



Securities & Exchange Organization, Research, Development & Islamic Studies (RDIS)  
Journal of Securities and Exchange, Winter 2022, V. 15, No.60, pp. 231-256

## Investigating the Role of Managerial Forecasts in the Occurrence of the Halo Effect Phenomenon in the Middle East Capital Market<sup>1</sup>

Nahid Hosseini<sup>2</sup>, Babak Jamshidi Navid<sup>3</sup>

Received: 2021/06/15

Accepted: 2022/11/11

Research Paper

### Abstract

The Halo effect phenomenon causes the investor to be impressed by a desirable feature of the stock which results in its generalization to other features. This has led to erroneous citations that can potentially lead to incorrect stock market pricing, stock price fluctuations and financial market inefficiencies. Therefore, the present study aims to investigate the role of managerial forecasts in the occurrence of the halo effect phenomenon in the Middle East capital market. In this regard, this study has used the capital market information of 12 Middle Eastern countries for the period 2016-2020 from data panel models to investigate the existence of this phenomenon. The findings of this study show that managerial forecasts have no role in the occurrence of the halo effect phenomenon in the Middle East capital market. In other words, investors in the Middle East capital market do not use management forecasts to follow the pattern of the halo effect phenomenon. Therefore, investors, managers, legislators and other users should act more rationally in their decisions.

**Key Words:** Halo Effect, Financial Issues – Behavior, Managerial Forecasts, Middle East Capital Market.

**JEL Classification:** M41, G14.

---

1. DOI: 10.22034/JSE.2022.11838.1885.

2. Ph.D. Student, Department of Accounting, Kermanshah Branch, Islamic Azad University, Kermanshah, Iran. (n.hosseini139@gmail.com).

3. Associate Professor, Department of Accounting, Kermanshah Branch, Islamic Azad University, Kermanshah, Iran. (Corresponding Author). (jamshidinavid@gmail.com).

## بررسی نقش پیش‌بینی‌های مدیریتی در بروز پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه خاورمیانه<sup>۱</sup>

ناهید حسینی<sup>۲</sup>، بابک جمشیدی نوید<sup>۳</sup>

تاریخ دریافت: ۱۴۰۱/۰۳/۲۵

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۱/۰۸/۲۰

مقاله پژوهشی

### چکیده

پدیده اثر هاله‌ای، باعث تحت تأثیر قرار گرفتن سرمایه‌گذار از یک ویژگی مطلوب سهم که منتج به تعمیم آن به دیگر ویژگی‌های می‌شود که این امر منجر به استنادهای اشتباهی شده که می‌تواند به‌طور بالقوه باعث قیمت‌گذاری اشتباه در بازار سهام، نوسانات قیمت سهام و ناکارایی بازار مالی شود. از این‌رو، مطالعه حاضر، با هدف بررسی نقش پیش‌بینی‌های مدیریتی در بروز پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه خاورمیانه صورت گرفته است. در این راستا، این مطالعه از اطلاعات بازار سرمایه ۱۲ کشور خاورمیانه برای دوره زمانی ۲۰۱۶-۲۰۲۰ از الگوهای پنل دیتا به منظور بررسی وجود این پدیده استفاده کرده است. یافته‌های این مطالعه نشان می‌دهد که پیش‌بینی‌های مدیریتی در بروز پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه خاورمیانه نقشی ندارد. به بیانی دیگر، سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه خاورمیانه در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از پیش‌بینی‌های مدیریت استفاده نمی‌کنند. بنابراین سرمایه‌گذاران، مدیران، قانون‌گذاران و سایر کاربران در تصمیم‌گیری‌های خود عقلانی‌تر رفتار کنند.

**واژه‌های کلیدی:** اثر هاله‌ای، مالی، سرمایه‌گذار، خاورمیانه.

طبقه بندی موضوعی: M41, G14.

DOI: 10.22034/JSE.2022.11838.1885.

۲. دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران. (n.hoseini139@gmail.com)

۳. دانشیار، گروه حسابداری، واحد کرمانشاه، دانشگاه آزاد اسلامی، کرمانشاه، ایران. (نویسنده مسئول). (jamshidinavid@gmail.com)

## مقدمه

در نظریه بازار کارا فرض بر این است که سرمایه‌گذاران اطلاعات منتشر شده شرکت‌ها را به سرعت و به درستی دریافت کرده و براساس آخرین اطلاعات، راهبردهای معاملاتی خود را شکل می‌دهند و به همین علت این اطلاعات، به سرعت در قیمت سهام شرکت جذب می‌شود. همچنین واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات عقلایی بوده و این عقلانیت هم بر سرعت جذب اطلاعات و هم بر چگونگی تحلیل سرمایه‌گذاران از اطلاعات منتشر شده اثر می‌گذارد، به همین علت فرصت‌های آربیتراژی به سرعت از بین رفته و قیمت‌های تعادلی جدید شکل می‌گیرند. درک روانشناسی سرمایه‌گذاران، پایه و اساس سرمایه‌گذاری رفتاری است (شیائو و همکاران، ۲۰۰۶). اگر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذار قابل پیش‌بینی باشد، بازار سهام قابل پیش‌بینی می‌شود. بدین معنا که سرمایه‌گذارانی که چگونگی عملکرد بازار سهام را می‌دانند، بدون تحمل ریسکی، به بازده مورد نظر دست می‌یابند (شمس‌الدینی و همکاران، ۱۳۹۲).

نظریه استاندارد تصمیم‌گیری، بر این باور است که افراد براساس منطق و به‌صورت عقلایی عمل می‌کنند. از طرفی نیز نظریه پرتفوی مدرن که توسط مارکوویتز<sup>۱</sup> در سال ۱۹۵۲ ارائه شد ابراز می‌دارد که چگونه سرمایه‌گذار عقلایی، بر اساس منطق، اساس تصمیمات خود در زمینه انتخاب پرتفوی را براساس دو پارامتر ریسک و بازده قرار می‌دهد و با استفاده از بازده و واریانس، سبد سهام خود را انتخاب می‌کند. این انحراف سیستماتیک از انتخاب سبد بهینه سهام در رویکرد مالی استاندارد، زمینه ارائه دیدگاه مالی رفتاری و مالی اقتصادی را فراهم کرد (خواجه‌وی و فتاحی، ۱۳۹۲). زیرا در واقعیت، رخدادهایی وجود دارد که سبب گرفتن تصمیم‌های غیرعقلایی می‌شود و تصمیم‌گیری افراد را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد و سبب ناکارایی بازارهای مالی و بروز بی‌نظمی‌هایی می‌شود. با توجه به این شرایط، می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاران همواره منطقی تصمیم نمی‌گیرند و در برخی از اوقات احساسی و تحت تأثیر شرایط موجود عمل می‌کنند. گرایش‌های احساسی و طبیعی افراد باعث می‌شود که واکنش‌هایی کم یا زیاد رخ دهد. دانش مالی این تفکر را به چالش می‌کشد و بیان می‌کند که سوگیری‌های رفتاری در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری افراد تأثیرگذار است (شعری‌آناقیز و همکاران، ۱۳۹۵).

---

1. Markowitz

بر همین اساس، رویکرد مالی رفتاری، بازارهای منطقی را در بحث‌های مربوط به بازارهای کارا شناسایی و این موضوع را آزمون می‌کند که چرا بسیاری از سرمایه‌گذاران بر این اعتقادند که ضربه زدن به بازار راحت است. افزون بر این، مالی رفتاری علی‌رغم پابندی به رویکرد مالی استاندارد، دامنه مالی را به فراتر از پرتفوی قیمت‌گذاری دارایی برده و کارایی بازار را گسترش می‌دهد (استاتمن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۴).

در این راستا، پدیده اثر هاله‌ای یکی از مباحث مطرح در مالی رفتاری است. این اثر سبب تحت تأثیر قرار گرفتن سرمایه‌گذار از یک ویژگی مطلوب سهم که منتج به تعمیم آن به دیگر ویژگی‌های می‌شود. در نهایت چنین استنادهای اشتباهی می‌تواند به‌طور بالقوه باعث قیمت‌گذاری اشتباه در بازار سهام شود. برای مثال، اگر سرمایه‌گذاران، دورنمای مطلوبی از سهام رشدی را مشاهده کنند و آن را به دورنمای بازده تعدیل شده با ریسک نیز نسبت دهند، این امر باعث می‌شود قیمت این نوع سهام بالای ارزش ذاتی قرار گیرد (هیرشلیفر و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹). بنابراین می‌توان گفت که رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، چگونگی تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی، بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهاتی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای خاصی در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند (سینایی، ۱۳۸۸).

همچنین یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس، بازده سهام است. بازده سهام خود به‌تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها، از آن استفاده می‌کنند. همچنین درآمد خالص و ناخالص هر سهم که اصطلاحاً سود برآوردی هر سهم، نامیده می‌شود، اطلاعات تازه‌ای از وضعیت شرکت‌ها را نشان می‌دهد که توسط تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و بر پایه آن تصمیم‌گیری نسبت به خرید یا فروش یک سهم انجام می‌شود (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲).

پیش‌بینی‌های ارائه شده توسط مدیران درباره عملکرد مالی دوره‌های آتی شرکت، دارای توانمندی‌های ارزشمندی است که به سرمایه‌گذاران در گرفتن تصمیم‌های بهینه کمک می‌کند.

1. Statman

2. Hirshleifer & et al

همانند سایر اطلاعات، ارزش این پیش‌بینی‌ها وابسته به دقت و باورپذیری آن‌ها از دیدگاه سرمایه‌گذاران است (حاجیها و چناری بوکت، ۱۳۹۴). با این حال، سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی انتظار دارند که شرکت‌ها پیش‌بینی‌های صورت گرفته را محقق سازند و ناسازگاری با واقعیت نداشته باشد. این مهم برای شرکت‌هایی که قابل‌اتکاتر هستند، بیشتر صدق می‌کند. تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران از انحراف میان مقادیر سود پیش‌بینی‌شده و واقعی بسیار ناخشنود خواهند شد. این پیش‌بینی‌ها می‌تواند سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار دهد و منجر به ایجاد پدیده هاله‌ای شود (کولینگ وود، ۲۰۱۱).

با توجه به تئوری‌ها و مطالب یادشده، پاسخ به این پرسش درخور توجه است که آیا پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه خاورمیانه با استفاده از پیش‌بینی‌های مدیریت مصداق دارد؟ در این راستا از اطلاعات گزارش‌شده حسابداری شامل سود هر سهم، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام استفاده می‌شود. در حال حاضر با بررسی پژوهش‌های موجود، چنین به نظر می‌رسد که پژوهش‌های جامعی در خصوص مدل اندازه‌گیری پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه خاورمیانه، با تأکید بر پیش‌بینی‌های مدیریت در خاورمیانه با توجه به ویژگی‌های محیط اقتصادی کشورهای خاورمیانه که در برگزیده آداب و رسوم و فرهنگ و همچنین ساختار اقتصاد نفتی این کشورها که با تبعات اقتصادی و سیاسی همراه است، انجام نشده و مدل خاصی برای اندازه‌گیری میزان تاثیرپذیری بازارهای سرمایه از پدیده اثر هاله‌ای وجود ندارد. بر همین اساس، مطالعه حاضر به دنبال مدلی خاص در خصوص اندازه‌گیری مصداق پدیده اثر هاله بر بازارهای سرمایه در خاورمیانه است. این پژوهش از دو جهت می‌تواند به ادبیات مالی کمک کند. نخست اینکه از جنبه تئوریک روابط بین متغیرها را مورد بحث قرار می‌دهد و سبب گسترش و توسعه ادبیات مربوط به روابط بین متغیرهای پژوهش‌شده. دوم اینکه از جنبه عملی نیز کشف روابط بین متغیرهای گفته شده در بازار سرمایه خاورمیانه می‌تواند برای ذینفعان مفید باشد. در واقع نتایج این مطالعه برای پژوهشگران در حوزه مالی-رفتاری کاربردی مستقیم خواهد داشت.

ادامه پژوهش به شرح زیر سازماندهی شده است: در بخش دوم، ادبیات پژوهش مورد بررسی قرار می‌گیرد و فرضیه‌های پژوهش ارائه می‌شود. بخش سوم انتخاب نمونه را توضیح می‌دهد و روش اصلی بکار رفته برای اندازه‌گیری متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی را توضیح

می‌دهد و ارتباط بین آن‌ها را بررسی می‌کند. بخش چهارم، یافته‌های تجربی را ارایه و بخش پنجم نتایج پژوهش را تشریح می‌کند.

## مبانی نظری و توسعه فرضیه‌های پژوهش

### پیشینه نظری

امروزه یکی مباحث مهم مطرح در رویکردهای مالی رفتاری، در پدیده اثر هاله‌ای است. بر این اساس، تحت تأثیر قرار سرمایه‌گذار تحت تأثیر یکی از ویژگی مطلوب سهم می‌شود و این ویژگی را به کل وضعیت مالی و عملکردی شرکت تعمیم می‌دهد که ممکن است بر اثر آن، قیمت‌گذاری اشتباه در بازار سهام رخ دهد. برای مثال، این امکان وجود دارد که سرمایه‌گذاران آینده مطلوبی را برای سهم متصور شوند و همین موضوع باعث می‌شود قیمت سهام بالاتر از ارزش ذاتی در بازار ارزشگذاری شود (هیرشلیفر و همکاران، ۲۰۰۹).

اثر هاله‌ای به نوعی خطا در شناخت و تصمیم‌گیری گفته می‌شود که تحت تأثیر ذهنیت قبلی قضاوت‌کننده شکل می‌گیرد و می‌تواند از حقیقت و انصاف به دور باشد. در تعریف دیگر: «خطایی شناختی است که در آن افراد ویژگی مشخصی از یک انسان، شیء یا هر پدیده دیگری را مبنایی برای قضاوت درباره کل آن قرار می‌دهند» (رازینویگ، ۲۰۰۷).

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، چگونگی تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهاتی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای خاصی در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند (موسوی‌شیری و همکاران، ۱۴۰۱؛ سینایی، ۱۳۸۸).

همچنین یکی از مهم‌ترین معیارها برای تصمیم‌گیری در بازار سرمایه، بازده سهام است. چراکه بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌کنند (میرعلوی و همکاران، ۱۳۹۸). در یک بازار کارا، قیمت اوراق بهادار منعکس‌کننده مجموعه‌ای از همه اطلاعات موجود بوده و اطلاعات جدید به سرعت بر روی قیمت اوراق بهادار اثر می‌گذارد و سرمایه‌گذاران با توجه

به اطلاعات در دسترس و انتظاری که از بازده اوراق بهادار دارند، در آینده تصمیم‌گیری می‌کنند (لی و همکاران، ۲۰۱۲). بنابراین، بازار کارا نسبت به اطلاعات جدید حساس است، به طوری که اطلاعات هسته اصلی بازار کارا را تشکیل داده و بر پایه آن به سه شکل ضعیف، نیمه قوی و قوی تقسیم می‌شود. افزون‌براین، سود برآوردی هر سهم، اطلاعات جدیدی از وضعیت شرکت‌ها را نشان می‌دهد که توسط ذینفعان مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و پایه تصمیم‌گیری آن‌ها نسبت به خرید یا فروش سهم می‌شود (شمس‌الدینی و همکاران، ۱۳۹۷).

برهمن اساس، سرمایه‌گذاری، فرآیندی پیچیده‌ای است که دربرگیرنده پردازش چندین عامل و گام‌های متفاوت است. تصمیم‌های سرمایه‌گذاران نیز برگرفته از همین مدل‌های پیچیده مالی است. این مدل‌ها استوار بر دو عامل ریسک و بازده مورد انتظار است. اما تصمیم‌ها همواره براساس منابع شخصی و مدل‌های پیچیده ایجاد نمی‌شود و در آن عوامل موقعیتی منظور نمی‌شود (خواجه‌جوی و فتاحی‌ناقصی، ۱۳۹۲).

بنابراین از آنجایی که برپایه نظریه استاندارد تصمیم‌گیری، افراد براساس منطق و به‌صورت عقلایی عمل می‌کنند، به‌عبارت‌دیگر، افراد به‌صورت یک بازیگر خردمند با بهترین انتخاب و تصمیم بهینه روبرو هستند و این موضوع در مباحث مالی رفتاری کاملاً مشهود است، زیرا در دیدگاه مالی رفتاری، افراد حاضر در بازار سرمایه‌های جانشین افراد منطقی می‌شوند. مالی - رفتاری، تئوری پرتفوی رفتاری را با تئوری میانگین واریانس تئوری پرتفوی جایگزین می‌کند و مدل قیمت‌گذاری رفتاری دارایی‌ها را برای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، پیشنهاد می‌کند و مدل‌های دیگری که بازده مورد انتظار به‌وسیله ریسک را تعیین می‌کنند (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۸۶). مالی رفتاری همچنین بازارهای منطقی را در بحث‌های مربوط به بازارهای کارا شناسایی می‌کند و این موضوع را آزمون می‌کند که چرا بسیاری از سرمایه‌گذاران بر این اعتقادند که ضربه زدن به بازار راحت است. افزون‌بر این، مالی - رفتاری، دامنه مالی را به فراتر از پرتفوی قیمت‌گذاری دارایی و کارایی بازار گسترش می‌دهد و به این گسترش ادامه می‌دهد، در حالی که به مالی استاندارد پایبند است (استاتمن، ۲۰۱۴). به بیان دیتر (۲۰۰۳)، مالی - رفتاری استوار بر روانشناسی است که بیان می‌دارد فرآیند تصمیم‌گیری انسانی ناشی از چندین تصور شناختی است.

کلیه این عوامل سبب شده است جایی که سرمایه گذاران براساس در نظر گرفتن پارامترهای ریسک و بازده، برپایه اطلاعات پیش بینی شده تصمیم های عقلایی برای سرمایه گذاری می گیرند. با این حال، همیشه این تصمیم ها منجر به نتایج مطلوب نمی شوند و گاهی احتمال دارد که خلاف واقعیت پدید آید. این موضوع به انحرافات پیش بینی از واقعیت برمی گردد. زیرا سرمایه گذاران با استفاده از معیار مناسبی برای مرتبط ساختن ریسک سیستماتیک و بازده سهام، می توانند با اطمینان بیشتر، تصمیم های مورد نظر را بگیرند. به بیان دیگر، سرمایه گذاری به عنوان یک تصمیم مالی، همواره دارای دو مؤلفه ریسک و بازدهی بوده که مبادله این دو ترکیب گوناگون سرمایه گذاری را عرضه می کند. از یک طرف، سرمایه گذاران به دنبال بیشینه کردن عایدی خود از سرمایه گذاری هستند و از طرف دیگر، با شرایط عدم اطمینان حاکم بر بازارهای مالی روبرو هستند که عامل اخیر، دستیابی به عواید سرمایه گذاری را با عدم اطمینان روبرو می سازد (جاودانزاده و همکاران، ۱۴۰۱).

بر همین اساس، با بررسی ادبیات موضوع، وجود واکنش های احساسی و غیرمنطقی در بازار سرمایه خاورمیانه و همچنین عدم پیروی سرمایه گذاران از الگوهای مالی کلاسیک، در این مطالعه تلاش می شود تا الگویی برای بررسی مصداق پدیده اثر هاله ای در بازار سرمایه خاورمیانه ارائه شد. در این راستا از اطلاعات گزارش شده حسابداری شامل سود هر سهم، بازده دارایی ها، و بازده حقوق صاحبان سهام استفاده می شود.

### پیشینه خارجی

در این قسمت به بررسی پژوهش های داخلی دو خارجی در پیوند با موضوع پژوهش حاضر پرداخته می شود:

نسیم و همکاران (۲۰۲۱)، در پژوهشی روانشناسی سرمایه گذاران و رفتار بازار سهام در دوران اولیه COVID-19 در محیط اقتصادی چین، ژاپن و ایالات متحده را مورد بررسی قرار دادند. آنان بر این باور هستند که رفتار روانشناختی سرمایه گذاران (مثبت یا منفی) نسبت به سهام می تواند تصویر اقتصاد را تغییر دهد. نتایج آن ها نشان داد که روانشناختی سرمایه گذار با سه رویکرد سهام منتخب تحت تاب آوری روانی و فشار همه گیر ارتباط منفی دارد. احساسات منفی و بدبینی، سرمایه گذاران را ترغیب می کند تا سرمایه گذاری خود را در بورس متوقف کنند و در نتیجه، بازده کل بازار سرمایه کاهش می یابد.

لی و همکاران (۲۰۲۰)، در پژوهشی تأثیر سوگیری روانشناختی مالی سرمایه گذاران بر بازده سرمایه گذاری را مورد بررسی قرار دادند. گرایش روانشناختی مالی سرمایه گذاران یک موضوع داغ در



پژوهش درباره رفتار سرمایه‌گذاری از دیدگاه روانشناسی و شناختی است. در این پژوهش آن‌ها تلاش کردند تا اثرات گرایش روانشناختی سرمایه‌گذاران بر بازده سرمایه‌گذاری را شناسایی کنند. افزون بر این، در این پژوهش آن‌ها هزینه رفتاری ناشی از روان‌شناختی در زمینه تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری و در پرتو داده‌های سرمایه‌گذاری لازم برای یک سرمایه‌گذار را مورد بحث قرار دادند. همچنین، استراتژی سرمایه‌گذاری و گرایش روانشناختی سرمایه‌گذاران در محیط اقتصادی چین را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آن‌ها نشان داد که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری مالی، سرمایه‌گذاران تحت تأثیر فرآیند شناختی و فرآیند احساسی است. تعصب روانشناختی در فرآیند سرمایه‌گذاری یک موضوع جهانی است و باید سرمایه‌گذاران بر اشتباهات شناختی خود چیره شوند.

اوتامی و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۸)، پژوهشی با عنوان تأثیر هاله‌ای در روش تحلیلی: دیدگاه مدیریت مشتری و بخش اطلاعات انجام دادند. پژوهش‌های پیشین نشان داد که یک دیدگاه جامع در ارزیابی استراتژیک باعث اثر هاله‌ای می‌شود. این مطالعه بر روی پدیده اثر هاله‌ای در روش‌های تحلیلی، تأثیر پروفایل مشتری و دامنه اطلاعاتی که برای حسابرسی در برنامه‌ریزی یک حسابرسی ارائه می‌شود، تمرکز دارد. پژوهشگران پیشنهاد می‌کنند که داوری حسابرس تحت تأثیر پروفایل مشتری قرار گرفته و قضاوت حرفه‌ای در یک دیدگاه کل‌گرایانه متفاوت خواهد بود. این مطالعه با عقلانیت محدود افراد برانگیخته می‌شود و از شیوه‌های اکتشافی برای ارزیابی مشتریان استفاده می‌کند. نظر کل‌نگرانه نسبت به فرد، زمانی که اطلاعات تشخیصی دقیق را در مورد فرد تجزیه و تحلیل می‌کند، سازگار است. در یک فرآیند تحلیلی، درک صنعت و کسب‌وکار مشتری بر میزان ارزیابی ریسک سطح حساب تأثیر می‌گذارد. آنها دو فرضیه را پیشنهاد می‌کنند، فرضیه اول این است که سوء تفاهم مادی پس از ارائه مشخصات مشتری با خطر سوء استفاده از مواد پس از دریافت اطلاعات مالی مشتری رابطه مثبت دارد. فرضیه دوم یک حسابرس است که اطلاعات مربوط به یک مشتری را در حوزه اطلاعات جامع کسب می‌کند و خطر کمتری نسبت به حسابرس خواهد داشت که اطلاعات را در حوزه اطلاعات خاص به دست می‌آورد. داده‌های حاصل از آزمایش آزمایشگاهی با استفاده از سطوح مختلف حسابرس، جمع‌آوری شد. این یافته نشان می‌دهد که یک اثر هاله در طی مراحل تحلیلی و هنگامی که حسابرسان اطلاعاتی را در مورد مشتری در ابعاد جامع کسب می‌کنند، تولید می‌شود.

وانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷)، در پژوهشی تحت عنوان «بررسی مکانیسم‌های روان‌شناختی سرمایه‌گذاران در بازار سهام» چین به بررسی عوامل مؤثر بر درک سرمایه‌گذاران انفرادی از ریسک و آثار آن بر رفتار آن‌ها در بازار سهام پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد از بین انواع مختلف اطلاعات تأثیرگذار بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران، سیاست‌های در پیوند با بازار سهام و مدیریت نامناسب شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و همچنین اطلاعات از سطح سازمانی (که در قالب ۲ بعد کیفیت افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها و نحوه تخصیص بازده سود بین سرمایه‌گذاران بررسی شد) بر درک سرمایه‌گذاران از ریسک تأثیرگذار است. همچنین یافته‌ها نشان داد که ریسک درک شده توسط سرمایه‌گذاران به‌واسطه تأثیر بر عملکرد آن‌ها، تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد و رضایتمندی سرمایه‌گذاران (که برای توسعه بازار حیاتی است) را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

ادونل و شولتز<sup>۲</sup> (۲۰۱۶)، پژوهشی با عنوان «تأثیر اثر هاله‌ای در ارزیابی ریسک کسب‌وکار: آیا حسابرسان در ارزیابی ریسک می‌توانند در مورد جزئیات مربوط به حسابداری قضاوت کنند؟» انجام دادند. بسیاری از حسابرسان از یک روش حسابرسی استفاده می‌کنند که به ارزیابی ریسک استراتژیک مدل کسب‌وکار مشتری به‌عنوان نخستین گام برای ارزیابی ریسک‌های حسابرسی نیاز دارد. این مطالعه بررسی می‌کند که آیا دیدگاه کل‌گرا که حسابرسان در ایجاد یک ارزیابی ریسک استراتژیک به دست می‌آورند، میزان ارزیابی ریسک سطح حساب را هنگامی که با تغییراتی در حساب‌ها با اطلاعات مربوط به عملیات مشتری سازگار هستند، تطبیق می‌دهند. براساس پدیده اثر هاله‌ای از ادبیات ارزیابی عملکرد، آنها فرض می‌کنند که حسابرسانی که: (۱) ارزیابی استراتژیک را اجرا نمی‌کنند. (۲) ارزیابی‌های ریسک استراتژیک مطلوب (نامطلوب) را توسعه می‌دهند، کم‌تر (بیشتر) ارزیابی‌های ریسک در سطح حساب را برای نوسانات متناقض تنظیم می‌کنند. داده‌ها از دو آزمایش آزمایشگاهی با استفاده از حسابرسان مجرب هر دو فرضیه را پشتیبانی می‌کنند. یافته‌ها نمایانگر آن است که اثر هاله‌ای ایجاد شده در طی ارزیابی استراتژیک، با تغییر تحمل حسابرسان برای نوسانات متناقض، بر قضاوت تأثیر می‌گذارد.

هانتون<sup>۳</sup> (۲۰۱۵)، براساس تئوری بازارهای کارا به بررسی مالی رفتاری سهامداران در بورس سهام شیکاگو در ارتباط با چگونگی تصمیم‌گیری آن‌ها در مورد سهام شرکت‌های

1. Wang

2. Donnella & Schultz

3. Hunton

دارای فناوری بالا می‌پردازد. براساس نتایج این پژوهش، تصمیم‌گیری سهامداران در مورد این گروه از سهام با نظریه‌های موجود در مدیریت مالی همخوانی ندارد و با وجود سود پایین این شرکت‌ها، به دلیل انتظارات بالای سهامداران از آینده درخشان این شرکت‌ها، تقاضای خرید این گروه از سهام به شدت افزایش یافته و متغیرهای مالی ضعیف این شرکت‌ها مانع از خرید سهام آن‌ها نشده است.

هنز و ولک<sup>۱</sup> (۲۰۱۱)، نشان دادند که تئوری چشم‌انداز غالباً اثر تمایلاتی معکوس پیش‌بینی می‌کند، به طوری که در آن سرمایه‌گذاران تمایل دارند که سهام زیان‌ده را سریع‌تر از سهام سودآور بفروشند. در نتیجه، چنانچه اثر تمایلاتی معکوس<sup>۲</sup> وجود داشته باشد، ریسک در منطقه سود افزایش و در منطقه زیان کاهش می‌یابد. افزون‌بر این، پراکندگی مقطعی بازده‌ها در الگوی زیان در مقایسه با الگوی سود بیشتر است. بنابراین، رفتار سرمایه‌گذار بتای شرکت را نیز تحت تاثیر قرار می‌دهد. اگر سرمایه‌گذاران در شرایط نزولی بازار، ریسک‌گرا باشند، بتاها در مقایسه با شرایط خوب بازار بالاتر خواهد بود.

شریفی و همکاران (۱۴۰۰)، پژوهشی با هدف بررسی اثر هاله‌ای بر قضاوت حسابرسان انجام دادند. دوره زمانی پژوهش، سال ۱۳۹۸ بوده و داده‌های مورد نیاز برای پاسخ به پرسش پژوهش با توزیع پرسشنامه در بین جامعه حسابداران رسمی جمع‌آوری شد. بر همین اساس داده‌های بدست آمده از ۱۲۲ پرسشنامه تکمیلی و با استفاده از معادلات ساختاری و با استفاده از نرم افزار smartPLS مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که اثر هاله‌ای بر قضاوت حسابرسی تأثیر دارد و همچنین آیین رفتار حرفه‌ای و ویژگی‌های فردی نقش میانجی بر ارتباط بین اثر هاله‌ای و قضاوت حسابرسی دارد.

حسینی و همکاران (۱۳۹۹)، به بررسی مصداق پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه خاورمیانه: با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری پرداختند. بر پایه استدلال آن‌ها، تئوری چشم‌انداز و نقطه مرجع یکی از مباحث مطرح در پارادایم مالی رفتاری است که توصیف‌کننده موقعیت افراد در زمان تصمیم‌گیری است. آنان اذعان کردند که شواهد تجربی بیانگر آن است که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌های خرید و فروش، نقاطی را به عنوان نقاط مرجع سود و زیان خود برمی‌گزینند. در صورتی که قیمت پایین‌تر از نقطه مرجع باشد، فروش خود را به تعویق می‌اندازند و در نتیجه

1. Hens & Vlcek

2. Reversed Disposition Effect

حجم معاملات نیز کاهش می‌یابد و اگر قیمت بالاتر از نقطه مرجع باشد، اقدام به فروش سهم می‌کنند که افزایش حجم معاملات را در پی دارد. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران، در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از پیش‌بینی‌های مدیریت (وضعیت نسبی سودآوری شرکت در برابر سودآوری پیش‌بینی شده شرکت) استفاده نمی‌کنند. افزون‌براین، سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از متوسط صنعت (وضعیت نسبی سودآوری شرکت در برابر متوسط صنعت) استفاده نمی‌کنند.

حیدری و همکاران (۱۳۹۸)، پژوهشی با عنوان نظریه رفتار برنامه‌ریزی شده و مدل ارائه گزارشگری پایداری توسط مدیران انجام دادند. هدف این پژوهش ارائه مدلی استوار بر نگرش و سایر عوامل روان‌شناختی مدیران در گزارشگری پایداری بر پایه نظریه رفتار برنامه‌ریزی شده است. پس این پژوهش بر روی مدیران ارشد و میانی شرکت‌های سهامی پذیرفته‌شده و نشده در بورس اوراق بهادار در خاورمیانه انجام شد. داده‌ها با به‌کارگیری روش مدل مسیر حداقل مربعات جزئی تجزیه و تحلیل شد. نتایج پژوهش بیانگر این است که گزارشگری پایداری شرکت‌ها متأثر از قصد مدیران مبنی بر گزارشگری پایداری است. از طرف دیگر نتایج نشان می‌دهد که قصد مدیران برای گزارشگری پایداری از هنجار ذهنی و کنترل رفتاری درک شده تأثیر می‌پذیرد، این در حالی است که نگرش نسبت به رفتار گزارشگری پایداری مدیران تأثیری بر قصد مدیران برای گزارشگری ندارد. نتایج همچنین بیانگر این است که قصد و نیت مدیران برای گزارشگری، هنجار ذهنی و کنترل رفتاری درک شده مدیران نیز خود به ترتیب از باورهای رفتاری، هنجاری و کنترلی مدیران در مورد گزارشگری پایداری تأثیر می‌پذیرد. در نهایت اینکه نتایج بیانگر این است که از بین متغیرهای خارجی تئوری رفتار برنامه‌ریزی‌شده، سطح آموزش و جنسیت بر هیچ‌یک از باورهای مدیران اثرگذار نیست، اما سطح اعتقادات دینی مدیران بر باور هنجاری و کنترلی در مورد گزارشگری پایداری و همچنین استقلال هیئت‌مدیره بر باور هنجاری مدیران در مورد گزارشگری پایداری اثرگذار است.

لاجوردی و فیض (۱۳۹۸)، پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر خطاهای شناختی (اثر هاله‌ای، بیش‌اطمینانی، تشدید تعهد و خطای تصادفی) بر نوع سرمایه‌گذاری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. هدف اصلی از این مطالعه، بررسی تأثیر خطاهای شناختی بر نوع سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری پژوهش، کلیه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بود. برای انتخاب نمونه با استفاده از روش حذفی سیستماتیک

تعداد ۳۸۴ شرکت در نظر گرفته شده است. بعد از نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد رابطه معناداری رابطه معنادار بین متغیرهای پژوهش وجود دارد.

رضایی و علمی (۲۰۱۸)، پژوهشی با عنوان مدل‌های مالی رفتاری و تعصبات رفتاری در پیش‌بینی قیمت سهام انجام دادند. آنها در این پژوهش بیان داشتند بازار سهام تحت تأثیر اخبار و اطلاعات قرار دارد. اگر بورس کالا کارآمد نباشد، واکنش قیمت سهام به اخبار و اطلاعات باعث می‌شود بازار سهام در حالت‌های بیش از حد و تحت فشار قرار گیرد. مدل‌های بسیاری پیشتر با استفاده از ابزارها و تکنیک‌های مختلف برای پیش‌بینی رفتار بورس ارائه شده است. در این مطالعه، واکنش قیمت سهام در بورس کالا با رویکرد مالی رفتاری مدل شد. شرکت‌های فهرست شده در بورس اوراق بهادار تهران، جامعه آماری این مطالعه بود. به‌منظور پیش‌بینی قیمت سهام، داده‌های قیمت نهایی در پایان دسامبر، مارس، ژوئن و سپتامبر - و قیمت سهام به‌عنوان نمونه مورد بررسی قرار گرفت. در این مطالعه از قانون بیزی برای برآورد احتمال تغییر مدل استفاده شده است. از طریق این قانون، احتمال وقوع یک رویداد با شرط‌بندی وقوع یا عدم وقوع یک رویداد دیگر قابل محاسبه است. نتایج حاصل از برآورد مدل نشان داد که احتمال قرار گرفتن در رژیم‌های با نوسان بالا (بیش از حد) و کم نوسان (تحت اثر قیمت سهام با وجود شوک‌های وارد شده به بورس) وجود دارد که در مدل‌سازی وجود دارد. ثابت شد که قیمت واقعی سهام هیچ تفاوتی با قیمت بازار ندارد.

مشتاقی و یزدانی (۱۳۹۵)، پژوهشی با عنوان بررسی و شناخت تأثیر عوامل روان‌شناختی با رویکرد خطاهای ادراکی بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی انجام دادند. هدف پژوهش حاضر، بررسی تأثیر خطاهای ادراکی و میزان آن بر فرایند تصمیم‌های سرمایه‌گذاران است. برای دستیابی به این هدف، به روش تصادفی ۳۰۰ نفر از سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران برای نمونه انتخاب شدند. داده‌های مورد نیاز از طریق توزیع و جمع‌آوری پرسشنامه‌ها به‌دست آمده‌اند. با استفاده از تحلیل عاملی، تلاش شد درستی فرضیه‌ها آزمون شود. بر اساس یافته‌های پژوهش، خطاهای ادراکی بر فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارند. به بیان دیگر، فرضیه‌های پژوهش تأیید شدند و مشخص شد بین خطاهای ادراکی و تصمیم‌های سرمایه‌گذاری رابطه معناداری وجود دارد. همچنین نتایج پژوهش نشان می‌دهد، فرایند تصمیم‌گیری در سرمایه‌گذاران از خطای نمایندگی ۱۹ درصد، خطای اعتماد بیش از حد ۳۱ درصد و خطای حالت روحی ۲۹ درصد تأثیر می‌پذیرد.

برزیده و همکاران (۱۳۹۵)، پژوهشی با عنوان مدلی جهت قیمت گذاری سهام استوار بر نظریه چشم انداز انجام دادند. در این پژوهش دو پدیده رفتاری مطرح شده در نظریه چشم انداز یعنی «زیان گریزی» و «اثر پول برد» وارد مدل قیمت گذاری دارایی های استوار بر مصرف شده اند و تابع مطلوبیت سرمایه گذاران، شامل: ۱. مطلوبیت ناشی از مصرف و ۲. مطلوبیت ناشی از سرمایه گذاری های مالی تعریف شده است. همچنین، معادله قیمت در دو محیط اقتصادی استوار بر نظریه لو کاس (۱۹۷۸) تعریف شده است. در محیط اقتصاد اول، فرایند قیمت و سود تقسیمی برابر و این فرایند در محیط اقتصاد دوم متفاوت است. پس از حل معادله، نسبت قیمت به سود تقسیمی در هر دو محیط اقتصادی شبیه سازی و با داده های واقعی بازار مقایسه شد. با استفاده از آزمون تحلیل واریانس و روش خوشه بندی میانگین گروه های چند گانه، مشخص شد که میانگین و انحراف معیار داده های به دست آمده در اقتصاد دوم نسبت به اقتصاد اول، به داده های واقعی بازار نزدیک تر است. در نتیجه، اقتصاد دوم بر آورد بهتری از نسبت قیمت به سود تقسیمی می دهد، یعنی پدیده های رفتاری یاد شده در بازار ما وجود دارد و در قیمت گذاری سهام توسط سرمایه گذاران تأثیر گذارند.

### فرضیه های پژوهش

در یک بازار کارا قیمت اوراق بهادار منعکس کننده مجموعه ای از همه اطلاعات موجود بوده و اطلاعات جدید به سرعت بر روی قیمت اوراق بهادار اثر می گذارد و سرمایه گذاران با توجه به اطلاعات در دسترس و انتظاری که از بازده اوراق بهادار در آینده دارند، تصمیم گیری می کنند. بنابراین بازار کارا نسبت به اطلاعات جدید حساس است به طوری که اطلاعات، هسته اصلی بازار کارا را تشکیل داده و بر مبنای آن به سه شکل ضعیف، نیمه قوی و قوی تقسیم می شود. پیش بینی درآمد خالص و ناخالص هر سهم که در اصطلاح سود برآوردی هر سهم نامیده می شود، اطلاعات تازه ای از وضعیت شرکت ها است که توسط تحلیل گران، سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و بر مبنای آن تصمیم گیری نسبت به خرید یا فروش یک سهم انجام می شود (شمس الدینی و همکاران، ۱۳۹۲).

از این رو، سرمایه گذاران و تحلیل گران مالی انتظار دارند که شرکت ها به پیش بینی های انجام یافته برسند و مغایرتی نداشته باشند، این مهم برای شرکت هایی که قابل اتکاء تر هستند، بیشتر صادق است. تحلیل گران مالی و سرمایه گذاران از انحراف میان مقادیر سود پیش بینی شده و سود واقعی بسیار ناخشنود خواهند شد (کولینگ وود<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). از مغایرت ها و انحراف میان مقادیر سود پیش بینی شده و سود واقعی اعلام شده

در صورت‌های مالی در خصوص مدیریت سود، بیشتر استفاده می‌شود. در مغایرت منفی، سرمایه‌گذاران یا صاحبان سود، مدیریت سود را تقلب می‌دانند در حالی که در مغایرت مثبت، مدیریت سود را اقدامی بدون مشکل و طبق صلاح‌دید مدیریت، قلمداد می‌کنند (فریدسون<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۰۲).

بنابراین، ذینفعان و به ویژه سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران انتظار دارند که پیش‌بینی‌های صورت گرفته محقق شوند. در صورت انحراف مقادیر پیش‌بینی شده از واقعیت، تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران از این ناخشنود خواهند شد. با این حال، این امکان وجود دارد که پیش‌بینی‌ها سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار داده و منجر به ایجاد پدیده هاله‌ای شود (کولینگ وود<sup>۲</sup>، ۲۰۱۱). بر همین اساس، با عنایت به مطالب بالا، فرضیه زیر مطرح می‌شود:

**فرضیه:** سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه خاورمیانه، در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از پیش‌بینی‌های مدیریت استفاده می‌کنند.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی است. با توجه به اینکه این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد، نوع پژوهش کاربردی محسوب می‌شود.

در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها در بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. همچنین برای گردآوری داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از روش اسناد کاوی استفاده شده است و داده‌های مورد نیاز به صورت سالانه از اسناد و گزارش‌های بانک جهانی و صورت‌های مالی شرکت‌های فعال در بازار سرمایه کشورهای خاورمیانه جمع‌آوری شده است. جامعه آماری پژوهش حاضر کشورهای منطقه خاورمیانه طی دوره زمانی ۲۰۱۶ الی ۲۰۲۰ است.

### مدل و متغیرهای پژوهش

در به‌منظور دستیابی به پاسخی برای پرسش اول این مطالعه مبنی بر اینکه «آیا سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه خاورمیانه در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از پیش‌بینی‌های مدیریت استفاده می‌کنند؟» از مدل (لاجوردی و فیض، ۱۳۹۸؛ وانگ و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۷)، به شرح زیر استفاده می‌شود:

1. Fridson  
2. Colling Wood  
3. Wang

فرمول (۱) معادله رگرسیونی پژوهش

$$RETURN_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 DEC\_REPS_{i,t} + \beta_2 (REPS > EEPS_{i,t}) + \beta_3 DEC\_REPS_{i,t} * (REPS > EEPS_{i,t}) + \epsilon_{i,t}$$

که در آن:

#### متغیر وابسته

$RETURN_{it}$ : بازده سهام شرکت  $i$  در ماه  $t+1$  که با استفاده از رابطه زیر محاسبه خواهد شد:

$$r_{is} = \frac{(1+x+y)P_{is} - P_{is-1} - yP_{ni} + DPS}{P_{is-1} + yP_{ni}}$$

و در آن:

$P_{is}$  = قیمت سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ؛

$P_{is-1}$  = قیمت سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t-1$ ؛

$P_{ni}$  = ارزش اسمی سهام شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ؛

$x$  = درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌های شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ؛

$y$  = درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ ؛

$DPS$  = سود نقدی هر سهم شرکت  $i$  در پایان سال  $t$ .

#### متغیرهای مستقل

$DEC\_REPS_{i,t-1}$ : کاهش سود هر سهم تحقق یافته شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$  که اگر

کاهش یافته باشد، برابر با خالص رقم کاهش خواهد بود و در غیر این صورت برابر صفر است.

$REPS > EEPS$ : متغیر مصنوعی که اگر سود هر سهم تحقق یافته بزرگتر از سود هر سهم پیش‌بینی

شده شرکت  $i$  در سال  $t$  باشد، برابر یک قرار داده می‌شود و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

در راستای تأیید پدیده اثر هاله‌ای، بایستی  $\beta_1$  کوچکتر از صفر و معنادار و  $\beta_2$  بزرگتر از صفر و معنادار باشد.

#### متغیرهای کنترلی

$DEC\_EPS_{i,t-1}$ : کاهش سود هر سهم شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$  که اگر کاهش

یافته باشد، برابر با خالص رقم کاهش خواهد بود و در غیر این صورت برابر صفر است.



$DEC\_ROAi,t-1$ : کاهش بازده دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$  که برابر است با نسبت سودخالص به داراییها در سال  $t$  منهای نسبت سودخالص به داراییها در سال  $t-1$ .

$DEC\_ROEi,t-1$ : کاهش بازده حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$  که برابر است با نسبت سودخالص به حقوق صاحبان سهام در سال  $t$  منهای نسبت سودخالص به حقوق صاحبان سهام در سال  $t-1$ .

همچنین شاخص توسعه بازار سهام و حجم سرمایه‌گذاری بورس نیز به عنوان متغیرهای کنترلی وارد مدل پژوهش می‌شوند.

### یافته‌های پژوهش

#### معرفی روش تحلیل داده‌ها و اطلاعات

در این پژوهش برای آزمون فرضیه از مدل رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شده است. روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش داده‌های پانل است. در این تکنیک داده‌های سری زمانی و مقطعی با هم ترکیب می‌شوند. زمانی که ادغام سازی دارای ناهمگنی باشد، لازم است این ناهمگنی در قالب تحلیل داده‌های پانل دیتا که حالت خاصی از داده‌های پانل دیتا است، شناسایی شده و مدیریت شود. در این حالت به منظور تخمین الگوی رگرسیونی پانل دیتا روش‌های مختلفی از قبلی روش اثرات ثابت<sup>۱</sup> و روش اثرات تصادفی<sup>۲</sup> وجود دارد که در این راستا، به منظور انتخاب و برآورد الگوی مناسب در داده‌های پانل دیتا بایستی مراحل را پشت سر گذاشت. به طور خلاصه برای برآورد یک الگوی رگرسیونی با استفاده از پانل دیتا تصریح‌ها و مدل‌های مختلفی وجود دارد که بسته به ویژگی و ماهیت داده‌ها بایستی مناسب‌ترین آنها انتخاب شود. به طور کلی یک پژوهشگر که با الگوهای پانل دیتا سروکار دارد این پرسش را باید پاسخ دهد که از میان تصریح‌های مختلف پانل دیتا، کدام یک مناسب‌تر است. در این راستا ابتدا بایستی در پانل دیتا مشخص شود که کدام یک از الگوهای رگرسیونی تلفیق‌پذیری یا اثرات ثابت مناسب‌تر است، بنابراین برای انتخاب میان این دو مدل از آزمون  $F$  لیمر بهره گرفته می‌شود. در این راستا، چنانچه مدل تلفیق‌پذیری برگزیده بود. در این جا کار متوقف می‌شود. اما اگر مدل اثرات ثابت انتخاب شود، بایستی آن را در مقابل الگوی اثرات تصادفی آزمون کرد

1. Fixed Effects  
2. Random Effects

تا از بین این دو، الگوی بهتر انتخاب شود که در این راستا از آزمون هاسمن بهره گرفته می‌شود. لازم به بیان است در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم‌افزارهای Eviews10 بهره گرفته شده است.

### مانایی متغیرهای پژوهش

لازم است که قبل از پرداختن به برآورد الگوی‌های پژوهش، مانایی همه متغیرها بررسی شده است. آزمون مانایی بیشتر به منظور جلوگیری از رگرسیون‌های کاذب انجام می‌گیرد. در این پژوهش از آزمون مانایی داده‌های پانل لوین، لین و چو (۲۰۰۲)، استفاده شده است. فرضیه صفر این آزمون مبنی بر داشتن ریشه واحد مشترک (نامانا بودن) است. در این آزمون به آماره  $t$  تعدیل شده ( $t_{\theta}^*$ ) نگاه می‌شود، چنانچه این آماره معنادار باشد، نشان‌دهنده رد فرضیه صفر و مانا بودن متغیر مدنظر است. جدول ۱، نتایج مانایی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. نتایج جدول (۱)، نشان می‌دهد که فرضیه صفر آزمون لوین، لین و چو برای کلیه متغیرهای مدنظر قرار گرفته در پژوهش حاضر رد می‌شود، این بدان معناست که کلیه متغیرهای پژوهش حاضر مانا هستند.

جدول ۱. نتایج آزمون مانایی برای متغیرها - مقادیر آزمون و سطح معناداری برای متغیرها

متغیر	$t_{\theta}^*$	p-value
RETURN <sub>i</sub>	-۱۰/۹۵	۰/۰۰
DEC_REPS <sub>i,t-1</sub>	-۸/۸۲	۰/۰۰
REPS>EEPS	-۲/۳۶	۰/۰۰
DEC_REPS*(REPS>EEPS <sub>i,t</sub> )	-۹/۵۵	۰/۰۰
DEC_EPS <sub>i,t-1</sub>	-۶/۱۹	۰/۰۰
DEC_ROA <sub>i,t-1</sub>	-۱۰/۵۳	۰/۰۰
DEC_ROE <sub>i,t-1</sub>	-۲/۹۵	۰/۰۰
شاخص توسعه بازار سهام	-۲۶/۳۸	۰/۰۰
حجم سرمایه گذاری بورس	-۸/۵۴	۰/۰۰

### تجزیه و تحلیل استنباطی داده‌های پژوهش

#### آزمون خودهمبستگی

یکی از پرکاربردترین آزمون‌ها در راستای بررسی وجود و عدم وجود خودهمبستگی آزمون ولدریج است که مزیت آن در مقایسه با آزمون دورین واتسون این است که در آن افزون بر

خودهمبستگی مرتبه اول، انواع دیگر خودهمبستگی قابل تشخیص است و در مواقعی که داده‌ها از نوع پانل باشند، این آزمون نیز قابل استفاده است. فرضیه عدم این آزمون عدم وجود خود همبستگی در داده‌های پانل را نشان می‌دهد. جدول (۳)، نتایج آزمون خودهمبستگی ولدریج برای مدل پژوهش حاضر را نشان می‌دهد. مطابق نتایج جدول (۲)، فرضیه عدم این آزمون مبنی بر عدم وجود خودهمبستگی در مدل یادشده پذیرش می‌شود، بنابراین مدل دارای خودهمبستگی نیست.

جدول ۲. نتایج آزمون خودهمبستگی مدل پژوهش

آماره	سطح معناداری	نتیجه
۱/۷۱	۰/۲۰	مدل دارای خودهمبستگی نیست.

منبع: یافته‌های پژوهش

### آزمون واریانس ناهمسانی

نتایج آزمون ناهمسانی واریانس برای آزمون مدل پژوهش حاضر در جدول (۳) آمده است. نتایج جدول (۳)، نشان می‌دهد که با در سطح ۹۹ درصد، آماره این آزمون معنادار شده و فرضیه عدم مبنی بر وجود واریانس همسانی در مدل یادشده رد شده است. پس مدل پژوهش حاضر دارای واریانس ناهمسانی است.

جدول ۳. نتایج آزمون واریانس ناهمسانی مدل پژوهش

آماره	سطح معناداری	نتیجه
۷۵/۹۶	۰/۰۰۰	مدل دارای واریانس ناهمسانی است.

منبع: یافته‌های پژوهش

### آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

در این مرحله، به منظور تجزیه و تحلیل مدل اول پژوهش، ابتدا می‌بایست مشخص شود که برازش مدل مورد نظر به کدام روش ارجح است. از این رو در تشخیص ارجحیت مدل از آزمون F لیمر بهره گرفته شده است. جدول (۴)، نتایج آزمون F لیمر را برای مدل اول پژوهش نشان می‌دهد. نتایج جدول (۴)، بیان می‌کند که فرض صفر در سطح پنج درصد رد شده و باید از الگوی داده‌های تابلویی با اثر ثابت استفاده کرد. از آنجایی که فرضیه صفر این آزمون مبنی بر مناسب بودن داده‌های تلفیقی تأیید نشده است، بنابراین لازم است که آزمون هاسمن برای

انتخاب بین مدل اثرات تصادفی یا اثرات ثابت انجام شود. نتایج جدول (۴) بیانگر آن است که در مدل یادشده در پژوهش باید از روش اثرات تصادفی استفاده کرد، چرا که نتایج نمایانگر پذیرش فرضیه صفر بوده است. پس می توان گفت که میان اجزا اخلاص و متغیرهای توضیحی در مدل همبستگی وجود ندارد، بنابراین الگوی اثرات تصادفی مناسب خواهد بود.

جدول ۴. نتیجه آزمون F لیمر و آزمون هاسمن مدل پژوهش

تعیین الگو	سطح معناداری	تعیین الگو	سطح معناداری	کای-دو
الگوی اثرات ثابت	۰/۰۴	الگوی اثرات تصادفی	۰/۶۱	۶/۲۵

منبع: یافته‌های پژوهش

### آزمون فرضیه پژوهش

در نهایت، جدول (۵)، نتایج مربوط به تخمین مدل پژوهش را نشان می دهد.

جدول ۵. نتایج برآورد مدل پژوهش

متغیر	ضریب برآوردی	انحراف معیار	آماره Z	سطح معناداری
DEC_REPS <sub>i,t-1</sub>	۱/۴۰۸ <sup>°</sup>	۰/۱۵۵	۹/۰۷	۰/۰۰۰
REPS>EEPS	۰/۰۵۴ <sup>°</sup>	۰/۰۱۹	۲/۷۵	۰/۰۰۶
DEC_REPS*(REPS>EEPS <sub>i,t</sub> )	۰/۰۵۲	۰/۱۲۲	۰/۴۳	۰/۶۶۹
DEC_EPS <sub>i,t-1</sub>	-۰/۲۸۱ <sup>°</sup>	۰/۱۳۴	-۲/۰۹	۰/۰۳۷
DEC_ROA <sub>i,t-1</sub>	۰/۶۶۹ <sup>°</sup>	۰/۲۵۷	۲/۶۰	۰/۰۰۹
DEC_ROE <sub>i,t-1</sub>	-۱/۹۸ <sup>°</sup>	۰/۵۹۶	-۳/۳۲	۰/۰۰۱
شاخص توسعه بازار سهام	-۰/۰۲۱	۰/۰۵۸	-۰/۳۷	۰/۷۱۰
حجم سرمایه گذاری بورس	-۰/۰۸۵	۰/۱۰۶	-۰/۸۱	۰/۴۱۹
عرض از میدا	-۰/۰۶۸	۰/۳۵۷	۰/۱۹	۰/۸۴۸
R-squared= 65.75 F (Prob) = 116.37 (0.000)				

منبع: یافته‌های پژوهش (علامت \* و \*\* به ترتیب معناداری را در سطح ۵ و ۱ درصد نشان می دهد).

با توجه به نتایج و همان گونه که در جدول (۵) مشاهده می شود، با توجه به احتمال آماره F محاسبه شده (۰/۰۰) محاسبه شده، می توان ادعا کرد که مدل رگرسیونی برازش شده معنادار است. همچنین آماره R-squared برابر با ۶۵/۷۵ درصد بدست آمده است که نشان می دهد که ۶۵/۷۵ درصد تغییرات

متغیر وابسته (بازده سهام) توسط متغیرهای مستقل توضیح داده شده است. همچنین یافته‌های حاصل از تخمین مدل پژوهش حاضر نشان می‌دهد که ضریب  $REPS > EEPS$  معنادار و کوچک‌تر از صفر است، در حالی که ضریب  $DEC\_REPS * (REPS > EEPS)_{i,t}$  کوچک‌تر از صفر و غیر معنادار است، بنابراین نتایج مدل پژوهش تخمین زده شده نشان می‌دهد که پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه کشورهای خاورمیانه تایید نمی‌شود. به عبارت دیگر، در راستای تأیید پدیده اثر هاله‌ای، ضریب کاهش سود هر سهم کوچکتر از صفر و معنادار است اما ضریب کاهش سود هر سهم با متغیر مصنوعی، بزرگ‌تر از صفر و معنادار نیست. براساس این نتایج، سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه خاورمیانه، در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از پیش‌بینی‌های مدیریتی استفاده نمی‌کنند.

همچنین نتایج حاصل از تخمین مدل نشان می‌دهد که  $DEC\_EPS_{i,t-1}$  (کاهش سود هر سهم) و  $DEC\_ROE_{i,t-1}$  (کاهش بازده حقوق صاحبان سهام) بر بازده سهام تأثیر منفی و معنادار دارد، زیرا کاهش سود و بازده حقوق صاحبان سهام بر رفتار سرمایه‌گذاران نیز تأثیر می‌گذارد و همین تأثیرگذاری موجب تغییر نگرش سرمایه‌گذاران نسبت به وضعیت آن شرکت شده و راهکارهایی را که در پیش می‌گیرند که در نهایت باعث کاهش بازده سهام می‌شود. در مقابل  $DEC\_ROA_{i,t-1}$  (کاهش بازده دارایی‌ها) بر بازده سهام تأثیر مثبت و معنادار دارد. این موضوع بیانگر این است که اطلاعات نوشته شده در ترازنامه و به طور خاص کاهش ارقام سمت راست ترازنامه در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای کسب بازده غیرعادی تأثیر دارد.

### نتیجه‌گیری و بحث

در تفسیر فرضیه پژوهش از نظر علمی می‌توان گفت: اصولی که از مردم ارائه شده، این است که پدیده‌های اقتصادی یکسان ممکن است درک متفاوت و غیرمعقولی داشته باشد. شناخت مردم، ذهنی و قضاوتی است. به عنوان یک نتیجه، واکنش و پاسخ هر یک از آن‌ها ممکن است از دیگری متفاوت باشد، اما در هر زمان ممکن است بر واکنش و درک دیگری اثر بگذارد. با در نظر گرفتن این فرض که سرمایه‌گذاران عقلایی و تحت تئوری مالی مدرن عمل می‌کنند انحراف قیمت بازار سهام در بیشتر مواقع برابر ارزش ذاتی آن خواهد بود که منعکس‌کننده تمام عوامل اساسی از سهام مانند وضعیت مالی، سودآوری، عملکرد، عوامل زیست‌محیطی، چرخه اقتصادی، محیط قانونی، رقابت، چشم‌انداز رشد، عوامل صنعتی و... در تئوری مالی مدرن، اثر عوامل روانی در نظر گرفته نمی‌شود و بسیاری از مردم می‌توانند به برآوردی عادلانه‌ای از ارزش

ذاتی و ارزش عادلانه سهام برسند. از طرف دیگر، سرمایه‌گذاران غیر مطلع در معرض ارباب قضاوتی قرار نمی‌گیرند و قیمت سهام توسط سرمایه‌گذاران مطلع شکل می‌گیرد و آن‌ها در معرض دو ارباب فرااطمینان و خود اسنادی قرار دارند. فرااطمینان، آن‌ها را به مبالغه در باور به درستی علائم خصوصی در مورد ارزش سهام دچار می‌کند و خود اسنادی، سبب علائم عمومی در تناقض با علائم خصوصی آن‌ها است. در نتیجه اطمینان بیش از حد به اطلاعات خصوصی و عکس‌العمل کمتر از حد به اطلاعات عمومی باعث می‌شود تا آن‌ها در آسیب‌های رفتاری غرق شوند. در واقع فرااطمینان و واکنش کند می‌تواند تحلیل‌گران را به سمتی سوق دهد که به هنگام بروز موارد خاص و استثنایی تخمین‌های خود از عایدات را تعدیل نکنند. بنابراین، سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه خاورمیانه در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از پیش‌بینی‌های مدیریت استفاده نمی‌کنند. این نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری برای خرید و فروش سهام شرکت، از پیش‌بینی‌های مدیریت از وضعیت نسبی سودآوری در برابر سودآوری پیش‌بینی‌شده شرکت، استفاده نمی‌کنند. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های معاملاتی خود در بازار سرمایه خاورمیانه، از پیش‌بینی‌های مدیریت استفاده نمی‌کنند و یکی از معیارهای مطلوب شرکت را به کل شرکت تعمیم داده و بر این اساس تصمیم‌گیری می‌کنند. در واقع، می‌توان گفت که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه خاورمیانه از اطلاعات ناکافی استفاده کرده و بر اساس انتظارات آن‌ها از آینده سهام، قیمت‌های حبابی برای بازار سرمایه خاورمیانه در دوره مورد بررسی شکل گرفته و ارزش روز سهام، با ارزش ذاتی آن انحراف نامساعد زیادی دارد. این موضوع در درازمدت می‌تواند پیامدهای منفی بر بازار سرمایه خاورمیانه داشته باشد. چراکه این پیش‌بینی‌ها بیشتر واقعیت را بازگو نکرده و غیرقابل اتکا هستند.

برهمن اساس، با توجه به اینکه واقعیات بازار سرمایه خاورمیانه نشان داده است که پیش‌بینی‌های مدیران از اوضاع شرکت در خاورمیانه بسیار نوسان‌پذیر و در مواردی غیرقابل اتکا بوده است، بنابراین به سرمایه‌گذاران و سایر اشخاص ذینفع پیشنهاد می‌شود که از تعصبات رفتاری در بازارهای مالی آگاه باشند و از اثرات مضر آنها بر شرکت مورد نظر خود جلوگیری کنند و در تصمیم‌گیری‌های خود عقلانی‌تر رفتار کنند. تحلیل‌گران مالی نیز می‌تواند گزارش فعالیت‌های هیئت مدیره طبقه‌بندی کنند و دوباره بررسی کنند.

## منابع

- امیرخانی، محمدجواد؛ افشاری، اسدالله. (۱۳۹۷). بررسی اثرات میزان اطمینان به اطلاعات موجود بر ایجاد رفتارهای توده‌ای در بازار مالی. پنجمین کنفرانس ملی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران. <https://civilica.com/doc/784857>.
- شریفی، مهدی؛ عبدی، رسول؛ جبارزاده کنگرلوئی، سعید؛ رضائی، نادر (۱۴۰۰). تبیین اثر هاله‌ای در حسابرسی و پیامدهای قضاوتی آن، نشریه دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت. ۱۰ (۴۰): ۳۳۴-۳۲۳.
- حاجیها، زهره؛ چناری بوکت، حسن. (۱۳۹۴). ارتباط دقت پیش‌بینی سود مدیریت و چرخش مدیران ارشد، دانش حسابداری، ۶ (۲۰): ۱۴۷-۱۶۹.
- حسینی، ناهید؛ جمشیدی‌نوید، بابک؛ پیری، پرویز (۱۳۹۹). بررسی مصداق پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه خاورمیانه؛ با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۶ (۶۵): ۱۰۸-۸۵.
- حیدری، رسول؛ خواجهی، شکراله؛ تهرانی، رضا؛ بغزیان، آلبرت. (۱۳۹۸). نظریه رفتار برنامه‌ریزی شده و مدل ارائه گزارشگری پایندگی توسط مدیران. فصلنامه حسابداری سلامت، ۱۱ (۴۲): ۵۱-۲۴.
- شمس‌الدینی، کاظم؛ دانشی، وحید؛ سیدی، فاطمه. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام. مجله دانش حسابداری، ۹ (۲): ۱۸۹-۱۶۳.
- شهرآبادی، ابوالفضل؛ یوسفی، راحله. (۱۳۸۶). مقدمه‌ای بر مالیه رفتاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۶۹ (۱۱۴): ۳۳-۲۴.
- حیدرپور، فرزانه؛ تاروی‌وردی، یداله؛ محرابی، مریم. (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۶ (۱۷): ۱۳-۱.
- خواجهی، شکراله؛ فتاحی‌ناقصی، حسن. (۱۳۹۲). مالی عصبی، افق پیش روی مالی رفتاری. فصلنامه علمی - پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۲ (۷): ۳۴-۲۱.
- سینایی، حسینعلی؛ داوودی، عبدالله. (۱۳۸۸). بررسی رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات مالی، ۲۷: ۶۰-۴۳.
- شعری‌آناقیز، صابر؛ حساس‌یگانه، یحیی؛ سدیدی، مهدی؛ نره‌ئی، بنیامین. (۱۳۹۵). تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و کارائی سرمایه‌گذاری. فصلنامه حسابداری مالی، ۸ (۳۲): ۳۷-۱.
- میرعلوی، سیدحسین؛ پورزمانی، زهرا؛ جهانشاد، آزیتا (۱۳۹۸). ارائه مدلی مبتنی بر رفتار مالی سرمایه‌گذاران جهت پیش‌بینی قیمت سهام با استفاده از روش‌های فرا ابتکاری شبکه‌های عصبی. فصلنامه بورس اوراق بهادار. ۱۲ (۴۷): ۱۰۹-۷۶.

جاودانزاده، بیژن؛ حجازی، رضوان؛ صالحی، اله کرم؛ بصیرت، مهدی (۱۴۰۱). تاثیر لنگر ذهنی بر تصمیمات سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه بورس اوراق بهادار. ۱۵ (۵۸). ۲۴۰-۲۲۱.

موسوی شیری، سید محمود؛ کریمی، زهرا؛ قدردان، احسان (۱۴۰۱). بررسی رفتار توده ای سرمایه گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران: شواهدی از نوسانات نرخ سود و نرخ ارز، فصلنامه بورس اوراق بهادار. ۱۵ (۵۹): ۴۰-۲۱.

لاجوردی، مهسا؛ فیض، علی. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر خطاهای شناختی بر نوع سرمایه گذاری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. مجموعه مقالات دومین همایش بین المللی فرهنگ مدیریت و توسعه، تهران، موسسه مبین.

برزیده، فرخ؛ کفاش پنجه شاهی، محمد؛ شریعت پناهی، سید مجید؛ تقوی فرد، محمد تقی (۱۳۹۵). مدلی جهت قیمت گذاری سهام مبتنی بر نظریه چشم انداز، نشریه تحقیقات مالی، ۱۸ (۱): ۷۶-۵۹. مشتاقی، یوسف؛ یزدانی، ناصر (۱۳۹۵). بررسی و شناخت تأثیر عوامل روان شناختی با رویکرد خطاهای ادراکی بر فرایند تصمیم گیری سرمایه گذاران فردی، نشریه تحقیقات مالی، ۱۸ (۴): ۷۵۲-۷۳۵.

## References

- Amirkhani, M.J., & Afshari, A., (2019). Examining the effects of confidence in the available information on creating mass behaviors in the financial market. *The fifth national conference of applied researches in management and accounting*, Tehran. <https://civilica.com/doc/784857>. (In Persian).
- Anderson, M. C., Banker, R., & Janakiraman, S. (2013). Are selling, general and administrative costs "Sticky"? *Journal of Accounting Research*, 41(1): 47- 63.
- Ball, R & Shiva kumar, L. (2005). "Earnings Quality In Uk Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness". *Journal of Accounting and Economics*, 39 (1): 83-128.
- Barzideh, F., Kaffash Panjeshahi, M., Shariatpanahi, S.M., & Taghavifard, M.T., (2016). Stock Pricing Model Based on Prospect Theory, *Financial Research Journal*, 18 (1): 59-76. (In Persian).
- Barzideh Farrokh, Kaffash Panjeshahi. Mohammad, Shariatpanahi. Seyed Majid, Taghavifard. Mohammad Taghi (2016). STOCK PRICING MODEL BASED ON PROSPECT THEORY. *Journal of Financial Research*, 8 (1): 59-76.
- Beaver, W.H (1989). "Financial Reporting: An Accounting Revolution", Englewood Cliffs, N.J. Prentice Hall.



- Biddle, G. C., Hilary, G. and Verdi, R. S. (2009). "How does financial reporting quality improve investment efficiency?" *Journal of Accounting and Economics*, 48: 112-131.
- Bushman, R.M., Smith, A.J. (2003). "Financial Accounting Information and corporate governance. *Journal of Accounting Economics*, 31: 237-333.
- Collingwood, H. (2011). *Harvard Business Review*, 79 (6): 65-74.
- Fridson, M. and Alvarez, F. (2002). *Financial Statement Analysis – A Practitioner's Guide*, 3rd Ed. University Edition, New York: John Wiley & Sons.
- Hajiha, Z., & Chenari Boket, H., (2015). Relationship between Accuracy of Managers' Earnings Forecasts and Senior Managers' Turning, *Journal of Accounting Knowledge*. 6 (20): 147-169. (In Persian).
- Heidarpoor, F., Tariverdi, Y., and Mehrabi, M. (2014). The Impact of Investor Sentiment on the Stock Returns. *Quarterly Financial Knowledge of Security Analysis (Financial Studies)*, 6 (17): 1-13. (In Persian)
- Hens, T., Vlcek, M., (2011). Does prospect theory explain the disposition effect? *Journal of Behavioral Finance*, 12: 141–157.
- Hirshleifer, D., Kewei H. & Siew Hong Teoh (2009). Accruals, cash flows, and aggregate stock returns. *Journal of Financial Economics*, 91: 389-406.
- Hoseini, N., Jamshidinavid, B., & Piri, P., (2020). Investigation of the Halo Effect Phenomenon in the Iranian Capital Market with Emphasis on the Role of Accounting Information, *Empirical Studies in Financial Accounting*, 17 (65): 85-108. (In Persian).
- Hunton, J. E. (2005). Toward an Understanding of the Risky Choice Behavior of Professional Financial Analysts, *Journal of Psychology and Financial Markets*, 2(4): 182–189.
- Javdanzade, B., Hejazi, R., Allah Karam Salehi, A.K., & Basirat, M., (2022). The subjective anchoring effect on investors' decisions in Tehran Stock Exchange, *Journal of Securities Exchenge*, 15 (58): 221-240. (In Persian).
- Khajavi, Sh. A., & Fattahi Nafchi, H., (2013). Neuro finance, Perspective of Behavioral Finance, *Investment knowledge*, 2 (7): 21-34. (In Persian).
- Lee, S., Matsunaga, S. R., & Park, C. W. (2012). Management forecast accuracy and CEO turnover. *The Accounting Review*, 87(6), 2095-2122.
- Li, X., Lin, C., & Xu, X. (2020). Influence of psychological bias of financial investors on the investment returns. *Revista Argentina de Clínica Psicológica*, 29(1), 249.
- Miralavi, S.H., Pourzamani, Z., & Jahanshad, A., (2019). Providing a model based on the financial behavior of investors in order to predict stock prices using ultra-innovative methods of neural networks, *Journal Of Securities Exchenge*. 12 (47): 76-109. (In Persian).

- Moshtaghi, Y., & Yazdani, N., (2017). Studying the influence of psychological factors with orientation perceptual errors on Decision making process of individual investors, *Financial Research Journal*, 18 (4): 735-752. (In Persian).
- Moshtaghi, Yousef, Yazdani, Naser (2017). Studying the influence of psychological factors with orientation perceptual errors on Decision making process of individual investors, *Journal of Financial Research*, 18 (4): 735-752.
- Mousavi shiri, S.M., Karimi, Z., & Ehsan Ghadrnan, E., (2022). Investigating Investors' Mass Behavior in Tehran Stock Exchange: Evidence of Interest Rate and Exchange Rate Fluctuations. *Journal of Securities Exchange*, 15 (59). 21-40. (In Persian).
- Naseem, S., Mohsin, M., Hui, W., Liyan, G., & Penglai, K. (2021). The Investor Psychology and Stock Market Behavior during the Initial Era of COVID-19: A Study of China, Japan, and the United States. *Frontiers in Psychology*, 12, 4-16.
- O'Donnell Ed & Joseph J. Schultz Jr (2016). The Halo Effect in Business Risk Audits: Can Strategic Risk Assessment Bias Auditor Judgment about Accounting Details? *The Accounting Review*, 80 (3): 921-939.
- Rezaei, Nader, Elmi, Zahra. (2018). Behavioral Finance Models and Behavioral Biases in Stock Price Forecasting. *Advances in mathematical finance & applications*, Vol: 3 (4), Pp: 67-82. (In Persian).
- Shahrabadi, A, yusefi, R. (2017). Introduction to Behavioral Finance. *Stock Exchange Quarterly*. 69(114), 24-33. (In Persian).
- Shamseddini, kazemi, daneshi, V, seyedi. (2018). Investigating the Impact of Investor Behavior and Management on Stock Returns. *Journal of Accounting Knowledge*, 9(2), 163-189. (In Persian).
- Sharifi, M., Abdi, R., jabarzadeh, S., & Rezaei, N., (2021). Determining halo effect in auditing and its judgmental implications. *Journal of Accounting Knowledge & Management Auditing*. 10 (40): 323-334. (In Persian).
- Sheri Anaghiz, S., Assadi, G., Nikraves, M. (2019). New Managerial Overconfidence Assessment Model and Earnings Forecasts: Generalized Method of Moments (GMM). *Empirical Studies in Financial Accounting*. 16(62): 1-20. (In Persian).
- Shiffrin, H., (2007). *Behavioral Corporate Finance: Decision that Create Value*", McGraw Hill Press.
- Sinaei, H., & Davodi, A., (2010). Financial Information Transparency and Investor Behavior in Tehran Stock Exchange, *Financial Research Journal*, 11 (27): 43-60. (In Persian).
- Statman, M. (2014). "Behavioral finance: Finance with normal people". *Borsa Istanbul Review*, 14: 65-73.

Utami Intiyas, Wijaya Kusuma, Gudono & Supriyadi (2018). Halo Effect in Analytical Procedure: The Impact of Client Profile and Information Scope. *Global Journal of Business Research*, 8 (32): 9-26.

Wang, L. X., Shi, K., Xia Fan, H., (2017). Psychological Mechanisms of Investors in Chinese Stock Markets. *Journal of Economic Psychology*, 27: 762-780.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC 4.0 license.

