

## بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام

دکتر محمدرضا نیک‌بخت\*، امیرحسین حسین پور\*\*، حسین اسلامی

مفیدآبادی\*\*\*

تاریخ دریافت: ۹۵/۰۶/۰۵

تاریخ پذیرش: ۹۵/۰۹/۰۹

### چکیده

در این پژوهش به تحلیل مکانیزم تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر روی قیمت سهام، بر مبنای مدل ارزیابی درآمد باقیمانده، پرداخته شده است. در پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره ۶ ساله (۱۳۸۸-۱۳۹۳)، شاخص رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بدست آورده شد و تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر چشم‌انداز رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع مورد بررسی قرار گرفته شده است. علاوه بر این، تأثیر مشترک رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر روی قیمت سهام، از طریق روش همبستگی بررسی شده است. نتایج تجربی پژوهش حاضر نشان می‌دهد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار را تغییر می‌دهد و سپس بر روی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد. هرچند رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر نرخ بازده مورد توقع تأثیر معنی‌داری ندارد. همچنین، تقابل اطلاعات حسابداری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، قیمت سهام را در نوسانات بالای عایدات توضیح می‌دهد. لازم به ذکر است، اطلاعات حسابداری هنگامی که عایدات باثبات‌تر باشد اثرگذاری بیشتری بر قیمت‌های سهام دارد؛ در حالی که رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران هنگامی که عدم اطمینان اطلاعاتی بیشتری وجود دارد بر روی قیمت سهام تأثیر بیشتری می‌گذارد.

**واژه‌های کلیدی:** رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، اطلاعات حسابداری، عدم اطمینان عایدی، مدل ارزیابی درآمد باقیمانده.

طبقه بندی موضوعی: G11, G12, G14

کد DOI مقاله: 10.22051/jera.2017.11449.1404

\*. دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، (mnikbakht@ut.ac.ir).

\*\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران، نویسنده مسئول (amhosseinpour@yahoo.com).

\*\*\* دانشجوی دکتری مدیریت مالی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم و تحقیقات، دانشکده مدیریت و اقتصاد، تهران

(Hosseineslami62@gmail.com).

### مقدمه

همان‌طور که در تئوری مالی سنتی بیان شده است، اطلاعات حسابداری، کیفیت دارایی‌ها و سودآوری بنگاه را منعکس می‌کند؛ از این رو، می‌توان از آن‌ها در جهت پیش‌بینی قیمت سهام استفاده کرد. چندین پژوهش در ادبیات، همچون پژوهش بال و براون (۱۹۶۸)، ارتباط بین اطلاعات حسابداری و قیمت سهام را تحلیل کرده‌اند. هر چند، تعدادی از مطالعات در مالیه سنتی<sup>۱</sup> بر مبنای فرضیه کارایی بازار و فرضیه انتظار منطقی<sup>۲</sup> انجام شده است و این مطالعات نمی‌توانند خیلی از ناهنجاری‌های مالی را توضیح دهند. مطالعات در حوزه مالیه رفتاری، نشان می‌دهد که در برخی از موارد سرمایه‌گذاران ممکن است غیرمنطقی عمل کنند. از این رو، عوامل روانشناختی سرمایه‌گذاران یا سویه شناختی می‌توانند بر تصمیمات سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارند. دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که برخی از تغییرات قیمت اوراق بهادار هیچ دلیل بنیادی نداشته و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها بازی می‌کند (کیم و ها، ۲۰۱۰). در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال‌زا و آربیتراژگران منطقی، قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام معامله‌گرهای اختلال‌زای بیشتر و یا معامله‌گرهای منطقی کم‌تری داشته باشد نوسانات قیمتی آن چشمگیر است (می-چن لین، ۲۰۱۰). بنابراین، تغییرات قیمت سهام نه تنها بر ارزش ذاتی (ارزش مبتنی بر اطلاعات حسابداری)، بلکه بر رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نیز متکی می‌باشد؛ که می‌تواند از طریق رفتار احساسی سرمایه‌گذاران اندازه‌گیری شود. بی‌قاعدگی‌های تغییر قیمت سهام معمولاً با استفاده از آزمون‌های تجربی انجام شده بر روی مدل‌های قیمت، تشخیص داده می‌شوند (اسلامی بیدگلی و نبی زاده، ۱۳۸۸). بدون شک، هر دو رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران و بنیادهای اقتصادی می‌توانند بر روی ارزش بازار دارایی‌های مالی تأثیر گذارد. در این پژوهش به بررسی ارتباط تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران در کنار اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام پرداخته می‌شود. در پژوهش‌های قبلی مکانیزم تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر روی قیمت سهام بررسی و توضیحات کمی صورت گرفته است، در این پژوهش به بررسی کامل این مکانیزم پرداخته می‌شود. همچنین دستاوردهای این پژوهش، ایجاد بسط در ادبیات بازار سرمایه و همچنین کمک به سرمایه‌گذاران در سرمایه‌گذاری خود می‌باشد. در ادامه

پژوهش، در بخش ۲ به بررسی مبانی نظری و پیشینه و فرضیه‌های پژوهش پرداخته شده است، در بخش ۳ پژوهش، جامعه آماری و نمونه پژوهش و مدل‌های مورد استفاده توضیح داده شده است. در بخش ۴ پژوهش نیز به بیان نتایج تجربی و تجزیه و تحلیل‌های مربوط به آمار توصیفی و استنباطی پرداخته شده است و در نهایت در بخش ۵ پژوهش به بحث و نتیجه‌گیری نهایی پرداخته شده است.

## مبانی نظری و پیشینه و فرضیه‌های پژوهش

### مبانی نظری

اطلاعات حسابداری به عنوان یک عامل مهم اثرگذار بر قیمت سهام شناسایی شده است (ژو و نیو، ۲۰۱۶). بال و براون (۱۹۶۸)، ارتباط بین تغییرات عایدات و تغییرات قیمت را به صورت تجربی تحلیل کردند و بیور (۱۹۶۸)، یک آزمون ارزش میانگین جهت تأیید بیشتر معنی‌داری رابطه مذکور بکار برد. چان و همکاران (۱۹۹۶)، پی بردند که درصد جریان نقدی<sup>۵</sup> می‌تواند بر مازاد حسابداری<sup>۶</sup> در سال آتی تأثیر بگذارد و از این رو تأثیر معنی‌داری بر بازده سهام آتی داشته باشد. همچنین، پژوهش‌هایی نشان می‌دهد که مدیریت سود نیز می‌تواند بر ارزش سهام سهام تأثیر بگذارد؛ به طور مثال چنی و لويس (۱۹۹۵)، پی بردند که مدیریت سود عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۷</sup> بنگاه ممکن است منجر به این شود که سرمایه‌گذاران قیمت سهام را بیشتر از حد تخمین بزنند. پژوهشگران در دیگر مطالعات پی بردند که کیفیت حسابداری پایین‌تر ممکن است بهای سرمایه را بالا برده و خطای ارزش‌گذاری سهام را افزایش دهد (ابودی و همکاران، ۲۰۰۵؛ بارث و همکاران، ۲۰۱۳؛ فرنسیس و همکاران، ۲۰۰۵). هرچند، کر و همکاران (۲۰۰۸)، پی به این بردند که هیچ ارتباط روشنی بین کیفیت حسابداری و بهای سرمایه وجود ندارد. در صورتی که راجگپال و ونکاتاچالام (۲۰۱۱) به این نتیجه رسیدند که کیفیت حسابداری ضعیف ارتباط زیادی با نوسان بالای بازده دارد. ونگ و همکاران (۲۰۱۰)، بیان کردند که تأثیر اطلاعات حسابداری می‌تواند از طریق اندازه‌گیری حسابداری و رفتار سرمایه‌گذاران صورت گیرد. این تأثیر نشان می‌دهد که رفتار سرمایه‌گذاران می‌تواند بر ارزشیابی سهام، در کنار اطلاعات حسابداری بنیادی تأثیر بگذارد. دی لانگ و همکاران (۱۹۹۰) بیان کردند که رفتار

غیرمنطقی معامله‌گران اخلاک‌گر ممکن است منجر به "خطر معامله‌گر اخلاقی"<sup>۸</sup> شود. از این رو، قیمت سهام به طور مشترک از طریق ارزش ذاتی "منطقی" و خطر معامله‌گر اخلاقی "غیرمنطقی" تعیین می‌شود. رفتار معامله‌گران اخلاک‌گر همیشه از طریق احساسات سرمایه‌گذاران اندازه‌گیری می‌شود (لی و همکاران، ۱۹۹۱)، که از اعتقادات ذهنی نادرست یا اطلاعات غیرمرتبط با ارزش سهام منتج می‌شود و به نوعی نگرش خوش بینانه و بدبینانه سرمایه‌گذاران نسبت به بازار سهام می‌باشد (براون و کلیف، ۲۰۰۴). بیکر و وارگلر (۲۰۰۶)، احساسات سرمایه‌گذاران را به عنوان تمایل نسبت به سفته‌بازی تعریف می‌کند که منتج به سرمایه‌گذاری‌های سفته‌بازانه<sup>۹</sup> می‌شود. همان طور که در مطالعات قبلی در رابطه با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بیان شده است، احساسات بر هر دو رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع تأثیر می‌گذارد. تأثیر رفتار احساسی بر روی قضاوت سرمایه‌گذاران از رشد عایدات آتی به طور شهودی استنباط می‌شود. وقتی که احساسات خیلی بالا باشد، سرمایه‌گذاران معمولاً خوش‌بین تر می‌شوند و تحلیل‌گران سهام به طور فعال تر تمایل به صدور علائم خرید دارند (بیکر و وارگلر، ۲۰۰۷)؛ از این رو، حدس زده می‌شود که احساسات بالاتر باعث افزایش رشد عایدات مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌شود (ژو و نیو، ۲۰۱۶). همچنین، احساسات می‌تواند بر نرخ بازده مورد توقع<sup>۱۰</sup> از طریق تأثیرات آن بر ریسک مورد انتظار و قیمت ریسک تأثیر بگذارد (ژو و نیو، ۲۰۱۶). در طول یک دوره احساسات بالا، سرمایه‌گذاران تمایل به کمتر از حد تخمین زدن ریسک بالقوه دارند (رایت و باور، ۱۹۹۲)، ولی ریسک‌گریزتر می‌شوند و قیمت ریسک مورد انتظار آن‌ها افزایش می‌یابد (ایسن و همکاران، ۱۹۸۸؛ آندرید، ۲۰۰۵).

### پیشینه پژوهش

تعداد زیادی از مطالعات بیان کرده‌اند که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران ممکن است تأثیری بر روی قیمت سهام داشته باشد؛ به طور مثال، ژو و نیو (۲۰۱۶)، در پژوهشی در کشور چین، به این نتیجه رسیدند که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع را تغییر می‌دهد؛ هرچند این تأثیر در دوره بدبینی و خوش‌بینی سرمایه‌گذاران متفاوت است. همچنین نتایج آن‌ها نشان داد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به همراه

اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام تأثیر معنی داری می‌گذارد. دیگر مطالعات همچون کرنل و همکاران (۲۰۱۴)، و هریار و مک اینیس (۲۰۱۲)، معتقدند که تحلیل گران سهام، هنگامی که احساسات بالا داشته باشند، نسبت به سودآوری آتی شرکت‌ها خوش بین هستند؛ از این رو، آن‌ها تمایل به صدور علائم خرید بیشتر برای سهم‌هایی که به آینده آن‌ها خوش بین هستند، دارند. شفرین (۲۰۰۸)، یک عامل تنزیل تصادفی<sup>۱۱</sup> بر مبنای احساسات ایجاد کرد و نرخ بازده مورد توقع را به احساسات سرمایه‌گذاران ارتباط داد. علاوه بر این، بیکر و وارگلر (۲۰۰۷)، پی بردند که احساسات می‌تواند بر قیمت سهام از طریق تغییر ریسک پیش‌بینی شده سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارد. همچنین بیکر و وارگلر (۲۰۰۶) تفاوت‌های مقطعی تأثیر احساسات را کشف کردند؛ آن‌ها پی بردند که احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر آشکاری بر روی سهام می‌گذارد که ارزش‌گذاری را دچار مشکل می‌کند یا آربیتراژ را ریسکی و پرهزینه می‌کند. لی (۲۰۰۶) به اندازه‌گیری ریسک رفتار احساسی گزارشات سالانه پرداخت و نتیجه گرفت که این ریسک می‌تواند بازده‌های آتی را پیش‌بینی کند. براون و کلیف (۲۰۰۴) پی بردند که احساسات بالا ممکن است انتظار سرمایه‌گذاران را نسبت به جریان‌های نقدی آتی تغییر دهد و از این رو بر قیمت سهام تأثیر بگذارد. عسگری و همکاران (۱۳۹۴)، در پژوهشی به این نتیجه رسیدند که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر معناداری دارد. فیاضی و همکاران (۱۳۹۳)، در پژوهشی به وجود رابطه آماری مثبت و معنی دار میان شاخص واکنش رفتاری سرمایه‌گذاران با شاخص‌های بورسی صحه گذاشتند. همچنین حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به وجود رابطه مثبت و معنی دار رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی پی بردند.

بیشتر مطالعات در گذشته پدیده رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را به تنهایی مستندسازی کرده‌اند. در کل ادبیات موجود به ندرت یک مبنای تئوریک برای مکانیزم تأثیر احساسات و اطلاعات حسابداری ارائه می‌دهد و تفاوت مقطعی<sup>۱۲</sup> این مکانیزم را توضیح می‌دهد. در این پژوهش بر مبنای مدل ارزیابی درآمد پسماند، تأثیر احساسات را به صورت تئوریک در دو روش رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع، تجزیه شده است و شواهد تجربی برای

مکانیزم این تأثیرات ارائه شده است. علاوه بر این، تأثیر مشترک رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر روی قیمت سهام بررسی شده و نقش عدم اطمینان اطلاعاتی تحلیل شده تا تفاوت مقطعی تأثیر احساسات بیان شود.

### فرضیه‌های پژوهش

همان‌طور که در بخش مبانی نظری پژوهش بیان شد، پژوهش‌هایی به ارتباط مثبت بین رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران و نرخ بازده مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع اشاره کردند و منطق‌های تئوریک این ارتباطات را بیان کرده‌اند (بیکر و وارگلر، ۲۰۰۷؛ ژو و نیو، ۲۰۱۶؛ رایت و باور، ۱۹۹۲؛ ایسن و همکاران، ۱۹۹۸؛ آندرید، ۲۰۰۵). همچنین از طرفی پژوهش‌های زیادی همچون بال و براون (۱۹۶۸)، بیور (۱۹۶۸)، چان و همکاران (۱۹۹۶)، به تأثیر اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام اشاره کرده‌اند و از طرف دیگر پژوهش‌هایی همچون ژو و نیو (۲۰۱۶) و ونگ و همکاران (۲۰۱۰)، به بیان تأثیر اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام از طریق اندازه‌گیری حسابداری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند. از این رو، با توجه به مبانی نظری و اهمیت این موضوع برای سرمایه‌گذاران، فرضیه‌های پژوهش حاضر به صورت زیر مطرح می‌گردند:

**فرضیه اول پژوهش:** رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با رشد عایدات مورد انتظار تأثیر معنی‌داری دارد.

**فرضیه دوم پژوهش:** رفتار احساسی سرمایه‌گذاران با نرخ بازده مورد توقع تأثیر معنی‌داری دارد.

**فرضیه سوم پژوهش:** رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به همراه اطلاعات حسابداری با قیمت سهام تأثیر معنی‌داری دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی می‌باشد. همچنین براساس ماهیت مطالعه، از نوع توصیفی بوده و از نظر زمان نیز، جزء پژوهش‌های گذشته‌نگر می‌باشد. لازم به ذکر است این

پژوهش، از نظر کاربرد، جزء پژوهش‌های نتیجه‌گرا و از نظر نوع داده، جزء پژوهش‌های کمی و توصیفی-تحلیلی و از نوع همبستگی است. در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون چندمتغیره استفاده شده است. برای اینکه در مدل رگرسیون خطی، تخمین‌زن‌های حداقل مربعات معمولی ضرایب رگرسیون، بهترین تخمین‌زن‌های بدون تورش خطی باشند، از آزمون‌های مربوط به مفروضات این مدل استفاده شده است. در این پژوهش جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزارهای Excell و Eviews 8 استفاده شده است. همچنین در این پژوهش، برای گردآوری داده‌های پژوهش از بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق بهادار تهران، بانک‌های اطلاعاتی نرم افزارهای تدبیر پرداز و ره آورد نوین و همچنین صورت‌های مالی شرکت‌های بورسی استفاده شده است.

### جامعه آماری و قلمرو نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری پژوهش شامل تمامی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به علت گستردگی جامعه آماری و دشواری‌های خاص حاصل از آن و همچنین وجود برخی ناهماهنگی‌ها میان اعضای جامعه آماری در ارتباط با داده‌های موردنیاز پژوهش، شرایط زیر برای انتخاب نمونه آماری قرار داده شده و به نوعی نمونه آماری پژوهش به روش حذف سیستماتیک، با توجه به موارد زیر، انتخاب شده است:

۱. سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد. ۲. تا پایان سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند. ۳. طی قلمرو زمانی پژوهش، هیچ گونه توقف فعالیت نداشته و دوره مالی خود را تغییر نداده باشند. ۴. معاملات سهام آن‌ها به طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته باشد و توقف معاملاتی بیش از یک ماه نداشته باشند. ۵. کلیه داده‌های مورد نیاز از شرکت‌ها برای پژوهش حاضر در دسترس باشد. ۶. جزء شرکت‌های بیمه و سرمایه‌گذاری (هلدینگ) نباشند.

پس از اعمال این شرایط، نمونه آماری پژوهش شامل ۱۰۳ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شده است. از آن جا که هر شرکت در طی قلمرو زمانی پژوهش سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۳ دارای ۶ مجموعه اطلاعات مالی قابل استخراج از صورت‌های مالی است، بنابراین

تعداد کل مشاهدات برابر با ۶۱۸ سال/شرکت است. در نگاره ۱ روند انتخاب نمونه آماری پژوهش از جامعه آماری، مشخص شده است.

### نگاره (۱): روند انتخاب نمونه آماری پژوهش

ردیف	توصیف روند انتخاب نمونه آماری پژوهش	تعداد
۱	کلیه شرکت‌های فعال در بورس تا تاریخ ۱۳۹۳/۱۲/۲۹	۵۲۰
۲	شرکت‌هایی که طی دوره تحقیق در حالت تعلیق بوده و یا از بورس خارج شده‌اند.	(۱۲۴)
۳	شرکت‌هایی که تا پایان سال ۱۳۸۷ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته نشده‌اند.	(۸)
۴	شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به ۲۹ اسفند ختم نمی‌شود و یا تغییر سال مالی داده‌اند.	(۱۳۴)
۵	شرکت‌های واسطه‌گری مالی (سرمایه‌گذاری، هلدینگ، لیزینگ و بیمه)	(۱۸)
۶	شرکت‌هایی که در طول دوره مورد بررسی توقف معاملاتی بیش از یک ماه داشته‌اند.	(۵۹)
۷	شرکت‌هایی که در جهت جمع‌آوری داده‌های پژوهش به نوعی دارای محدودیت داشته‌اند.	(۷۴)
۹	کل نمونه آماری قابل‌آزمون با در نظر گرفتن پیش‌فرض‌ها	۱۰۳

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

### شاخص رفتار احساسی سرمایه‌گذاران

در مطالعات مختلف رویکردهای متفاوتی در جهت جمع‌آوری نماینده‌هایی برای رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، بکار گرفته شده است، که در میان آن‌ها چند مطالعه از شاخص‌های ضمنی<sup>۱۳</sup> برای متغیر مذکور استفاده کرده است. لی و همکاران (۱۹۹۱)، از نرخ‌های تنزیل صندوق‌های با سرمایه ثابت در جهت توصیف رفتار احساسی سرمایه‌گذاران استفاده کرده‌اند. همچنین اشمینگ (۲۰۰۹) پیشنهاد داد که شاخص اعتماد مشتری<sup>۱۴</sup> نیز می‌تواند به عنوان یک معیار رفتار احساسات بازار استفاده شود. دیگر مطالعات، رفتار احساسی را بر مبنای شاخص‌های مشخصی<sup>۱۵</sup> اندازه‌گیری کردند. برای مثال، براون و کلیف (۲۰۰۴)، از اطلاعاتی همچون روند دیدگاه سرمایه‌گذاران و واکنش نسبت به اخبار، به جهت اندازه‌گیری مستقیم احساسات سرمایه‌گذاران، استفاده کردند. همچنین، بیکر و وارگلر (۲۰۰۶)، ۶ معیار از مطالعات قبلی را انتخاب کردند و آن معیارها را به چندین متغیر اقتصاد کلان تقسیم کرده تا مولفه‌های غیرمنطقی را استخراج کنند. سپس، آن‌ها یک امتیاز احساسات ترکیبی از ۶ پسماند با استفاده



از تحلیل مولفه اصلی<sup>۱۶</sup> ایجاد کردند. به علت این که روش بیکر و وارگلر (۲۰۰۶) چندین منبع اطلاعاتی مرتبط با احساسات سرمایه‌گذاران را در نظر می‌گیرد، این روش به طور گسترده در ادبیات پژوهش‌های تجربی استفاده می‌شود (استمباق و همکاران، ۲۰۱۲). در این پژوهش نیز برای شاخص رفتار احساسی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران از روش بیکر و وارگلر (۲۰۰۶) استفاده شده است. از این رو، احساسات می‌تواند توسط ارزش شاخص احساسات در ابتدای سال جاری (پایان سال قبل) نشان داده شود. در میان نماینده‌هایی از رفتار احساسی در پژوهش بیکر و وارگلر (۲۰۰۶) نرخ تنزیل صندوق‌های با سرمایه ثابت، نرخ گردش (حجم معاملات) بازار و میانگین بازده‌های اولین روز عرضه اولیه استفاده شده است. البته همان طور که در بخش پیشینه پژوهش به آن اشاره شده است، ژو و نیو (۲۰۱۶) نیز در پژوهش خود از روش بیکر و وارگلر (۲۰۰۶) استفاده نموده‌اند. این معیارها به متغیرهای کلان اقتصادی همچون ارزش افزوده صنعت، شاخص کلان اقتصادی، شاخص قیمت مشتری و عرضه پول تقسیم شده است تا تأثیر اقتصاد کلان کاهش داده شود و عنصر "غیرمنطقی" این معیارها بدست آورده شود.

### نرخ بازده مورد توقع و رشد عایدات مورد انتظار

مطالعات قبلی در جهت محاسبه نرخ بازده مورد توقع، به طور مستقیم از نرخ تحقق یافته بازده استفاده کرده‌اند؛ هر چند، اوگنوا (۲۰۱۲) بیان کرد که نرخ تحقق یافته واقعی بازده نماینده مناسب برای نرخ بازده پیش بینی شده مورد توقع نیست، مخصوصاً وقتی که یک جریان نقدی سهام به وجود آید؛ زیرا با توجه به پژوهش چن (۲۰۱۱)، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران می‌تواند هم به جریان نقدی مورد انتظار و هم در ریسک مورد انتظار تأثیر بگذارد. لذا، در این پژوهش از بهای سرمایه‌گذاری ضمنی استفاده شده است تا نرخ بازده مورد توقع اندازه‌گیری شود. به جهت افزایش پایایی محاسبات، نماینده مذکور با استفاده از میانگین ۴ بهای سرمایه‌گذاری ضمنی محاسبه شده توسط PEG<sup>۱۷</sup> (نسبت قیمت به عایدات تقسیم بر نرخ رشد عایدات؛ ایستون، ۲۰۰۴)، GGM<sup>۱۸</sup> (مدل رشد گوردون؛ گوردون و گوردون، ۱۹۹۷)، CT<sup>۱۹</sup> (کلاس و توماس، ۲۰۰۱) و OJN<sup>۲۰</sup> (اولسان و جیتنر-ناروت، ۲۰۰۵)، بدست آورده شده است (سان و همکاران، ۲۰۱۲). همچنین، در این پژوهش رشد عایدات مورد انتظار با استفاده

از تفاوت بین میانگین عایدات پیش بینی شده هر سهم و عایدی تحقق یافته هر سهم تقسیم بر ارزش مطلق عایدات تحقق یافته هر سهم سال قبل محاسبه شده است (ژو و نیو، ۲۰۱۶). همچنین لازم به ذکر است که متغیرهای پژوهش به شرح نگاره ۲ اندازه گیری شده‌اند.

### نگاره (۲): معرفی متغیرهای پژوهش

ردیف	متغیر	معادل فارسی متغیر	توصیف
۱	SENT	شاخص رفتار احساسی سرمایه‌گذار	برای شاخص رفتار احساسی سرمایه‌گذاران ۳ معیار انتخاب شده است و آن‌ها را به ۴ متغیر کلان اقتصادی طبقه بندی و SENT با استفاده از اولین مولفه اصلی این پسماندها محاسبه شده است.
۲	RRR	نرخ بازده مورد توقع	نرخ بازده مورد توقع با استفاده از میانگین بهای ضمنی سرمایه بر مبنای ۴ روش CT، GGM، PEG و OJN محاسبه شده است.
۳	EEG	رشد عایدات مورد انتظار	رشد عایدات مورد انتظار از طریق تفاوت بین میانگین عایدات پیش بینی شده هر سهم و عایدی تحقق یافته هر سهم تقسیم بر ارزش مطلق عایدات تحقق یافته هر سهم سال قبل می‌باشد.
۴	PRC	قیمت سهام در سال مالی t	قیمت سهام در سال مالی t از طریق قیمت پایانی سهم در پایان سال مالی می‌باشد.
۵	EPS	عایدات هر سهم در سال مالی t	عایدی هر سهم در سال مالی t
۶	R <sub>f</sub>	نرخ بازده بدون ریسک	نرخ بازده بدون ریسک از طریق نرخ سپرده یک ساله بانکی اندازه گیری شده است.
۷	VOL	نوسان عایدات	نوسان عایدات با استفاده از خطای استاندارد (EPS) پیش بینی شده سال جاری و استاندارد شده از طریق ارزش میانگین آن‌ها می‌باشد.
۸	LMV	اندازه شرکت	اندازه شرکت از طریق لگاریتم ارزش بازار شرکت اندازه گیری شده است.
۹	BETA	بتای بازار	بتا بازار از طریق بازده‌های بازار روزانه سال قبل بر مبنای مدل قیمت گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM)، بدست آمده است.

ردیف	متغیر	معادل فارسی متغیر	توصیف
۱۰	B/M	نسبت ارزش دفتری به بازار	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار است.
۱۱	MOM	عامل مومنتوم	عامل حرکت آنی (مومنتوم) یا به عبارتی بازده‌های برندگان خرید و بازندگان فروش، که با استفاده از بازده انباشته ماهانه سال قبل محاسبه شده است.
۱۲	LEV	اهرم	درجه اهرم که با استفاده از نسبت بدهی به دارایی‌ها در پایان سال قبل اندازه‌گیری شده است.
۱۳	DPR	نسبت پرداخت سود سهام	نسبت پرداخت سود سهام <sup>۱۱</sup> که برابر با سود پرداختی هر سهم تقسیم بر عایدات هر سهم است. (DPR = DPS/ EPS).

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## مدل‌های پژوهش

### مکانیزم تأثیر اطلاعات حسابداری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران

مطالعات مختلفی اطلاعات حسابداری را به جهت پیش‌بینی قیمت سهام مفید دانسته‌اند. اولسان (۱۹۹۵)، مدل ارزیابی درآمد پسماند را ارائه کرد و یک ارتباط بین اطلاعات حسابداری و سهام را ایجاد کرد.

$$P_t = Y_t + \omega / (R_f - \omega) \cdot \bar{V}_t + \alpha \cdot V_t \quad (1)$$

که  $P_t$  قیمت سهام، ارزش خالص دارایی هر سهم،  $\bar{V}_t$  عایدات مازاد موردانتظار هر سهم،  $V_t$  نشان دهنده اطلاعات دیگر بازار،  $R_f$  نرخ بازده بدون ریسک، و  $\omega$  نرخ رشد است. به علت این که اندازه‌گیری عایدات مازاد مورد انتظار مشکل است، در این پژوهش تلاش شده است  $\bar{V}_t$ ، با عایدات حسابداری بر مبنای روش ارائه شده توسط چن (۲۰۱۱) جایگزین شود. بنابراین، معادله (۱) می‌تواند به صورت زیر نوشته شود.

$$P_t = \left( \frac{RRR - RRR\omega}{RRR - \omega} \right) Y_t + \left( \frac{RRR\omega}{RRR - \omega} \right) X_t + \left( \frac{\omega - RRR\omega}{RRR - \omega} \right) d_t + \alpha V_t \quad (2)$$

به طوری که،  $X_t$  عایدات هر سهم،  $d_t$  سود پرداختی هر سهم و  $(RRR)$  نیز بیانگر نرخ بازده مورد توقع است.

همان طور که در مطالعات قبلی و مبانی نظری پژوهش حاضر در رابطه با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بیان شده است، احساسات سرمایه‌گذاران بر هر دو رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع تأثیر می‌گذارد؛ سپس، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران می‌تواند از طریق تأثیر آن بر روی ضرایب معادله (۲)، بر قیمت سهام تأثیر بگذارد.

### رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و مکانیزم تأثیر آن بر روی قیمت سهام

تحت چارچوب ایجاد شده بر مبنای مدل ارزیابی درآمد پسماند، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران می‌تواند از طریق رشد عایدات مورد انتظار ( $\omega$ ) و نرخ بازده مورد توقع ( $RRR$ )، بر قیمت سهام تأثیر بگذارد. در این پژوهش، بر اساس یک مدل تجربی به بررسی این موضوع پرداخته شده است که آیا رفتار احساسی بر دو مورد مذکور ( $\omega$  و  $RRR$ ) به طور معنی‌داری تأثیر می‌گذارد یا خیر. به جهت بررسی تأثیر نامتقارن رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، اگر شاخص رفتار احساسی بالاتر از میانه باشد، دوره خوش بینی است و به ارزش یک در نظر گرفته می‌شود و در غیر این صورت ارزش آن صفر می‌باشد. در نتیجه تقابل شاخص رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و دوره خوش بینی، درون مدل این پژوهش در نظر گرفته شده است. همچنین، به علت این که نوسان عایدات بالاتر ممکن است ارزشیابی سهام را دچار مشکل کند و بیکر و وارگلر (۲۰۰۶، ۲۰۰۷)، نیز نشان دادند سهم‌هایی که به جهت ارزشگذاری مشکل است، تمایل به حساسیت بیشتری نسبت به احساسات سرمایه‌گذاران دارد؛ لذا تأثیر رفتار احساسی ممکن است به نوسانات عایدات سهام بستگی داشته باشند. از این رو، نوسان عایدات و تقابل آن با رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده است. مدل‌های این قسمت از پژوهش می‌توانند به صورت زیر توصیف شوند:

$$\gamma_0 + \gamma_1 \cdot VOL_{i,t} + \gamma_2 \cdot SENT_{t-1} + \gamma_3 \cdot SENT_{t-1} \times High_{t-1} + \gamma_4 \cdot SENT_{t-1} \times VOL_{i,t} + \eta_{i,t} + \epsilon_j \quad (3)$$

$$\lambda_0 + \lambda_1 \cdot VOL_{i,t} + \lambda_2 \cdot SENT_{t-1} + \lambda_3 \cdot SENT_{t-1} \times High_{t-1} + \lambda_4 \cdot SENT_{t-1} \times VOL_{i,t} + \xi_{i,t} + \epsilon_j \quad (4)$$

به طوری که  $VOL_{it}$  نوسان عایدات و  $CV_{it}$  یک مجموعه از متغیرهای کنترلی را نشان می‌دهد که شامل اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به بازار،  $\beta$  بازار، اهرم، نسبت پرداخت سود سهام، عامل حرکت آنی (مومنتوم) و نرخ بازده بدون ریسک است. لازم به ذکر است معادله (۳) می‌تواند در جهت آزمون تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر رشد عایدات مورد انتظار استفاده شود. به علت این که هر چه سرمایه‌گذاران خوش بین تر باشند، موجب افزایش احساسات و در نتیجه خرید بیشتر می‌شود، در نتیجه می‌توان انتظار داشت که رفتار احساسی بالاتر سرمایه‌گذار، موجب افزایش انتظار رشد عایدات می‌شود (ژو و نیو، ۲۰۱۶). به همین صورت، تأثیر رفتار احساسی بر روی نرخ بازده مورد توقع می‌تواند از طریق معادله (۴)، آزمون شود. به جهت آزمون تفاوت مقطعی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران،  $VOL_{it}$  و تقابل آن با احساسات، در معادله (۴) در نظر گرفته شده است. به طور مشابه، تقابل رفتار احساسی سرمایه‌گذاران (SENT) و احساسات خوش بینی (Hight) را به جهت بررسی تأثیر عدم تقارن رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر روی نرخ بازده مورد توقع در نظر گرفته شده است. همچنین احساسات بالا ممکن است منجر به یک "مقدار ریسک" پایین تر اما "قیمت ریسک" بالاتر شود.

#### مدل تجربی برای تأثیر اطلاعات حسابداری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران

مدل ارزیابی که از طریق معادله (۲) ارائه شده است، نشان دهنده این است که قیمت سهام می‌تواند از طریق متغیرهای حسابداری همچون ارزش خالص دارایی و عایدات هر سهم توضیح داده شود. همچنین لازم به ذکر است چنانچه احساسات بر رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع تأثیر گذارد، می‌توان استنباط کرد که آن به همراه اطلاعات حسابداری، از طریق تأثیر بر ضرایب در معادله (۲)،  $(RRR - \omega) / (RRR - RRR)$ ،  $(RRR - \omega) / (RRR - \omega)$  و  $(RRR - \omega) / (RRR - \omega)$ ، بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد. از این رو، می‌توان تأثیر مشترک اطلاعات حسابداری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام را از طریق معادله (۵) آزمون کرد:

$$PRC_{i,t} = \tau_0 + \tau_1 \cdot SENT_{t-1} + \tau_2 \cdot SENT_{t-1} \times High_{t-1} + \tau_3 \cdot BV_{i,t} + \tau_4 \cdot BV_{i,t} \times SENT_{t-1} + \tau_5 \cdot EPS_{i,t} + \tau_6 \cdot EPS_{i,t} \times SENT_{t-1} + \varepsilon_j \quad (5)$$

به طوری که در معادله (۳)،  $BV_{it}$  ارزش خالص دارایی هر سهم و  $EPS_{it}$  عایدات هر سهم می‌باشد.

همان طور که احساسات سرمایه‌گذاران ممکن است بر رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع، در طول دوره‌های خوش بین و بدبین به طور متفاوت، تأثیر بگذارد، می‌توان حدس زد که احساسات یک تأثیر نامتقارن بر روی قیمت سهام دارد. در جهت بررسی تأثیر عدم اطمینان اطلاعاتی نیز نمونه پژوهش به ۴ گروه مطابق با عدم اطمینان عایدات، تقسیم شده است، که از طریق انحراف استاندارد سود هر سهم پیش بینی شده در کل سال مالی جاری ارائه شده است. سپس رگرسیون معادله (۵)، برای هر گروه پیاده شده است؛ در نتیجه، تأثیر تعدیل کننده عدم اطمینان حسابداری را می‌توان از طریق مقایسه نتایج تخمین زده شده هر مورد بررسی کرد.

### یافته‌های پژوهش

در این بخش در جهت تجزیه و تحلیل داده‌های گردآوری شده ابتدا از آمار توصیفی و سپس از آمار استنباطی استفاده شده است. در ادامه به بررسی موارد مذکور پرداخته شده است.

### آمارهای توصیفی

در نگاره ۳، خلاصه آماری مربوط به متغیرهای اصلی پژوهش گزارش شده است. همان طور که مشخص است میانگین نرخ بازده مورد توقع<sup>۲۴</sup> ( $RRR$ )، برابر با (۰.۳۸۰۵۰۵)، می‌باشد، که این مقدار میانگین از مقدار میانه اش (۰.۳۲۰۵۹۲) بیشتر است. علاوه بر این، نرخ رشد عایدات مورد انتظار<sup>۲۵</sup> ( $EEG$ ) نیز مقدار میانگین آن برابر با عدد (۰.۷۶۵۰۳۶)، می‌باشد، که این مقدار میانگین نیز از مقدار میانه اش (۰.۵۶۳۰۴۲) بیشتر است؛ لذا هر دو متغیر مذکور چولگی به سمت راست دارند. بقیه اطلاعات در نگاره (۳) مشخص است.

## نگاره (۳): توصیف آماری متغیرهای پژوهش

متغیر	معادل فارسی متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	میانۀ	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
RRR <sub>i,t</sub>	نرخ بازده مورد توقع	۶۱۸	۰/۳۸۰۵۰۵	۰/۳۲۰۵۹۲	۰/۲۳۴۸۷	۰/۷۱۲۴۳۲	۲/۴۹۴۸۲۳
EEG <sub>i,t</sub>	رشد عایدات موردانتظار	۶۱۸	۰/۷۶۵۰۳۶	۰/۵۶۳۰۴۲	۰/۶۶۳۳۶۸	۱/۷۰۲۰۹۷	۵/۸۷۵۱۲۶
PRC <sub>i,t</sub>	قیمت سهام	۶۱۸	۱۳۲۴/۴۵۱	۱۱۵۵/۰۴۴	۴۷۸/۵۷۰۱	۱/۶۵۰۱۴	۶/۳۲۳۶۰۸
VOL <sub>i,t</sub>	نوسان عایدات	۶۱۸	۱/۵۵۱۴۲۵	۱/۵۳۱۷۰۵	۰/۵۷۷۱۲۷	۱/۳۲۵۷۸۴	۷/۱۹۰۳۴۹
BV <sub>i,t</sub>	ارزش دفتری	۶۱۸	۲/۰۷۲۷۸۵	۱/۵۴۷۱۷	۱/۵۴۹۹۱۴	۰/۸۹۳۱۳۶	۲/۷۷۰۵۹۲
EPS <sub>i,t</sub>	عایدات هر سهم	۶۱۸	۰/۳۴۵۲۶۲	۰/۲۵۷۶۶	۰/۲۵۸۳۱۹	۰/۹۰۳۱۳۶	۲/۷۷۰۵۸۲
DPR <sub>i,t</sub>	نسبت پرداخت سود سهام	۶۱۸	۰/۳۸۶۴۹۸	۰/۲۷۲۵۲۵	۰/۲۴۸۸۶	۱/۰۴۱۳۶۳	۳/۱۵۸۴۳۶
LMV <sub>i,t</sub>	اندازه شرکت	۶۱۸	۶/۴۲۸۱۴۵	۶/۵۲۵۱	۲/۰۲۹۷۵۵	۰/۱۳۲۳۴۶	۳/۹۸۰۵۶۹
LEV <sub>i,t</sub>	اهرم	۶۱۸	۰/۴۱۳۷۳۲	۰/۳۸۲۱۰۵	۰/۲۲۳۷۱	۰/۴۳۴۳۶۲	۲/۰۶۹۵۰۲
BETA <sub>i,t</sub>	بنای بازار	۶۱۸	۰/۳۳۹۹۹۴	۰/۲۶۰۱۲۸	۰/۲۴۹۲۹۴	۰/۸۶۴۵۱۸	۲/۷۲۱۴۴۱
Bv/Mv <sub>i,t</sub>	ارزش دفتری/ارزش بازار	۶۱۸	۰/۲۶۷۰۶۸	۰/۱۷۲۲۰۱	۰/۲۲۵۲۲۱	۱/۳۱۵۵۱۱	۳/۹۴۰۳۶۲
MOM <sub>i,t</sub>	عامل مومنتوم	۶۱۸	۰/۱۳۰۹۵۲	۰/۰۵۳۸۰۱	۰/۲۰۶۹۱۷	۳/۰۴۷۹۹۹	۱۳/۰۰۲۳۸

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## آمار استنباطی

با استفاده از نماینده‌های تصمیمات احساسی که با استفاده از متغیرهای اقتصاد کلان به دست آمده است، می‌توان شاخص تصمیم احساسی را بر مبنای مولفه اول اصلی تشکیل داد. نتیجه شاخص به صورت زیر می‌باشد:

$$SENT_t = \beta_1 \times R_f + \beta_2 \times CCI_t + \beta_3 \times TURN_t + \beta_4 \times RIPO_t + \beta_5 \times TIPO_t$$

$$SENT_t = -0.484 \times R_f + 0.0898 \times CCI_t + 0.268 \times TURN_t + 0.567 \times RIPO_t + 0.5178 \times TIPO_t$$

به طوری که در فرمول فوق، ( $R_f$ ) نرخ بازده بدون ریسک، ( ) شاخص اعتماد مصرف‌کننده، ( ) نرخ گردش (حجم معاملات) بازار، ( ) و ( )، بیانگر میانگین بازده اولین روز و میزان گردش مالی در اولین روزی است که عرضه عمومی اولیه (IPO) سهام صورت گرفته است.

در این پژوهش آزمون‌های مرتبط با پایایی متغیرهای پژوهش، تعیین مدل مناسب (آزمون‌های F لیمر و هاسمن) جهت تخمین مدل رگرسیون و آزمون هم‌خطی متغیرهای مستقل صورت گرفته است. لازم به ذکر است، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، متغیرهای پژوهش پایا هستند و عدم هم‌خطی متغیرهای مستقل تأیید شد. همچنین، لازم به ذکر است، طبق آزمون F لیمر، جهت آزمون هر سه فرضیه پژوهش، از مدل ساختار ترکیبی پانل استفاده شده است و نتیجه آزمون‌ها سمن نیز در هر یک از بخش‌های بعدی، جهت آزمون فرضیه‌ها، توضیح داده شده است.

#### تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر روی رشد عایدات مورد انتظار (EEG)

همانطور که نتایج نگاره ۴ نشان می‌دهد، در این بخش از پژوهش به بررسی رابطه بین رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و رشد عایدات مورد انتظار سرمایه‌گذاران با استفاده از یک مدل دیتا پانل، پرداخته شده است. در ستون ۱ نگاره ۴ شاخص تصمیمات احساسی، عدم اطمینان عایدات و اثر متقابل آن‌ها به عنوان متغیرهای توضیحی در مدل گنجانده شده است. علاوه بر این، متغیرهای کنترلی خاصی، شامل نرخ بازده بدون ریسک، نسبت پرداخت سود سهام و اندازه شرکت، در ستون ۲ نشان داده شده است. همچنین، در این پژوهش برای بهتر نشان دادن اثر تعدیلی ارائه شده از طریق متغیر عدم اطمینان درآمد، به انجام مرتب‌سازی مشاهدات براساس نوسانات تاریخی عایدات پرداخته شده است و معیار نوسانات عایدی با رتبه بندی ۱ تا ۴ (به طوری که عدد ۱ بیانگر کوچکترین نوسان و ۴ بیانگر بزرگترین نوسان) جایگزین شده است و نتایج مربوط به آن نیز در ستون ۳ مربوط به نگاره ۴، گزارش شده است. همچنین، شایان ذکر است که در ستون ۱ الی ستون ۳، نیز ضریب و احتمال آزمون هاسمن ارائه شده است. به



طوری که نتایج این آزمون نشان می‌دهد که برای برآورد ضرایب مدل تجربی پژوهش بایستی از مدل ساختار ترکیبی دیتا پانل با اثرات ثابت استفاده شود.

**نگاره (۴): آزمون رگرسیون تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر روی رشد عایدات**

**مورد انتظار**

متغیرها	مدل (۱)			مدل (۲)			مدل (۳)		
	ضرایب	آماره t	p-value	ضرایب	آماره t	p-value	ضرایب	آماره t	p-value
C	۱/۲۳۵۳۲۸	۰	۰/۰۰۰	۱/۵۴۹۴۷	۷/۶۵	۰/۰۰۰	۱/۵۴۹۴۷	۷/۶۵	۰/۰۰۰
$VOL_{i,t}$	-۰/۱۴۶۳۴۶	-۲/۳۴۲۴	۰/۰۱۹	-۰/۱۲۲	-۱/۸۹	۰/۰۵۹	-۰/۱۲۱	-۱/۸۸۹	۰/۰۵۹
$SENT_{i,t}$	۰/۳۱۹۰۹۳	۳/۲۳۷۲۴	۰/۰۰۱	۰/۲۷	۲/۶۸	۰/۰۰۷	۰/۲۶۹۸۷	۲/۶۸۶۲۹	۰/۰۰۷
$SENT_{i,t} * High_{i,t}$	-۰/۱۲۲۳۶	۲/۳۰۲۹۶	۰/۰۲۱	-	-۲/۰۹	۰/۰۳۷	-	-۲/۰۹۵۱	۰/۰۳۶
$SENT_{i,t} * VOL_{i,t}$	۰/۴۶۴۲۴۳	۲/۱۵۰۴۲	۰/۰۳۱	۰/۲۱۶	۱/۹۲	۰/۰۵۵	۰/۴۱۳۹۵	۱/۹۲۰۲۷	۰/۰۵۵
$Rf_{i,t}$	-	-	-	-۰/۶۷۳	-	۰/۳۶۶	-	-	۰/۳۶۵
$DPR_{i,t}$	-	-	-	-۰/۱۰۴	-	۰/۳۳	-	-	۰/۳۲۹
$LMV_{i,t}$	-	-	-	-۰/۰۴۴	-	۰/۰۰۱	-	-	۰/۰۰۱
$BETA_{i,t}$	-	-	-	-۰/۱۰۶	-	۰/۳۴۶	-	-	۰/۳۴۶
$BM_{i,t}$	-	-	-	-	-	-	-	-	-
$MOM_{i,t}$	-	-	-	-	-	-	-	-	-
$LEV_{i,t}$	-	-	-	-	-	-	-	-	-
$R^2$	۰/۰۳۱۸۴۶			۰/۰۵۹			۰/۰۵۸۹۶۶		
$R^2$ adjusted	۰/۰۲۵۵۲۸			۰/۰۴۲			۰/۰۴۱۸۸۵		
Durbin-Watson stat	۱/۸۲۸۱۶۱			۱/۹۰۴			۱/۵۱۸۵۷۲		
(Hausman Test)	۲۱۸/۷۴۶۵۱			۱۹۵/۷۴۵۱۳			۱۸۹/۵۴۲۱۴		
Prob.	۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

همانطور که نتایج نگاره ۴، نشان می‌دهد، ضرایب مربوط به شاخص تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران از لحاظ آماری مثبت و معنی‌دار می‌باشد. لذا نتایج فوق نشان می‌دهد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران اثر مثبتی بر روی رشد عایدات مورد انتظار می‌گذارد؛ به عبارتی احساسات بالاتر سرمایه‌گذاران منجر به انتظارات خوش‌بینانه‌تر نسبت به رشد عایدات آتی می‌شود. لذا فرضیه اول پژوهش مورد پذیرش قرار می‌گیرد. با این حال، ضرایب تعاملی احساسات و متغیر مصنوعی دوره خوش‌بینی سرمایه‌گذاران منفی هستند. این موضوع نشان می‌دهد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، در طول دوران خوش‌بینانه، تأثیر ضعیف‌تری بر روی رشد عایدات مورد انتظار دارد. علاوه بر این، ضرایب مربوط به نوسانات عایدی نیز در ستون ۱ منفی و معنادار و در ستون‌های ۲ و ۳ منفی و نامعنا می‌باشند که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران تمایل دارند که پیش‌بینی‌های ضعیفی برای سهام با نوسان عایدی بالا بدهند. لازم به ذکر است که نتایج این بخش از پژوهش برخلاف نتایج پژوهش ژو و نیو (۲۰۱۶) می‌باشد، چرا که در نتایج ژو و نیو (۲۰۱۶) نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران تمایل دارند که پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه‌تری برای سهام با عدم اطمینان اطلاعات بالاتر بدهند. همچنین تقابل دو متغیر نوسان عایدات و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران در ستون ۱ مثبت معنادار ولی در ستون ۲ و ۳ مثبت و نامعنا می‌باشد، که نشانگر این است که سرمایه‌گذاران انتظار رشد عایدات آتی بالایی در طول دوران با نوسانات بالای عایدات دارند که این نتیجه برخلاف نتیجه بیکر و وارگلر (۲۰۰۶) می‌باشد، که پژوهش مذکور بیانگر مشکل بودن قیمت‌گذاری سهام در دوران با عدم اطمینان اطلاعاتی بالا است. نرخ بازده بدون ریسک، نسبت پرداخت سود سهام، بتای بازار رابطه منفی و نامعنایی با رشد عایدات مورد انتظار آتی سرمایه‌گذاران دارد و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، عامل حرکت آتی (مومنتوم) و اهرم شرکت با رشد عایدات مورد انتظار آتی سرمایه‌گذاران رابطه مثبت و نامعنایی دارد. همچنین لازم به ذکر است که اندازه شرکت با رشد عایدات مورد انتظار آتی رابطه منفی و معناداری دارد. به عبارت دیگر هر چه اندازه شرکت بزرگتر باشد سرمایه‌گذاران انتظار ضعیفی نسبت به عایدات آتی دارند.

### تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر روی نرخ بازده مورد توقع (RRR)

نگاره ۵ نتایج مربوط به آزمون رگرسیون با استفاده از نرخ بازده مورد توقع، به عنوان متغیر وابسته، را نشان می‌دهد. مشابه نگاره ۴، در نگاره ۵ نیز اقدام به اضافه کردن متغیرهای کنترلی در ستون ۲، شده است. علاوه بر این، برای بهتر نشان دادن اثر تعدیلی ارائه شده از طریق متغیر عدم اطمینان عایدات، به انجام مرتب سازی مشاهدات بر اساس نوسانات تاریخی عایدات مورد انتظار سرمایه‌گذاران پرداخته شده است؛ به طوری که این اقدام با رتبه بندی از ۱ تا ۴ (عدد ۱ بیانگر کمترین نوسان و عدد ۴ نیز بیانگر بیشترین نوسان) انجام شده است و نتایج مربوط به آن نیز در ستون ۳ نگاره ۵، گزارش شده است. همچنین، شایان ذکر است که در ستون ۱ الی ستون ۳، با توجه به ضریب و احتمال آزمون هاسمن در جهت برآورد ضرایب مدل تجربی پژوهش بایستی از مدل ساختار ترکیبی دیتا پانل با اثرات ثابت استفاده شود. همان طور که نتایج مربوط به آزمون رگرسیون در نگاره ۵، نشان داده شده است، ضرایب بیانگر آن است که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران پس از کنترل نمودن اثر متغیرهای کنترل، معنی دار نبوده است. در واقع این شواهد، نشان می‌دهد که تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر قابل توجهی بر نرخ بازده مورد توقع سرمایه‌گذاران نمی‌گذارد. لذا فرضیه دو پژوهش رد می‌شود. لازم به ذکر است نتیجه مذکور برخلاف نتیجه پژوهش ژو و نیو (۲۰۱۶) می‌باشد. با این حال، ضرایب تقابلی (High) \* (SENT)، که در مدل تجربی پژوهش در نظر گرفته شده است در تمام ستون‌ها مربوط به نگاره ۵، مثبت و نامعنا گزارش شده است و این موضوع را یادآوری می‌کند که احساسات بالاتر می‌تواند نرخ بازده مورد توقع سرمایه‌گذاران را در طول دوره خوش بینی افزایش بدهد ولی این رابطه ضعیف می‌باشد. علاوه بر این، هیچ شواهدی از اثر مستقیم و اثر تعدیل کننده عدم اطمینان اطلاعات در پژوهش حاضر وجود ندارد. چون ضرایب برآورد شده (Vol) و ضرایب تقابلی (Vol) \* (SENT)، در ستون‌های ۱ الی ۳، در نگاره ۵، معنی دار گزارش نشده است. همچنین، با توجه به متغیرهای کنترل، ضرایب برآورد شده در مدل تجربی پژوهش برای متغیرهای کنترلی پژوهش که شامل  $(Rf_{i,t})$ ،  $(DPR_{i,t})$ ،  $(LMV_{i,t})$ ،  $(BETA_{i,t})$ ،  $(BM_{i,t})$ ،  $(MOM_{i,t})$  و  $(LEV_{i,t})$  می‌باشند، هیچ یک از متغیرهای کنترلی، معنی دار نیستند.

نگاره (۵): آزمون رگرسیون تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر روی نرخ بازده مورد توقع

متغیرها	مدل (۱)			مدل (۲)			مدل (۳)		
	ضرایب	t آماره	p-value	ضرایب	t آماره	p-value	ضرایب	t آماره	p-value
C	۰/۴۰۳۳۴	۶	۰	۰/۵۳۴۸۷	۷/۱۳۸۸۹	۰	۰/۱۵۴۲	۷/۴۰	۰/۰۰۰
VOL <sub>it</sub>	۰/۰۰۹۲۴	۸	۰/۶۸۶۰	۰/۰۰۶۲۲	۰/۲۶۴۳۶	۰/۷۹۱	۰/۰۰۴	۰/۱۹	۰/۸۴۷
SENT <sub>it</sub>	۰/۰۴۱۹۴	۸	۰/۲۳۹	۰/۰۳۰۰۲	۰/۸۲۴۹۴	۰/۴۰۹	۰/۰۳۷	۰/۷۴	۰/۴۵۶
SENT <sub>it</sub> *High <sub>it</sub>	۰/۰۲۴۲۱	۸	۰/۱۹۵	۰/۰۲۶۹۷	۱/۴۳۵۹۶	۰/۱۵۱	۰/۰۳۶	۱/۳۶	۰/۱۷۲
SENT <sub>it</sub> *VOL <sub>it</sub>	۰/۰۱۱۲۳	۸	۰/۱۴۰	۰/۰۱۲۰۵	۰/۱۵۷۹۳	۰/۱۱۴	۰/۱۱	۱/۴۸	۰/۱۳۷
Rf <sub>it</sub>	-	-	-	۰/۴۲۶۶	۰/۵۶۰۷	۰/۱۱۹	۰/۵۰	۱/۸۶	۰/۰۶۲
DPR <sub>it</sub>	-	-	-	۰/۰۴۲۸	۰/۰۹۹۴	۰/۲۷۲	۰/۰۴	۱/۰۶	۰/۲۸۹
LMV <sub>it</sub>	-	-	-	۰/۰۰۶۱۷	۰/۱۶۹۸	۰/۲۴۲	۰/۰۰۶	۰/۲۸	۰/۱۹۹
BETA <sub>it</sub>	-	-	-	۰/۰۰۸۹۶	۰/۲۰۷۹۴	۰/۸۳۵	۰/۰۱۱	۰/۲۷	۰/۷۸۶
BM <sub>it</sub>	-	-	-	۰/۰۱۸۷۱	۰/۴۱۹۱۹	۰/۶۷۵	۰/۰۲۶	۰/۶۱	۰/۵۳۷
MOM <sub>it</sub>	-	-	-	۰/۰۰۵۹۶۵	۱/۱۳۴۰۴	۰/۲۵۷	۰/۰۵۱	۱/۰۶	۰/۲۹۰
LEV <sub>it</sub>	-	-	-	۰/۰۰۵۵۶۵	۱/۳۳۴۷۰	۰/۱۸۲	۰/۰۴۸	۱/۱۲	۰/۲۶۰
R <sup>2</sup>	۰/۰۲۶۵۲۱			۰/۰۳۹۰۷۴				۰/۰۲۰	
adjusted R <sup>2</sup>	۰/۰۱۸۵۵۵			۰/۰۱۹۹۸۳				۰/۰۰۲	
Durbin-Watson stat	۱/۹۹۳۹۵۸			۱/۹۹۷۱۱۶				۱/۷۱۷	
(Hausman Test) Prob.	۱۷۴/۲۱۳۴			۱۸۸/۴۶۳۲				۲۶۳/۴۶۵۱	
	۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰				۰/۰۰۰۰	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### تأثیر مشترک اطلاعات حسابداری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران

در این قسمت با توجه به نوسانات عایدات، نتایج به ۴ گروه (ستون ۱ بیانگر گروه با حداقل دامنه نوسان و ستون ۴ بیانگر با حداکثر دامنه نوسانات است) تقسیم‌بندی شده است. همچنین، مجدداً، همه پارامترها در ستون (۱)، (۲)، (۳) و (۴) با استفاده از مدل ساختار ترکیبی دیتا پانل با اثرات ثابت (با توجه به نتیجه آزمون هاسمن) برآورد شده است. نگاره ۶ نشان می‌دهد که ضرایب SENT منفی و معنی‌دار می‌باشد؛ لذا این نتیجه نشان می‌دهد که هرچه احساسات سرمایه‌گذاران بالاتر رود تأثیر معکوسی بر قیمت سهام می‌گذارد (در نوسانات پایین عایدی)؛ ولی اگر نوسان عایدی بالا باشد رابطه مذکور مثبت و معنی‌دار می‌باشد. همچنین ضرایب تعاملی (SENT\*High) در ستون‌های (۱) و (۲) معنی‌دار نبوده است، اما در ستون (۳) مثبت و معنادار و در ستون (۴) ضرایب تعاملی مذکور منفی و معنادار می‌باشد؛ این موضوع بدین معناست که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران در دوران احساسات خوشبینانه، هنگامی که نوسانات عایدات بالا باشد بر روی قیمت سهام تأثیر می‌گذارد و هرچه نوسانات بالاتر باشد تأثیر معکوسی روی قیمت سهام دارد. نتیجه مذکور با جداول ۴ و ۵ مطابقت دارد. زیرا در نگاره ۴ رفتار احساسی سرمایه‌گذاران در دوران احساسات خوشبینانه رابطه منفی معنی‌داری بار شد عایدات مورد انتظار دارد ولی در نگاره ۵ رابطه مثبت و نامعنایی با نرخ بازده مورد توقع سهامداران دارد و تلفیق این دو منجر به نتیجه ضرایب تعاملی (SENT\*High) در نگاره ۶ شده است. همچنین ضریب BV در ستون‌های ۱ الی ۳ رابطه مثبت و معناداری با قیمت سهام دارد ولی در ستون ۴ رابطه مثبت نامعنایی با قیمت سهام دارد؛ این نتیجه نشان می‌دهد که ارزش دفتری هر چه افزایش یابد باعث افزایش قیمت سهام می‌شود ولی اگر نوسانات عایدات خیلی بالا رود این رابطه ضعیف می‌شود. همچنین لازم به ذکر است که EPS با قیمت سهام رابطه معکوسی دارد، زیرا ممکن است هنگامی که عایدات، نوسان داشته باشد رابطه عایدی هر سهم با قیمت سهام معکوس شود؛ همچنین چنانچه عایدات نوسان خیلی زیادی داشته باشد (ستون ۴) رابطه عایدی هر سهم با قیمت سهام رابطه منفی و نامعنایی دارد. همچنین ضرایب (BV\*SENT) و (EPS\*SENT) در نوسانات عایدات بالا معنی‌دار گزارش شده است؛ به عبارتی، هنگامی که تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران به همراه ارزش دفتری شرکت بالا رود، در هنگام نوسان بالای عایدات، قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد و این رابطه تقابل برای عایدات

هر سهم برعکس می‌باشد. دلیل اینکه روابط تقابلی مذکور با روابط اطلاعات حسابداری (BV و EPS) هم راستا نمی‌باشد، ممکن است از این بابت باشد که میزان احساسات بالا در زمان نوسانات بالای عایدات، بر اطلاعات حسابداری غلبه می‌کند و بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد. با توجه به توضیحات مذکور، فرضیه سه پژوهش پذیرفته می‌شود (در نوسانات بالای عایدات). لازم به ذکر است نتیجه مذکور با نتیجه پژوهش ژو و نیو (۲۰۱۶) مطابقت ندارد.

**تکانه (۶): آزمون رگرسیون تأثیر مشترک اطلاعات حسابداری و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران**

متغیرها	مدل (۱)			مدل (۲)			مدل (۳)			مدل (۴)		
	ضرایب	آماره t	P-value	ضرایب	آماره t	P-value	ضرایب	آماره t	P-value	ضرایب	آماره t	P-value
C	۳/۱۰۱	۲۸۱/۳۴۹	۰/۰۰۰	۳/۱۰۰	۲۸۸/۱۱	۰/۰۰۰	۳/۰۹۷	۲۹۹/۴۶۴	۰/۰۰۰	۳/۹۴۹	۸۰/۹۷۳۰	۰/۰۰۰
SENT	۰/۳۶۷	۲/۰۰۷۹	۰/۰۰۴	-	-	۰/۰	۰/۴۰۱	۲/۱۸۳۶	۰/۰۰۲	۶/۵۵۲	۴۴/۱۷۵۱۰	۰/۰۰۰
SENT*High	۰/۰۵۷	۱/۹۶۱۱۱	۰/۰۰۵	۰/۰۵	۱/۹۴۸	۰/۰	۰/۰۶۳	۲/۱۴۸۹۹	۰/۰۰۳	۱/۰۴۵۷۳	۴۲/۶۴۰۰	۰/۰۰۰
BV	۰/۰۷۶	۲/۴۱۳۹۹	۰/۰۰۱	۰/۰۷	۲/۳۰۴	۰/۰	۰/۰۷۱	۲/۳۳۸۵۵	۰/۰۰۲	۰/۰۶۰۴۱۶	۰/۸۲۲۱۴	۰/۰۰۰
BV*SENT	۰/۰۲۲	۰/۶۰۴۹	۰/۰۵۴	۰/۰۲	۰/۰۶۵	۰/۰۱۶	۰/۰۳۳	۱/۷۴۱۱۲	۰/۰۰۸	۰/۱۷۷۲۱۲	۳/۸۷۸۶۱۵	۰/۰۰۰
EPS <sub>it</sub>	۰/۴۷۵	۲/۵۳۷۴	۰/۰۰۱	۰/۴۵	۲/۳۹۸	۰/۰	۰/۴۳۱	۲/۳۱۱۸۷	۰/۰۰۲	۰/۴۵۶۰۶	۱/۰۵۷۵۵	۰/۰۲۹
EPS*S <sub>ENT</sub>	۰/۱۹۳	۰/۹۲۴۴	۰/۰۳۵	۰/۱۹	۰/۹۰۸	۰/۰۳	۰/۱۶۰	۲/۰۲۶۳۸	۰/۰۰۴	۰/۸۶۸۰۰	۴/۴۷۱۵۲	۰/۰۰۰
R <sup>2</sup>	۰/۰۲۲۱۳۵			۰/۰۰۱۸			۰/۰۲۳۳۴۱			۰/۸۰۰۷۹۱		
R <sup>2</sup> adjusted	۰/۰۱۰۸۹۵			۰/۰۰۰۸			۰/۰۱۳۷۵۰			۰/۷۹۸۸۳۵		
Durbin-Watson stat	۱/۹۷۸۶۰۶			۱/۸۵۹			۱/۸۸۲۸۳۲			۱/۵۱۵۵۹۲		
Hausman Test	۱۷۷/۳۵۴۶۴			۲۱۴/۸۷۹۵۱			۲۵۳/۴۶۵۲۳۱			۱۸۵/۷۴۶۵۱		
Prob.	۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## بحث و نتیجه‌گیری

به طور کلی در این پژوهش به بررسی و تحلیل مکانیزم تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر روی قیمت سهام، بر مبنای چارچوب نظری توسعه یافته توسط اولسان (۱۹۹۵) و چن (۲۰۱۱) پرداخته شده است. به طوری که، در پژوهش حاضر با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی یک دوره ۶ ساله (۱۳۸۸-۱۳۹۳)، شاخص رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بدست آورده شده است و براساس آن داده‌ها و با استفاده از رابطه همبستگی نیز تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر چشم انداز رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع سرمایه‌گذاران مورد آزمون قرار گرفته است. در نهایت به بررسی تأثیر مشترک رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر روی قیمت سهام پرداخته شد و در این بررسی، تأثیر عدم تقارن رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و تأثیر متغیر تعدیل‌کننده عدم اطمینان اطلاعاتی مورد بررسی قرار گرفته شد. بنابراین، شواهد و نتایج تجربی پژوهش حاضر به طور کلی نشان می‌دهد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار را تغییر می‌دهد و سپس بر روی قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد. این نتیجه‌گیری با پژوهش‌های ژو و نیو (۲۰۱۶)، براون و کلیف (۲۰۰۴)، کرنل و همکاران (۲۰۱۴)، هریبار و مک اینیس (۲۰۱۲)، بیکر و وارگلر (۲۰۰۷)، بیکر و وارگلر (۲۰۰۶) سازگار می‌باشد که بیانگر تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام می‌باشد. لازم به ذکر است که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر نرخ بازده مورد توقع تأثیر معناداری ندارد و این نتیجه‌گیری با نتیجه پژوهش ژو و نیو (۲۰۱۶) مغایرت دارد که در پژوهش مذکور به ارتباط مثبت و معنادار بین تصمیم احساسی سرمایه‌گذاران و نرخ بازده مورد توقع اشاره دارد. همچنین، تأثیر عامل رفتار احساسی سرمایه‌گذاران در طول دوره بدبینی متفاوت از دوره احساسات نسبتاً بالا است. اطلاعات حسابداری نیز به همراه رفتار احساسی سرمایه‌گذاران در نوسانات بالای عایدات، قیمت سهام را توضیح می‌دهد. این نتیجه‌گیری نیز با نتیجه پژوهش ژو و نیو (۲۰۱۶) مطابقت ندارد. لازم به ذکر است، اطلاعات حسابداری که عدم اطمینانی پایین‌تری دارد با قیمت سهام رابطه معنادارتری دارد، همچنین رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر نامتقارنی بر روی قیمت سهام دارد و می‌بایست تأکید بیشتری بر روی سهم‌هایی شود که عدم اطمینان اطلاعاتی بالایی دارند.

در جهت پیشنهادات پژوهش، پیشنهاد می‌شود که سرمایه‌گذاران در هنگام سرمایه‌گذاری خود علاوه بر اطلاعات حسابداری به رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و نوسانات عایدات توجه لازم داشته باشند. همچنین پژوهشگران نیز در بررسی ارتباط بین اطلاعات حسابداری و قیمت سهام بایستی به رفتار احساسی سرمایه‌گذاران توجه لازم داشته باشند. در جهت پژوهش آتی نیز پیشنهاد می‌شود که در پژوهش‌های آتی به بررسی تأثیر عوامل مالی رفتاری و تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران بر روند تغییرات قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، با استفاده از روش‌های مختلف اندازه‌گیری رفتار احساسی سرمایه‌گذاران (به غیر از روش پژوهش حاضر) پرداخته شود و نتایج آن با نتایج پژوهش حاضر مورد مقایسه و بحث قرار بگیرد.

### پی‌نوشت

۱	Traditional finance	۲	Rational expectation hypothesis
۳	Value relevance	۴	Principle component method
۵	Percentage of cash flow	۶	Accounting surplus
۷	Earnings management of information asymmetric	۸	Noise trader risk
۹	Speculative investments	۱۰	Required rate of return (RRR)
۱۱	Stochastic Discount Factor	۱۲	Cross-section difference
۱۳	Implicit Indicators	۱۴	Consumer Confidence Index
۱۵	Explicit Indicators	۱۶	Principle Component analysis
۱۷	Price-Earnings Ratio divided by the Earnings Growth Rate (PEG)	۱۸	Gordon Growth Model (GGM)
۱۹	Claus and Thomas (CT)	۲۰	Ohlson and Juettner-Nauroth (OJN)
۲۱	Dividend payoff ratio	۲۲	Risk Amount
۲۳	Risk Price	۲۴	The Required Rate of Return (RRR)
۲۵	The Expected Earnings Growth (EEG)	۲۶	Im, Pesaran,Shin



## منابع

- اسلامی بیدگلی، غلامرضا؛ نبی زاده، احمد. (۱۳۸۸). بررسی اثر آخر هفته و مقایسه رفتار سرمایه گذاران حقیقی و نهادی در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۵-۱۳۸۱. *تحقیقات مالی*، ۲۱ (۲۸)، ۲۱-۳۴.
- حیدرپور، فرزانه؛ تاری وردی، یداله و مریم محرابی. (۱۳۹۲). تأثیر رفتارهای احساسی سرمایه گذاران بر بازده سهام. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۶ (۱۷).
- عسگری، مهدی؛ حاجی حسن معمار، احسان و مریم متین مطلق. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر رفتارهای احساسی سرمایه گذاران بر جریان نقد آزاد، اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۲. *دومین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های نوین در مدیریت، اقتصاد و حسابداری در سال ۱۳۹۴*.
- فیاضی، هادی؛ فدایی نژاد، محمد اسماعیل؛ رضایی، فرزین. (۱۳۹۳). رابطه میان شاخص واکنش رفتاری سرمایه گذاران با شاخص‌های بورس اوراق بهادار تهران. *کنفرانس بین‌المللی حسابداری، اقتصاد مدیریت مالی، تهران*.
- یوسفی، راحله؛ شهرآبادی، ابوالفضل. (۱۳۸۸). بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله مدیریت توسعه و تحول*، ۲، ۵۷-۶۴.
- Aboudy, D. , Hughes, J. , Liu, J. (2005). Earnings quality, insider trading and cost of capital. , 651-673.
- Andrade, E. (2005). Behavioral consequences of affect: combining evaluation and regulatory mechanisms. , 355-362.
- Baker, M. , Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. , 1645- 1680.
- Baker, M. , Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. , 129-151.
- Ball, R. , Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. , 159- 178.
- Barth, M. , Konchitchki, Y. , Landsman, W. (2013). Cost of capital and earnings transparency. , 206-224.
- Beaver, W. (1968). The information content of annual earnings announcements. , 67-92.
- Brown, G. , Cliff, M. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. , 1-27.
- Chan, L. , Jegadeesh, N. , Lakonishok, J. (1996). Momentum strategies. , 1681-1713.

- Chaney, P. , Lewis, C. (1995). Earnings management and firm valuation under asymmetric information. , 319–345.
- Chen, K. (2011). Investor sentiment and the valuation relevance of accounting information. Working Paper.
- Claus, J. , Thomas, J. (2001). Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. , 1629–1666.
- Core, J. , Guay, W. , Verdi, R. (2008). Is accruals quality a priced risk factor? , 2–22.
- Cornell, B. , Landsman, W. , Stubben, S. (2014). Accounting information, investor sentiment, and market pricing. SSRN Working paper.
- De Long, B. , Shleifer, A. , Summers, L. , Waldmann, R. (1990). Noise trader risk in financial markets. , 703–708.
- Easton, P. (2004). PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return on equity capital. , 73–95.
- Feltham, G. , Ohlson, J. (1999). Residual earnings valuation with risk and stochastic interest rates. , 165–183.
- Francis, J. , LaFond, R. , Olsson, P. , Schipper, K. (2005). The market pricing of accruals quality. , 295–327.
- Gordon, J. , Gordon, M. (1997). The finite horizon expected return model. , 52–61.
- Hribar, P. , McInnis, J. (2012). Investor sentiment and analysts earnings forecast errors. , 293–307.
- Isen, A. , Nygren, M. , Ashby, G. (1988). Influence of positive effect on the subjective utility of gains and losses: it is just not worth the risk. , 710–717.
- Kim, Taehyuk & Ha. Aejin. (2010). Investor Sentiment and Market Anomalies.
- Lee, C. , Shleifer, A. , Thaler, R. (1991). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. , 75– 109.
- Li, Feng. (2006). Do Stock Market Investors Understand the Risk Sentiment of Corporate Annual Reports? .
- Mei-Chen Lin. (2010). The Effects of Investor Sentiment on Returns and Idiosyncratic Risk in the Japanese Stock Market. , pp 29-43.
- Ogneva, M. (2012). Accrual quality, realized returns, and expected returns: the importance of controlling for cash flow shocks. , 1415–1444.

- Ohlson, J. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *CONTEMP.*, 661–687.
- Ohlson, J. A. , Juettner-Nauroth, B. E. (2005). Expected EPS and EPS growth as determinants of value. , 349–365.
- Rajgopal, S. , Venkatachalam, M. (2011). Financial reporting quality and idiosyncratic return volatility. , 1–20.
- Schmeling, M. (2009). Investor sentiment and stock returns: some international evidence. , 394–408.
- Shefrin, H. (2008). Risk and return in behavioral SDF-based asset pricing models.
- Stambaugh, R. , Yu, J. , Yuan, Y. (2012). The short of it: investor sentiment and anomalies. , 288–302.
- Sun, H. , Li, Z. , Chan, M. L. (2012). The applicability of the implied cost of capital: evidences from Chinese listed companies. , 87–93,144.
- Wang, Y. , Jian, X. , Li, L. (2010). Does fair value measurement model have value relevance? Empirical evidence from financial assets investigation. , 383–398.
- Wright, W. , Bower, G. (1992). Mood effects on subjective probability assessment. , 276–291.
- Zhu, B. Niu. F. (2016). Investor Sentiment, Accounting Information And Stock Price: Evidence From China,