عنوان ارتباط احساسات سرمایه‌گذاران با بازده تعدیل شده بر اساس ریسک سهام انجام دادند. جهت اندازه گیری احساسات سرمایه‌گذاران از دو شاخص EMSI و TRIN استفاده شده است. نتایج گویای آن است که هر دو شاخص استفاده شده برای گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تاثیر مثبتی بر

بازده تعدیل شده بر اساس ریسک دارد. در کوتاه مدت (یکسال) تأثیر EMSI بر بازده بیشتر از TRIN است. اما در میان مدت و بلندمدت به طور متوسط تأثیر TRIN بیشتر از EMSI است. بیات و همکاران (۱۳۹۴) تأثیر پایداری سود بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری را بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند که یکی از عوامل با اهمیت کاهش ارتباط ارزشی سود، ناپایداری سود می‌باشد. همچنین افزایش پایداری سود توان پیش‌بینی‌کنندگی سهامداران را بهبود بخشیده که می‌تواند منجر به افزایش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری گردد. مهرانی و مطمئن (۱۳۹۲) در بررسی رابطه بین محافظه‌کاری و ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری به این نتیجه رسیدند که با وجود اینکه سطح محافظه‌کاری در سال‌های اخیر افزایش یافته، میزان محافظه‌کاری ارتباطی با ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری ندارد. در ادبیات خارجی، هی و همکاران^{۲۳} (۲۰۲۰) در پژوهشی دریافتند که ارتباط ارزشی متغیرهای حسابداری در دوره‌های احساسات بالا در مجموع کمتر از دوره‌های احساسات پایین است. همچنین ارتباط بین سود حسابداری و بازده سهام در دوره‌های احساسات بالا نسبت به دوره‌های هیجانی پایین قوی‌تر است، در حالی که در دوره‌های احساسات پایین سایر متغیرهای حسابداری ارتباط قوی‌تری با بازده سهام دارند. از سوی دیگر، تأثیر احساسات سرمایه‌گذار بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری برای شرکت‌هایی که ارزش‌گذاری و آربیتراژ آنها دشوارتر است، قوی‌تر است. از این مطالعه که مشاهدات آن شامل ۱۷۰۸ شرکت برای دوره زمانی ۱۹۸۳ تا ۲۰۱۰ (۲۰۱۰، ۸۲۴، ۴۷ سال-شرکت) بوده و اطلاعات آن از CRSP، Compustat، I/B/E/S جمع‌آوری شده است، بعنوان مقاله پایه استفاده گردید. فرانسیس و همکاران^{۲۴} (۲۰۲۰) در پژوهشی یافتند که توانایی مدیران بر ارتباط ارزشی سود تأثیر مستقیم و معنادار دارد. همچنین در شرکت‌هایی که ضعف حاکمیت شرکتی وجود دارد و نیز زمانی که قدرت بازار محصول قوی است، تأثیر توانایی مدیران بر ارتباط ارزشی سود قوی‌تر است. چوی و ژانگ^{۲۵} (۲۰۲۰) در پژوهشی در پی پاسخ به این سوال بودند آیا گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر دارد؟ آنها با بهره‌گیری از نمونه بزرگی از شرکت‌های آمریکایی طی سالهای ۱۹۹۱-۲۰۱۴ به این نتیجه رسیدند که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر ریسک سقوط قیمت سهام تأثیر معکوس و معنادار دارد. فرینجس و همکاران^{۲۶} (۲۰۱۷) در مطالعه‌ای به این نتیجه رسیدند که دلیل اصلی تغییرات قیمت سهام، گرایش احساسی سرمایه‌گذاران می‌باشد. آنوساکومار و همکاران (۲۰۱۷)

به بررسی ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده سهام در بازارهای نوظهور آسیایی پرداختند. احساسات سرمایه‌گذاران از دو بعد مورد بررسی قرار گرفت: احساسات خاص سهام شرکت و احساسات سطح بازار. یافته‌ها نشان می‌دهد که احساسات خاص سهام شرکت پس از کنترل ویژگی‌های شرکت بر بازده سهام تأثیر مثبت و معناداری دارد. شواهد همچنین حاکی از آن است که احساسات خاص سهام شرکت تأثیر بیشتری بر بازده نسبت به احساسات سطح بازار دارد.

بررسی پیشینه پژوهش نشان می‌دهد که تمرکز اصلی مطالعات پیشین در حوزه ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری بر سیستم‌ها و روش‌های مختلف حسابداری است. بدین صورت که کاهش یا افزایش همبستگی میان قیمت بازار یا بازده سهم و اطلاعات حسابداری، بطور کلی واقعی و متأثر از اندازه‌گیری حسابداری فرض شد و هرگونه اثر رفتاری سرمایه‌گذاران که موجب انحراف قیمت بازار از ارزش بنیادی نادیده گرفته شده است. اثر رفتاری سرمایه‌گذاران، پدیده‌ای فراتر از حوزه گزارشگری مالی است. از این‌رو، نادیده گرفتن اثر عوامل رفتاری و روانشناختی بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، منطقی به نظر نمی‌رسد. این مساله، مساله بسیار مهمی است که در پژوهش‌های گذشته به آن پرداخته نشده است. از این‌رو، در پژوهش حاضر سعی می‌شود تا اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، مطالعه شود. این موضوع را می‌توان به عنوان شکاف پژوهشی یاد کرد که این پژوهش به آن می‌پردازد.

۴. فرضیه‌های پژوهش

با توجه به موارد مطرح‌شده در فوق، فرضیه‌هایی به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: در دوره‌هایی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بالاست، ارتباط بین سود و بازده سهام قوی‌تر از دوره‌های احساسی (هیجانی) پایین می‌باشد.

فرضیه دوم: در دوره‌هایی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بالاست، ارتباط بین سود و قیمت سهام قوی‌تر از دوره‌های احساسی (هیجانی) پایین می‌باشد.

فرضیه سوم: در دوره‌هایی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران پایین است، رابطه بین بازده سهام و سایر متغیرهای حسابداری (ارزش دفتری مجموع دارایی‌های هر سهم، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام هر سهم، جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم) قوی‌تر از زمانی است که

هیجانان بازار بالا است.

فرضیه چهارم: در دوره‌هایی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران پایین است، رابطه بین قیمت سهام و سایر متغیرهای حسابداری (ارزش دفتری مجموع دارایی‌های هر سهم، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام هر سهم، جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم) قوی‌تر از زمانی است که هیجانان بازار بالا است.

۵. روش شناسی پژوهش

این پژوهش از بعد هدف کاربردی است؛ بدین سبب که از نتایج حاصل از آن می‌توان در جریان تصمیم‌گیری استفاده نمود. از لحاظ روش و ماهیت، توصیفی و همبستگی است به دلیل اینکه ارتباط بین چند متغیر را بررسی می‌نماید. همچنین به لحاظ استفاده از داده‌های تاریخی، پس‌رویدادی است. با استفاده از مدل‌های رگرسیونی چندمتغیره، فرضیه‌های پژوهش آزمون شده است.

جامعه آماری این پژوهش شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و روش نمونه‌گیری حذفی سیستماتیک است. شرکتهایی که حائز شرایط ذیل نبوده‌اند، از نمونه آماری حذف شده‌اند:

۱. شرکت موردنظر از ابتدای سال ۱۳۸۵ تا پایان سال ۱۳۹۹ عضو بورس اوراق بهادار تهران باشد.

۲. سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد و در دوره مورد مطالعه تغییر سال مالی نداشته باشند.

۳. جزء بانکها، مؤسسات مالی، شرکتهای سرمایه‌گذاری، هلدینگها، لیزینگ و بیمه نباشند؛

۴. اطلاعات لازم در بازه زمانی پژوهش در دسترس باشد؛

۵. شرکت بیش از سه ماه توقف معاملاتی نداشته باشند. در محاسبه متغیرهای مبتنی بر بازار وقفه معاملاتی بیانگر به روز نشدن اطلاعات است، از این رو در صورت اعمال نشدن این محدودیت محاسبه متغیرهای مبتنی بر بازار به درستی انجام نمی‌شود.

با اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۹۷ شرکت جهت بررسی فرضیه‌ها انتخاب شده‌اند.

نحوه نمونه‌گیری در نگاره ۱ نشان داده شده است.

نگاره ۱. جامعه آماری و نمونه پژوهش

تعداد شرکت‌ها	شرایط
۵۲۱	تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۹۹
۱۱۸	شرکت‌هایی که بعد از سال ۱۳۸۵ در بورس پذیرفته شدند
۱۲۳	شرکت‌هایی که طی سالهای ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۹ لغو پذیرش شدند
۵۴	شرکت‌هایی که جزء بانکها، مؤسسات مالی، شرکتهای سرمایه‌گذاری، هلدینگها، لیزینگ و بیمه بوده‌اند
۵۷	شرکت‌هایی که سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند نبوده و یا دوره مورد مطالعه سال مالی خود را تغییر داده‌اند
۴۳	شرکت‌هایی که در قلمرو زمانی پژوهش بیش از سه ماه توقف معاملاتی داشته‌اند
۲۹	شرکت‌هایی که اطلاعات مورد نیاز مربوط به آنها در دسترس نبوده است
۹۷	شرکت‌هایی که برای نمونه انتخاب شده‌اند

با اعمال محدودیت‌های فوق، تعداد ۹۷ شرکت جهت بررسی فرضیه‌ها انتخاب شده‌اند. روش گردآوری اطلاعات در این پژوهش، روش کتابخانه‌ای و اسنادکاوی می‌باشد. داده‌های مورد نیاز جهت اندازه‌گیری متغیرها و آزمون فرضیه‌های تحقیق از سایت کدال، و بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین به دست آمده‌اند و جهت انجام محاسبات و تجزیه و تحلیل نهایی از نرم‌افزارهای Excell و Eviews نسخه ۱۲ استفاده شده است.

روش کتابخانه‌ای و اسنادکاوی، شیوه گردآوری اطلاعات در این مطالعه بوده و به منظور اندازه‌گیری متغیرها و آزمون فرضیه‌های پژوهش، داده‌های لازم از سایت کدال، و بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین استخراج شده‌اند. در نهایت جهت انجام محاسبات و تجزیه و تحلیل نهایی از نرم‌افزارهای Excell و Eviews نسخه ۱۲ استفاده شده است.

۶. مدل‌ها و متغیرها

پژوهش حاضر همانند ون هی و همکاران (۲۰۲۰) از دو رویکرد مختلف برای بررسی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری استفاده نموده است.

➤ ارتباط ارزشی بازده:

رابطه (۱)

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 Asset_{i,t} + \beta_3 Equity_{i,t} + \beta_4 CF_{i,t} + \varepsilon_t$$

➤ ارتباط ارزشی قیمت:

رابطه (۲)

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_2 Asset_{i,t} + \beta_3 Equity_{i,t} + \beta_4 CF_{i,t} + \varepsilon_t$$

که در این مدل‌ها:

EPS: سود هر سهم

Asset: ارزش دفتری دارایی‌های هر سهم

Equity: ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام هر سهم

CF: جریان نقدی عملیاتی هر سهم

P: متوسط قیمت سهام از روز بازگشایی نماد شرکت پس از مجمع عمومی عادی سالیانه

جهت تصویب صورتهای مالی تا پایان همان ماه.

R: مجموع بازده مرکب ماهانه ماه مجمع عمومی سالیانه جهت تصویب صورتهای مالی و

بازده ماه قبل از آن. منظور از بازده مرکب ماهانه، لگاریتم طبیعی بازده‌های روزانه می‌باشد که

بصورت زیر محاسبه شده است:

رابطه (۳)

$$R_i = \frac{P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C\alpha)}{P_{t-1} + C\alpha} \times 100$$

در این رابطه:

P_t: قیمت سهام در پایان دوره

α: درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی

β: درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌ها

C: مبلغ اسمی پرداخت شده بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

P_{t-1} : قیمت سهام در ابتدای دوره

در این پژوهش جهت اندازه‌گیری گرایش احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش احساسی بازار سرمایه (EMSI) استفاده شده است. گرایش احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از رابطه ۴ که در ایران توسط حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) بکار گرفته شده است، قابل محاسبه است.

رابطه ۴)

$$SENT_{pt} = \frac{\sum(R_{it} - \bar{R}_r)(R_{iv} - \bar{R}_V)}{[\sum(R_{it} - \bar{R}_r)^2 \sum(R_{iv} - \bar{R}_V)^2]^{1/2}} \times 100, -100 \leq EMSI \leq +100$$

که در آن؛

R_{it} : رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t ؛

R_{iv} : رتبه نوسان پذیری تاریخی شرکت i در ماه t . برای محاسبه نوسان پذیری تاریخی از

میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده شد؛

\bar{R}_r : میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت های صنعت؛

\bar{R}_V : میانگین رتبه نوسان پذیری تاریخی سهام شرکت های صنعت.

در پژوهش حاضر، سطح گرایش احساسی سرمایه‌گذاران مورد بررسی قرار می‌گیرد. ابتدا مشاهدات مورد مطالعه (سال - شرکت) بر اساس سطح گرایش احساسی دهک بندی شده؛ بدین ترتیب که پنج دهک بالا نشان دهنده دوره های با گرایش احساسی بالا و پنج دهک پایین نشان دهنده دوره های با گرایش احساسی پایین می‌باشد.

جهت آزمون فرضیه اول و سوم از رابطه ۱ و برای آزمون فرضیه دوم و چهارم فرضیه از رابطه ۲ استفاده شده است. رابطه ۱ و ۲ بصورت مجزا برای دوره های گرایش احساسی بالا و گرایش احساسی پایین برازش می‌شود. با مقایسه ضرایب متغیرهای رابطه ۱ و ۲ و نیز آزمون والد فرضیه ها نتیجه گیری می‌شوند.

۷. نتایج آماری پژوهش

۷-۱. آمار توصیفی پژوهش

نگاره ۲، نتایج آمار توصیفی و شمای کلی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. در این نگاره اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، بیشترین، کمترین و انحراف معیار کلیه متغیرها ارائه شده است.

نگاره ۲. نتایج آمار توصیفی پژوهش

متغیرها	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
بازده سهم	R	۳۷,۷۶	۳۱,۸۴	۲,۳۲۲	-۷۱	۱۹۹,۰۹	-۱,۲۵	۶,۲۴
قیمت سهم	P	۴,۳۵۶	۳,۷۶۶	۳۷۰,۲۵۵	۵۹۷	۵۸,۲۱	۲,۶۷	۵,۷۰
سود هر سهم	EPS	۷۸۰	۶۰۲	۱۴,۱۹۸	-۵,۰۰۴	۲۰,۶۷	-۰,۸۷	۲,۳۸
ارزش دفتری دارایی های هر سهم	Asset	۵,۵۶۴	۳,۹۸۹	۶۳,۳۹۷	۵۵۴	۸۷,۷۸	۱,۹۵	۴,۹۷
ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام هر سهم	Equity	۹۹۵	۹۱۹	۱۷,۶۵۵	-۷,۴۵۵	۱۲,۶۹	۰,۴۲	۲,۱۶
جریان نقدی عملیاتی هر سهم	CF	۲,۰۰۸	۱,۷۵۶	۲۳,۱۲۸	-۵,۴۰۹	۳۱,۰۶	-۰,۸۳	۳,۸۱

پایاترین و معتبرترین شاخص مرکزی میانگین بوده که نشان دهنده متوسط داده‌ها می‌باشد به طوری که اگر داده‌ها به صورت منظم بر روی یک محور مرتب گردند، مقدار میانگین دقیقاً مرکز ثقل توزیع خواهد بود. به طور مثال میانگین متغیر سود هر سهم (EPS) تقریباً ۷۸۰ است. همچنین میانگین متغیر ارزش دفتری دارایی هر سهم (Asset) ۵,۵۶۴ است که نشان دهنده این امر است که میزان ارزش دفتری دارایی هر سهم در شرکت های مورد مطالعه در طی دوره زمانی ۱۵ ساله به طور میانگین ۵,۵۶۴ ریال بوده است. میانه متغیر بازده (R) ۳۱,۸۴ بوده که گویای بازدهی بیش از ۳۱,۸۴ درصدی تقریباً نیم از شرکت‌های مورد مطالعه بوده و نیم دیگر کمتر از این میزان دارای بازده بوده اند. جهت بررسی نرمال بودن توزیع داده‌ها از

آماره انحراف معیار استفاده می‌گردد. البته داده‌ها در سطح ۱ درصد داده‌های پرت حذف شده‌اند.

لازم به توضیح است که از مجموع ۱۵ دوره، ۹ دوره گرایش احساسی سرمایه گذاران بالا (دوره ۱) و ۶ دوره گرایش احساسی سرمایه گذاران پایین می باشد (دوره ۲).

۲-۷. آمار استنباطی

از آنجایی که نوع داده‌های پژوهش حاضر داده‌های ترکیبی می‌باشد، از آزمون F لیمر به منظور انتخاب بین روش داده‌های تابلویی و تلفیقی استفاده شده است. با توجه به نگاره ۳، سطح معناداری این آزمون نشان داد که در مدل ۱ و ۲ برای هر دو دوره گرایش احساسی بالا (دوره ۱) و گرایش احساسی پایین (دوره ۲) روش داده‌های تابلویی مناسب تر است.

با توجه به انتخاب روش داده‌های تابلویی، از آزمون هاسمن جهت انتخاب از بین روش اثرات ثابت و تصادفی استفاده شده است. سطح معناداری آزمون هاسمن نشان می‌دهد که در مدل ۱ و ۲ برای هر دو دوره مدل اثرات ثابت مناسب تر است. همسانی واریانس باقی مانده ها از طریق آزمون بروش-پاگان-گادفری مورد بررسی قرار گرفت. از آنجایی که سطح معناداری آن در مدل ۱ و ۲ برای هر دو دوره کمتر از ۵ درصد می‌باشد، بنابراین در مدل‌ها ناهمسانی واریانس وجود دارد و می توان نتیجه گرفت که GLS بهترین تخمین زن می‌باشد.

نگاره ۳. نتایج آزمون بروش گادفری، F لیمر و هاسمن به منظور تعیین مدل تخمین مناسب

مدل	آزمون	آماره		سطح معناداری		نتیجه	
		دوره ۱	دوره ۲	دوره ۱	دوره ۲	دوره ۱	دوره ۲
۱	بروش پاگان گادفری	۱۵,۴۷	۱۵,۰۲	۰,۰۰۱	۰,۰۰۱	حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS)	حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS)
	F لیمر	۲,۱۵	۱,۹۳	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	روش تابلویی	روش تابلویی
	هاسمن	۳۱,۷۴	۳۱,۳۲	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	مدل اثرات ثابت	مدل اثرات ثابت
۲	بروش پاگان گادفری	۱۱,۵۱	۱۱,۸۹	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	حداقل مربعات تعمیم	حداقل مربعات تعمیم

مدل	آزمون	آماره		سطح معناداری		نتیجه	
		دوره ۱	دوره ۲	دوره ۱	دوره ۲	دوره ۱	دوره ۲
						یافته (GLS)	یافته (GLS)
	F لیمر	۲,۹۸	۳,۰۹	۰,۰۰۰	۰,۰۰۰	روش تابلویی	روش تابلویی
	هاسمن	۳۸,۲۴	۳۸,۷۵	۰,۰۰۲	۰,۰۰۳	مدل اثرات ثابت	مدل اثرات ثابت

*دوره ۱: دوره گرایش احساسی بالا و دوره ۲: گرایش احساسی پایین

۷-۲. نتایج آزمون فرضیه‌ها

نگاره ۴. نتایج آزمون فرضیه‌ها

متغیر	مدل ۱ (فرضیه اول و فرضیه سوم)				مدل ۲ (فرضیه دوم و فرضیه چهارم)			
	دوره ۱		دوره ۲		دوره ۱		دوره ۲	
	ضریب	سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری	ضریب	سطح معناداری
مقدار ثابت	۱,۱۸۹	۰,۰۰۰	۱,۲۵۷	۰,۲۵۲	۱,۲۷۹	۰,۰۰۰	۱,۳۱۴	۰,۰۰۰
EPS	۰,۴۱۷	۰,۰۰۰	۰,۳۶۷	۰,۰۰۰	۰,۴۷۹	۰,۰۰۰	۰,۳۹۶	۰,۰۰۰
Asset	۰,۷۲۸	۰,۰۰۰	۰,۸۲۷	۰,۰۰۰	۰,۱۷۹	۰,۰۰۰	۰,۱۸۲	۰,۰۰۰
Equity	۰,۰۲۷	۰,۰۴۴	۰,۰۸۷	۰,۰۰۳	۰,۱۸۲	۰,۰۲۱	۰,۲۱۴	۰,۰۲۷
CF	۰,۱۱۲	۰,۱۷۱	۰,۱۴۱	۰,۰۰۲	۰,۱۱۱	۰,۰۶۲	۰,۱۲۰	۰,۰۰۹
آماره F رگرسیون (سطح معناداری)	۶۸,۵۸ (۰,۰۰۰)	۷۲,۴۶ (۰,۰۰۰)	۶۸,۵۸ (۰,۰۰۰)	۶۱,۲۷ (۰,۰۰۰)	۶۵,۷۸ (۰,۰۰۰)	۶۱,۲۷ (۰,۰۰۰)	۶۱,۲۷ (۰,۰۰۰)	۶۱,۲۷ (۰,۰۰۰)
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۱۷۸	۰,۲۰۹	۰,۱۷۸	۰,۲۰۹	۰,۱۹۱	۰,۱۹۱	۰,۲۳۲	۰,۲۳۲
دوربین واتسون	۲,۴۳	۲,۳۷	۲,۴۳	۲,۳۷	۲,۱۹	۲,۱۹	۲,۰۷	۲,۰۷
آماره F والد (سطح معناداری)	۶۶۷,۷۸ (۰,۰۰۰)	۶۲۵,۵۲ (۰,۰۰۰)	۶۶۷,۷۸ (۰,۰۰۰)	۶۲۵,۵۲ (۰,۰۰۰)	۷۱۰,۳۴ (۰,۰۰۰)	۷۱۰,۳۴ (۰,۰۰۰)	۶۹۹,۸۷ (۰,۰۰۰)	۶۹۹,۸۷ (۰,۰۰۰)

*دوره ۱: دوره گرایش احساسی بالا و دوره ۲: گرایش احساسی پایین

همان‌طور که در نگاره شماره ۴ مشخص است مقدار معنی‌داری آماره F در مدل ۱ و ۲ برای هر دو دوره گرایش احساسی بالا (دوره ۱) و گرایش احساسی پایین (دوره ۲) کمتر از ۵ درصد است که بیانگر معنی‌داری کل مدل رگرسیون می‌باشد؛ و مقدار ضریب تعیین تعدیل شده مدل ۱ در دوره ۱ و دوره ۲ به ترتیب ۰,۱۷۸ و ۰,۲۰۹ و نیز مقدار این ضریب در مدل ۲ در دوره ۱ و دوره ۲ به ترتیب ۰,۱۹۱ و ۰,۲۳۲ می‌باشد که نشانگر میزان تعیین تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل است. میزان آماره دوربین واتسون مدل‌های رگرسیونی در هر دو دوره نیز نشان می‌دهد که خود همبستگی بین جملات خطا وجود ندارد، زیرا مقدار تمامی آنها در فاصله ۲,۵-۱,۵ قرار دارد. سطح معناداری آماره F آزمون والد که کمتر از ۵ درصد می‌باشد، نشان دهنده تفاوت معنادار بین متغیرهای مستقل مورد مقایسه در دوره ۱ و دوره ۲ در هر دو مدل می‌باشد. مقدار آماره دوربین واتسون مدل‌های رگرسیونی در هر دو دوره در فاصله ۲,۵-۱,۵ قرار دارد، بنابراین در اجزاء اخلاص خودهمبستگی وجود ندارد.

برای آزمون فرضیه اول ضریب متغیر EPS مدل رگرسیونی ۱ در دو دوره گرایش احساسی بالا (دوره ۱) و پایین (دوره ۲) با یکدیگر مقایسه می‌شود. با توجه به بزرگتر بودن مقدار این ضریب در دوره ۱ (۰,۴۱۷) نسبت به دوره ۲ (۰,۳۶۷)، و نیز سطح معناداری آماره F آزمون والد (۰,۰۰) که نشان از با اهمیت و معنادار بودن تفاوت ضرایب دارد، می‌توان نتیجه گرفت که در دوره‌هایی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بالاست ارتباط بین سود و بازده سهام قوی‌تر از دوره‌های احساسی (هیجانی) پایین می‌باشد.

برای آزمون فرضیه دوم، ضریب متغیر EPS مدل رگرسیونی ۲ در دو دوره گرایش احساسی بالا (دوره ۱) و پایین (دوره ۲) با یکدیگر مقایسه می‌شود. با توجه به بزرگتر بودن مقدار این ضریب در دوره ۱ (۰,۴۷۹) نسبت به دوره ۲ (۰,۳۹۶)، و نیز سطح معناداری آماره F آزمون والد (۰,۰۰) که نشان از با اهمیت و معنادار بودن تفاوت ضرایب دارد، می‌توان نتیجه گرفت که در دوره‌هایی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بالاست ارتباط بین سود و قیمت سهام قوی‌تر از دوره‌های احساسی (هیجانی) پایین می‌باشد.

جهت آزمون فرضیه سوم، ضریب متغیر $Equity$ ، $Asset$ و CF مدل رگرسیونی ۱ در دو دوره گرایش احساسی بالا (دوره ۱) و پایین (دوره ۲) با یکدیگر مقایسه می‌شود. با توجه به بزرگتر بودن مقدار این ضرایب در دوره ۲ نسبت به دوره ۱ و نیز سطح معناداری آماره F آزمون

والد (۰,۰۰) که نشان از با اهمیت و معنادار بودن تفاوت ضرایب دارد، می‌توان نتیجه گرفت که در دوره‌هایی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران پایین است، رابطه بین بازده سهام و سایر متغیرهای حسابداری (ارزش دفتری مجموع دارایی‌های هر سهم، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام هر سهم، جریان نقدی عملیاتی هر سهم) قوی‌تر از زمانی است که هیجانات بازار بالا است.

به منظور آزمون فرضیه چهارم، ضریب متغیر $Equity$ ، $Asset$ و CF مدل رگرسیونی ۲ در دو دوره گرایش احساسی بالا (دوره ۱) و پایین (دوره ۲) با یکدیگر مقایسه می‌شود. با توجه به بزرگتر بودن مقدار این ضرایب در دوره ۲ نسبت به دوره ۱ و نیز سطح معناداری آماره F آزمون والد (۰,۰۰) که نشان از با اهمیت و معنادار بودن تفاوت ضرایب دارد، می‌توان نتیجه گرفت که در دوره‌هایی که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران پایین است، رابطه بین بازده سهام و سایر متغیرهای حسابداری (ارزش دفتری مجموع دارایی‌های هر سهم، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام هر سهم، جریان نقدی عملیاتی هر سهم) قوی‌تر از زمانی است که هیجانات بازار بالا است.

بحث و نتیجه‌گیری

از دیرباز، همواره ادعا شده که اطلاعات حسابداری مندرج در صورتهای مالی، یکی از منابع مهم اطلاعاتی سرمایه‌گذاران و سایر مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه است. از این رو، می‌توان به طور منطقی انتظار داشت که اطلاعات حسابداری، نقش مؤثری را در ارزشگذاری قیمت سهام و نیز بازده سهام ایفا نمایند. مطالعات داخلی و خارجی انجام شده در حوزه ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری به نتایج مشخصی در مورد روند و شدت آن نرسیده‌اند. همچنین روند کاهشی یا افزایشی آن را به اثر اندازه‌گیری حسابداری نسبت داده‌اند. اثر اندازه‌گیری حسابداری، برآمده از چگونگی کیفیت الگوی فعلی گزارشگری مالی در انعکاس کامل ارزش بنیادی شرکت است. اما عامل مهم دیگر اثرگذار بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری که پژوهش‌های گذشته از آن غافل شده‌اند و در این پژوهش به آن پرداخته شده است، اثر رفتاری سرمایه‌گذاران است که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران در تصمیمات حوزه قیمت‌گذاری از عوامل غیربنیادی استفاده کرده که انحراف قیمت سهام از ارزش بنیادی را در پی دارد.

در این پژوهش تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر ارتباط ارزش اطلاعات حسابداری بررسی شده است. مطالعات قبلی سه دیدگاه متفاوت در مورد اینکه چگونه احساسات سرمایه‌گذار ممکن است بر رابطه بین بازده و قیمت سهام و اطلاعات حسابداری تأثیر بگذارد ارائه می‌دهد. دیدگاه توجه بیان می‌کند که احساسات سرمایه‌گذار ممکن است از طریق توجه سرمایه‌گذار بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری تأثیر مثبت بگذارد. احساسات احتمالاً با توجه سرمایه‌گذاران به بازارهای مالی و اخبار شرکت مرتبط است. دوره‌های احساسات بالا معمولاً همراه با هجوم سرمایه‌گذاران کوچک و بزرگ به بازارها و افزایش فعالیت‌های تجاری است که به افزایش توجه سرمایه‌گذاران دلالت دارد. از سوی دیگر، دیدگاه خوش‌بینی، نشان می‌دهد که در دوره‌های هیجانی بالا، سرمایه‌گذاران بیش از حد خوش‌بین هستند و ممکن است اطلاعات حسابداری را نادیده بگیرند و اطلاعات حسابداری را کمتر در قیمت سهام لحاظ کنند. در مقابل، دیدگاه استراتژی شناختی، سود و سایر متغیرهای حسابداری را متمایز می‌کند و پیش‌بینی می‌کند که در دوره‌های احساسی بالا، سود ارتباط قوی تری با بازده و قیمت سهام دارد، در حالی که در دوره‌های احساسات پایین سایر اطلاعات حسابداری ارتباط قوی تری با بازده و قیمت سهام دارد. نتایج پژوهش حاضر حاکی از تایید دیدگاه استراتژی شناختی بوده که مطابق با پژوهش ون هی و همکاران (۲۰۲۰)، چوی و ژانگ (۲۰۲۰) و کیم و ها (۲۰۱۰) می‌باشد.

مطالعات انجام شده در حوزه مالی رفتاری بیان می‌کنند که قیمت سهام ممکن است کاملاً کارآمد نباشد. این پژوهش به این نتیجه دست یافت که روابط بین بازده و قیمت سهام با متغیرهای حسابداری می‌تواند تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذار باشد. بنابراین، شواهد مطالعات پیشین در هنگام استنتاج یا نتیجه‌گیری از مدل‌های رگرسیونی مربوط به ارزش، نیازمند احتیاط هستند. یافته‌های این پژوهش مبنی بر اینکه ضرایب در رگرسیون‌های ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری به طور سیستماتیک با احساسات سرمایه‌گذار متفاوت است، نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار می‌تواند یک متغیر همبسته حذف‌شده در مدل‌های رگرسیون ارتباط ارزشی باشد.

از سوی دیگر پژوهش حاضر یک اثر متمایز از احساسات بازار بر استراتژی پردازش اطلاعات سرمایه‌گذاران را بررسی می‌کند. نتایج نگاره ۴ نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران تمایل

دارند استراتژی‌های متفاوتی را انتخاب کنند و بر مجموعه‌های مختلف اطلاعات تمرکز کرده تا ارزش‌گذاری‌ها را در دوره‌های احساسات بالا در مقابل احساسات پایین تنظیم نمایند. همچنین این پژوهش با پیوند دادن احساسات به استراتژی‌های شناختی سرمایه‌گذاران، مطالعات گرایش احساسی سرمایه‌گذاران را با تحقیقات در مورد محدودیت‌های شناختی سرمایه‌گذاران مانند توجه محدود (دلاویگنا و پولت، ۲۰۰۹؛ هیرشلیفر و همکاران، ۲۰۰۹) و اعتماد بیش از حد (باربر و اودین، ۲۰۰۱) مرتبط می‌کند.

بدین ترتیب می‌توان در مجموع چنین نتیجه‌گیری نمود که آن گونه که پژوهش‌های گذشته اثر اندازه‌گیری حسابداری را علت اصلی شدت ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری دانسته و مورد تأکید قرار داده اند نبوده است، بلکه همانطور که در مطالعه حاضر استدلال شده است، شدت ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری نتیجه رفتارهای سوداگرانه سرمایه‌گذاران در حوزه قیمت‌گذاری و در نتیجه پر رنگ‌تر شدن جایگاه ارزش غیربنیادی در قیمت بازار (اثر رفتار سرمایه‌گذاران) نیز می‌باشد. شایان ذکر است که بنا بر یافته‌های پژوهش حاضر، برخی نقدهای پژوهشگران قبلی در خصوص کاهش مربوط بودن اطلاعات حسابداری از منظر ارزشگذاری و در نتیجه کاهش سودمندی آن در تصمیم‌گیری‌های این حوزه، تا حدودی بی‌اساس بوده و در مورد آن اغراق شده است.

پیشنهادها و محدودیت‌های پژوهش

❖ به پژوهشگران حوزه بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد تا در تفسیر نتایج حاصل از مطالعات انجام شده در خصوص قیمت سهام احتیاط بیشتری به خرج دهند، زیرا نقش مهم رفتار احساسی سرمایه‌گذاران در روند ارتباط ارزشی در پژوهش‌های پیشین نادیده انگاشته شده که با توجه به نتایج حاصل از این پژوهش تأثیر با اهمیتی دارد.

❖ با توجه به نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش، زمانی که در بازار اخبار هیجانی و احساسی وجود دارد، سرمایه‌گذاران باید با دقت و تعمق بیشتری به پردازش تمام اطلاعات موجود بپردازند و نیز از نظرات متخصصان بهره ببرند.

❖ به کارگزاران و به سرمایه‌گذاران و مشاوران مالی فعال در بازارهای مالی پیشنهاد می‌گردد، علاوه بر متغیرهای اقتصادی اثرگذار بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، به

ویژگیهای رفتاری و روانشناختی سرمایه‌گذاران از جمله خودشیفتگی، بیش اطمینانی، رفتارهای توده وار و ... نیز توجه نمایند.

❖ با توجه به اینکه رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران می‌تواند به نادیده گرفتن اطلاعات موجود و تصمیم‌گیری اشتباه بینجامد، به تصمیم‌گیرندگان و مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌گردد از طریق ابزارهای موجود، نظیر شفاف سازی وضعیت شرکت، از رفتارهای هیجانی سرمایه‌گذاران جلوگیری به عمل آورده و تا حد ممکن آن را کاهش دهند.

ادامه راه هر پژوهشی مستلزم انجام پژوهش‌های دیگری است. پیشنهادهایی به شرح ذیل به پژوهشگران آتی ارائه می‌گردد:

❖ انجام پژوهشی مشابه با پژوهش فعلی با استفاده از داده‌های مربوط به بورس اوراق بهادار کشورهای توسعه یافته از جمله آمریکا، چین، انگلیس و ... که دارای حجم نمونه بالاتری هستند و مقایسه یافته‌های آن پژوهش با نتایج پژوهش حاضر.

❖ پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به بررسی تاثیر سایر متغیرهای رفتاری مانند بیش اعتمادی سرمایه‌گذاران و رفتار توده وار سرمایه‌گذاران بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری پرداخته شود.

❖ پیشنهاد می‌شود این پژوهش، به صورت مقایسه‌ای بین شرکت‌های دولتی و شرکت‌های خصوصی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انجام شود.

❖ پیشنهاد می‌شود پژوهشی مشابه در صنایع خاص مانند شرکت‌های سرمایه‌گذاری و هلدینگ‌ها انجام شود.

عمده‌ترین محدودیت‌های این پژوهش که احتمالاً در تعمیم پذیری نتایج بدست آمده مؤثرند عبارتند از:

❖ تورم دو رقمی ایران در سال‌های اخیر، به عنوان یکی از شاخص‌های اقتصاد کلان، بر ارقام صورتهای مالی شرکت‌ها تأثیرگذار بوده است. با توجه به عدم وجود استانداردهای حسابداری الزامی جهت تعدیل صورتهای مالی، خدشه دار شدن نتایج این پژوهش که با استفاده از صورتهای مالی مبتنی بر بهای تمام شده تاریخی بدست آمده اند محتمل است.

❖ روشهای گوناگون حسابداری در اندازه‌گیری و گزارش رویدادهای مالی اثرات خاص

خود را داشته که می‌تواند نتایج را تحت تاثیر قرار دهد. به دلیل در دسترس نبودن اطلاعات تعدیلی از این بابت انجام نشده است.

یادداشت‌ها

- | | |
|---------------------|--------------------------|
| 1. Lee et al | 2. Core et al |
| 3. Povel et al | 4. Schwarz |
| 5. Schwarz & Clore | 6. Zhu et al |
| 7. Kamstra et al | 8. Hirshleifer & Shumway |
| 9. Edmans | 10. Kaplanski & Levy |
| 11. Brown et al | 12. Walther & Willis |
| 13. Baker & Wurgler | 14. Karlsson et al |

۱۵. در حوزه مالی رفتاری، اثر شترمرغ تلاشی است که سرمایه‌گذاران برای جلوگیری از اطلاعات مالی منفی انجام می‌دهند. این نام از افسانه رایج (اما کاذب) ناشی شده است که شترمرغ‌ها برای جلوگیری از خطر سر خود را در شن دفن می‌کنند.

- | | |
|-----------------------|-------------------|
| 16. Hou et al | 17. Coulton et al |
| 18. Trueman et al | 19. Core et al |
| 20. Bodenhausen et al | 21. Ali & Gurun |
| 22. Graham et al | 23. HE et al |
| 24. Francis et al | 25. Cui & Zhang |
| 26. Frijns et al | |

منابع

- آذر، عادل؛ مومنی، منصور. (۱۳۹۴). *آمار و کاربرد آن در مدیریت*، تهران: انتشارات سمت
- اصغری، ابراهیم؛ عباسیان فریدونی، محمدمهدی؛ نسل موسوی، سیدحسین. (۱۳۹۹). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر درجه نقدشوندگی بازار سهام. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۲(۱): ۱-۲۹
- اعتمادی، حسین، سپاسی، سحر؛ احمدیان، وحید. (۱۳۹۶). فراتحلیل پذیرش استانداردهای بین‌المللی گزارشگری مالی و ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری. *پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی*، ۶(۲): ۸۵-۱۳۰
- بشکوه، مهدی؛ کشاورز، فاطمه. (۱۳۹۷). بیش اطمینانی مدیران و ریسک سقوط قیمت سهام، *راهبرد مدیریت مالی*، ۶(۲): ۱۹۲-۲۱۷
- بیات، مرتضی؛ زلقی، حسن، میرحسینی، ایرج. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر پایداری سود بر ارتباط

ارزشی اطلاعات حسابداری. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۲(۱): ۵۸-۴۱.
پور سلطانی، ستار؛ دهقان، عبدالمجید؛ محمدی، محسن(۱۳۹۶)، ارتباط احساسات سرمایه‌گذاران با بازده تعدیل شده براساس ریسک سهام، مطالعات مدیریت و حسابداری، ۳(۱۵): ۲۳۸-۲۲۰

ثقفی، علی؛ باغومیان، رافیک. (۱۳۸۸). تبیین ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری از منظر اندازه گیری و رفتاری. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۷(۲۵): ۵۲-۱.
حاجیان نژاد، امین؛ هاشمی دهچی، مجید؛ ایزدپناهی، فاطمه. (۱۴۰۰). تأثیر توانایی مدیران بر ارتباط ارزشی سود با تأکید بر نقش حاکمیت شرکتی و قدرت بازار محصول. پژوهشهای کاربردی در گزارشگری مالی، ۱۰(۱۸): ۹۸-۷۳.

راعی، رضا؛ تلنگی، احمد. (۱۳۸۳)، مدیریت سرمایه‌گذاری پیشرفته، تهران، انتشارات سمت ستایش، محمد حسین؛ شمس‌الدینی، کاظم. (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین گرایشهای احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پیشرفت‌های حسابداری، ۸(۱): ۱۰۳-۱۲۵
سرمد، زهره؛ حجازی، الهه و بازرگان، عباس. (۱۳۹۳). روش‌های تحقیق در علوم رفتاری. تهران: نشر آگاه

فرهادی، زهرا؛ سلیمانی امیری، غلامرضا. (۱۳۹۷). ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در دوران نوسانات اساسی بورس و اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۸(۱): ۱۷۳-۱۹۸

کریس بروکز (۲۰۰۸). مقدمه ای بر اقتصادسنجی مالی. ترجمه بدری، احمد و عبدالباقی، عبدالمجید (۱۳۹۳). تهران: موسسه علمی فرهنگی نص
محمدزاده، حمیده. (۱۴۰۰). رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و پیش بینی های سود توسط مدیریت. چشم‌انداز حسابداری و مدیریت، ۴(۴۰)، ۶۴-۵۱.
مهرانی، ساسان؛ مطمئن، محسن. (۱۳۹۲). محافظه‌کاری و ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری. پژوهشهای کاربردی در گزارشگری مالی، ۲(۱): ۶۱-۴۵.

ب. انگلیسی

Ali, A. and U. Gurun. (2008). 'Investor Sentiment, Accruals Anomaly, and

- Accruals Management', *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 10(2), 415–43.
- Baker, M. and J. Wurgler. (2006). 'Investor Sentiment and the Cross-section of Stock Returns', *Journal of Finance*, 61(3), 45–80.
- Baker, M., and Wurgler, J. (2007). "Investor Sentiment in the Stock Market." *Journal of Economic Perspectives*, 21(4), 129-151.
- Bodenhausen, G. V., G. P. Kramer, and K. Susser. (1994). 'Happiness and Stereotypic Thinking in Social Judgment', *Journal of Personality and Social Psychology*, 66(4), 621–32.
- Brown, N., T. Christensen, W. Elliot, and R. Mergenthaler. (2012). 'Investor Sentiment and Pro Forma Earnings Disclosures', *Journal of Accounting Research*, 50(1), 1–50.
- Core, J., W. Guay, and A. Van Buskirk. (2003). 'Market Valuations in the New Economy: An Investigation of What Has Changed', *Journal of Accounting and Economics*, 34(3), 43–67.
- Coulton, J., T. Dinh, and A. Jackson. (2016). 'The Impact of Sentiment on Price Discovery', *Accounting and Finance*, 56(2), 66–94.
- Edmans, A., D. García, and Ø. Norli. (2007). 'Sports Sentiment and Stock Returns', *Journal of Finance*, 62(4), 67–98.
- Francis, B. Hasan, I. Siraj, I. Wu, Q. (2020). Managerial Ability and Value Relevance of Earnings, www.ssrn.com.
- Frijns, B., Willem F.C., Verschoor, R., Zwinkels, C.J. (2017). Excess stock return comovements and the role of investor sentiment. *Journal of International Financial Markets, Institutions & Money*, 49(1), 74-87.
- Gizelis, Demetrios & Chowdhury, Shah. (2016). "Investor Sentiment and Stock Returns: Evidence from the Athens Stock Exchange," MPRA Paper 71243, University Library of Munich, Germany.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. (2005). 'The Economic Implications of Corporate Financial Reporting', *Journal of Accounting and Economics*, 40(3), 3–23.
- Hirshleifer, D. and T. Shumway. (2003). 'Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather', *Journal of Finance*, 58(1), 10–32.
- Huijie Cui, Yanan Zhang. (2020). Does investor sentiment affect stock price crash risk?, *Applied Economics Letters*, 27(1), 321-340.
- Hou, K., L. Peng, and W. Xiong. (2009). A Tale of Two Anomalies: The Implications of Investor Attention for Price and Earnings Momentum,

- Working paper, Princeton University.
- Kamstra, M. J., L. A. Kramer, and M. D. Levi. (2003). 'Winter Blues: A SAD Stock Market Cycle. *American Economic Review*, 93(7), 324–43.
- Kaplanski, G. and H. Levy. (2010). 'Sentiment and Stock Prices: The Case of Aviation Disasters', *Journal of Financial Economics*, 95(3), 174–201.
- Karlsson, N., G. Loewenstein, and D. Seppi. (2009). 'The "Ostrich Effect": Selective Attention to Information about Investments', *Journal of Risk and Uncertainty*, 38(3), 95–115.
- Mehra, R., & Sah, R. (2002). Mood fluctuations, projection bias, and volatility of equity prices. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 26(5), 869-887.
- Mei-PingChen, Pei-FenChen, Chien-ChiangLee. (2013). Asymmetric effects of investor sentiment on industry stock returns: Panel data evidence. *Emerging Markets Review*, 14(3), 35-54
- Povel, P., R. Singh, and A. Winton. (2007). 'Booms, Bust and Fraud', *Review of Financial Studies*, 20(3), 19–54.
- Schwarz, N. (2000). 'Emotion, Cognition, and Decision Making', *Cognition & Emotion*, 14(4), 13–40.
- Shankari V. Anusakumar, Ruhani Ali, Chee Wooi Hooy. (2017). The Effect of Investor Sentiment on Stock Returns: Insight from Emerging Asian Markets, *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, 13(1), 159-178
- Shuzhen Zhu & Haifeng Gu & Gang He. (2020). "The Nonlinear Relationship between Investor Sentiment, Stock Return, and Volatility," *Discrete Dynamics in Nature and Society*, 47(1), 23-54.
- Trueman, B., F. Wong, and X. Zhang. (2000). 'The Eyeballs Have It: Searching for the Value in Internet Stocks', *Journal of Accounting Research*, 38(2), 137–62.
- Walther, B. and R. Willis. (2013). 'Do Investor Expectations Affect Sell-side Analysts' Forecast Bias and Forecast Accuracy?', *Review of Accounting Studies*, 18(3), 07–27.
- Wen He, Ki Hoon Hong, Eliza Wu. (2020). Does Investor Sentiment Affect the Value Relevance of Accounting Information?, *journal of accounting, finance and business studies*, 56(4), 535-560.