



## Investigating the Effect of Moderating Managerial Ability on the Relationship between Investor Sentiment and Accounting Conservatism

**Yahya Kamyabi** 

\*Corresponding Author, Associate Prof., Department of Accounting, Faculty of Economics, University of Mazandaran, Babolsar, Iran. E-mail: y.kamyabi@umz.ac.ir

**Amir Javady Nia** 

Ph.D. Candidate, Department of Accounting, Faculty of Economics, University of Mazandaran, Babolsar, Iran. E-mail: a.javadinia@stu.umz.ac.ir

### Abstract

**Objective:** Accounting conservatism, as a factor that leads to the timely identification of bad news and the delay of good news, is able to control and to some extent reduce the investor sentiment. Therefore, it is expected that with the change in the level of the investor sentiment, the level of accounting conservatism will also change. However, the use of conservatism to control the investor sentiment under factors such as the efficiency of the management unit of the economic unit. In other words, management ability can moderate the relationship between investor sentiment and conservatism. Accordingly, this study aims to examine the moderating effect of management ability on the relationship between investor sentiment and accounting conservatism.

**Methods:** To achieve the purpose of the research, a statistical sample including 135 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the years 2014 to 2018 has been selected. And to test the hypothesis, combined data with ordinary least squares regression model have been used.

**Results:** The findings of this study show that there is a positive and significant relationship between investor sentiment and accounting conservatism. In other words, in periods when the stock market is associated with the investor sentiment, firms use conservative mechanisms. Accounting is done to deal with this behavioral process of investors. In addition, the research findings indicate that managerial ability does not play a moderating role in the relationship between investor sentiment and conservatism.

**Conclusion:** The results of the study show that when the investor sentiment intensifies, in order to prevent and reduce this behavioral bias, firms provide faster bad news and early identification of economic losses, as well as delay good news and more strict recognition of returns. To avoid future problems caused by investment feelings to some extent. In addition, the able manager uses accounting conservatism against investor sentiment to the same extent as other managers. In other words, management ability cannot affect the relationship between investor sentiment and accounting conservatism. Hence, our study extends the literature on the impact of management ability on the relationship between investor sentiment and accounting conservatism and the conclusions have important implications for the improvement of Iran's market efficiency.

**Keywords:** Managerial Ability, Accounting Conservatism, Investor Sentiment



**Citation:** Kamyabi, Yahya; Javady Nia, Amir (2021). Investigating the Effect of Moderating Managerial Ability on the Relationship between Investor Sentiment and Accounting Conservatism. *Accounting and Auditing Review*, 28(1), 102 – 134. (in Persian)

Accounting and Auditing Review, 2021, Vol. 28, No.1, pp. 102-134

DOI: 10.22059/acctgrev.2021.307335.1008411

Received: August 10, 2020; Accepted: February 03, 2021

Article Type: Research-based

© Faculty of Management, University of Tehran



## بررسی اثر تعدیل‌کننده توانایی مدیریت بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری

یحیی کامیابی

\* نویسنده مسئول، دانشیار، گروه حسابداری، دانشکده اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران. رایانامه: y.kamyabi@umz.ac.ir

امیر جوادی نیا

دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشکده اقتصادی و اداری، دانشگاه مازندران، بابلسر، ایران. رایانامه: a.javadinia@stu.umz.ac.ir

### چکیده

**هدف:** محافظه‌کاری حسابداری به‌عنوان عاملی که به شناسایی به‌موقع اخبار بد و به تأخیر انداختن اخبار خوب منجر می‌شود، قادر است احساسات سرمایه‌گذاران را کنترل کرده و تا حدی کاهش دهد. بنابراین، انتظار می‌رود با تغییر در میزان احساسات سرمایه‌گذاران، میزان محافظه‌کاری حسابداری نیز تغییر کند. با این حال، استفاده از محافظه‌کاری برای کنترل احساسات سرمایه‌گذاران به عواملی از جمله کارآمد بودن مجموعه مدیریتی واحد اقتصادی وابسته است. به عبارتی، توانایی مدیریت می‌تواند به تعدیل رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری منجر شود. بر این اساس، در این پژوهش سعی شده است تا اثر تعدیلی توانایی مدیریت بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری بررسی شود.

**روش:** برای دستیابی به هدف پژوهش، نمونه آماری شامل ۱۳۵ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ انتخاب شده و برای آزمون فرضیه، از داده‌های تلفیقی با مدل رگرسیونی حداقل مربعات معمولی استفاده شده است.

**یافته‌ها:** بر اساس یافته‌های این پژوهش، بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. به بیان دیگر، در دوره‌های زمانی که بازار سهام با احساسات سرمایه‌گذاران همراه است، بنگاه‌های اقتصادی، برای مقابله با این فرایند رفتاری سرمایه‌گذاران، به استفاده از سازوکارهای محافظه‌کاری حسابداری اقدام می‌کنند. افزون بر این، بر اساس یافته‌های پژوهش، توانایی مدیریت در رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری، نقش تعدیلی ایفا نمی‌کند.

**نتیجه‌گیری:** زمانی که احساسات سرمایه‌گذاران شدت می‌یابد، بنگاه‌های اقتصادی به‌منظور جلوگیری و کاهش این تورش رفتاری، به ارائه سریع‌تر اخبار بد و شناسایی زود هنگام ضررهای اقتصادی و همچنین به تأخیر انداختن اخبار خوب و شناسایی سخت‌گیرانه‌تر عایدات اقدام می‌کنند تا از مشکلات آتی که از احساسات سرمایه‌گذاری نشئت می‌گیرد تا حدی جلوگیری کنند. به علاوه، مدیر توانا نسبت به سایر مدیران، به یک میزان از محافظه‌کاری حسابداری در مقابل احساسات سرمایه‌گذاران استفاده می‌کند. به بیان دیگر، توانایی مدیریت، نمی‌تواند رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری را تحت تأثیر قرار دهد.

**کلیدواژه‌ها:** احساسات سرمایه‌گذاران، توانایی مدیریت، محافظه‌کاری حسابداری.

**استناد:** کامیابی، یحیی؛ جوادی نیا، امیر (۱۴۰۰). بررسی اثر تعدیل‌کننده توانایی مدیریت بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۸(۱)، ۱۰۲-۱۳۴.

بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۴۰۰، دوره ۲۸، شماره ۱، صص. ۱۰۲-۱۳۴

DOI: 10.22059/acctgrev.2021.307335.1008411

دریافت: ۱۳۹۹/۰۵/۲۰، پذیرش: ۱۳۹۹/۱۱/۱۵

نوع مقاله: علمی پژوهشی

© دانشکده مدیریت دانشگاه تهران

## مقدمه

یکی از مفروضات مهم و اساسی در تئوری‌های سنتی مالی، رفتار عقلایی سرمایه‌گذاران است. در واقع، فرض عقلایی بودن سرمایه‌گذاران یکی از پایه‌های اصلی دانش مالی کلاسیک است و تقریباً تمامی نظریه‌های مالی کلاسیک مانند نظریه پرتفوی، بازار کارای سرمایه، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای<sup>۱</sup>، تئوری نمایندگی و نظریه‌های فرعی منشعب از آنها، از این فرض متأثر است. اما واقعیت بیانگر شواهدی است که با ویژگی‌های عقلایی تعریف‌شده مالی کلاسیک به‌طور کامل انطباق ندارند یا از آن فاصله می‌گیرند. در واقع، اکثر افراد قبل از آنکه منطقی باشند، احساسی هستند. بسیاری از پژوهشگران در پژوهش‌های مختلف بیان کردند که افراد در عمل، رفتاری متفاوت از آنچه تئوری‌های مدرن مالی از عقل انسان ترسیم می‌کنند، نشان می‌دهند (فرناندز، پنا و بنجامین<sup>۲</sup>، ۲۰۰۹) و موجب بروز بسیاری از ناهنجاری‌هایی می‌شوند که نمی‌توان آنها را توضیح داد. این رفتار را استناد به حالت افراد یا مالی رفتاری<sup>۳</sup> می‌نامند. امور مالی رفتاری، فرض عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران را رد می‌کند و معتقد است که سرمایه‌گذاران تمایل دارند هنگام تصمیم‌گیری تحت تأثیر احساسات خود قرار بگیرند که این موضوع به تعصب و به‌کار نگرفتن منطقی در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری منجر می‌شود. به‌طور مثال، زمانی که بازار در حال رونق است، سرمایه‌گذاران تمایل دارند سهام را حتی به قیمت بالاتر از ارزش واقعی آن خریداری کنند. آنها در این حالت، به پذیرش ریسک بیشتری گرایش دارند که این موضوع حاکی از اعتماد به شرایط رونق بازار است، بنابراین احساسات سرمایه‌گذاران را می‌توان نگرش خوش‌بینانه یا بدبینانه در ارتباط با سهام و وضعیتی که باورهای سرمایه‌گذاران در خصوص ارزش آتی شرکت از اطلاعات آتی شرکت منحرف می‌شود، تعریف کرد (بیکر و ورگلر<sup>۴</sup>، ۲۰۰۶). احساسات سرمایه‌گذاران برای مدیریت و واحد اقتصادی، مشکلات بسیاری به وجود می‌آورد. در این شرایط محافظه‌کاری حسابداری، به‌عنوان یکی از ابزارهای مهم مدیریت در راستای کنترل احساسات سرمایه‌گذاران، نمود پیدا می‌کند.

حسابداران، سال‌هاست که از محافظه‌کاری حسابداری به‌عنوان یکی از اصول محدودکننده و انکارناپذیر در ارتقای کیفیت اطلاعات حسابداری، استفاده می‌کنند. تقاضا برای گزارشگری محافظه‌کارانه دال بر این ادعاست که محافظه‌کاری برای استفاده‌کنندگان گزارش‌های مالی شرکت سودمند است. نگاه خوشبینانه مدیران و مالکان به شرکت، به‌احتمال زیاد، در صورت‌های مالی منعکس می‌شود. در نتیجه، برای اینکه این نگاه خوش‌بینانه خنثی شود، بدبینی در حسابداری موضوعی ضروری است (جی، سبرت و ژانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۱۸). وجود رویه‌های محافظه‌کاری در گزارشگری مالی، در پاسخ به تقاضا برای این‌گونه اطلاعات در راستای حل مسائل نمایندگی شکل می‌گیرد، در واقع، رعایت محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌ها تا حدود زیادی مسائل نمایندگی را حل کرده و تعارض بین مدیر و مالک را کمتر می‌کند. واتس<sup>۶</sup> (۱۹۹۳) در رابطه با محافظه‌کاری حسابداری بیان می‌کند که جلوگیری از دعاوی در آینده علیه بنگاه اقتصادی و مدیریت، یکی از

1. Capital Asset Pricing Model
2. Fernandes, Pena & Benjamin
3. Behavioral finance
4. Baker and Wurgler
5. Ge, Seybert & Zhang
6. Watts

مهم‌ترین عوامل تقاضا برای محافظه‌کاری به شمار می‌رود. این، در حالی است که احساسات سرمایه‌گذاران ریسک‌داده‌خواهی علیه بنگاه اقتصادی و مدیریت را افزایش می‌دهد. از این رو، شرکت‌ها می‌توانند از محافظه‌کاری حسابداری برای کنترل احساسات سرمایه‌گذاران استفاده کنند.

بنابراین، انتظار می‌رود تغییر در احساسات سرمایه‌گذاران موجب تغییر در محافظه‌کاری شود، زیرا زمانی که در رابطه با یک شرکت احساسات خوش‌بینانه وجود داشته باشد، سازوکارهای محافظه‌کاری حسابداری با ارائه اخبار بد و به تعویق انداختن انتشار اخبار خوب، می‌توانند موجب تغییر روند یا کاهش سرعت افزایش قیمت سهام شوند. از دیدگاه دیگر، احساسات سرمایه‌گذاران تا حد بسیار زیادی ناشی از عدم شفافیت و عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با چشم‌انداز شرکت است که در این باره نیز از محافظه‌کاری به عنوان یک ابزار کارآمد استفاده می‌شود. در واقع، محافظه‌کاری اطلاعات نامتقارن در خصوص خالص ارزش‌داری‌ها بین شرکت و سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد (گاینگ<sup>۱</sup>، ۲۰۰۷).

با این حال، نوع اثر احساسات سرمایه‌گذاران بر واکنش مدیریت در حال حاضر مبهم است. به بیان دیگر، مشخص نیست مدیریت در زمانی که سرمایه‌گذاران تصمیم‌های خود را بر پایه احساسات قرار داده‌اند، سازوکارهای محافظه‌کاری حسابداری را تشدید می‌کند یا برعکس، محافظه‌کاری را کاهش می‌دهد. از سویی، اعتقاد بر این است که وجود احساسات سرمایه‌گذاران به عنوان یک متغیر تأثیرگذار محیطی موجب شود رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت افزایش یابد، زیرا در این دوره سرمایه‌گذاران به کیفیت اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی توجه کمتری دارند و روند پیگیری و پاسخ‌خواهی از مدیریت بسیار ضعیف‌تر از دوره‌های عادی است (امین، اشلمن و گو<sup>۲</sup>، ۲۰۲۰). از این رو، مدیران به انتشار اخبار خوب و جلوگیری از انتشار اخبار بد اقدام می‌کنند تا با افزایش قیمت سهام شرکت، منافع خود یا اشخاص وابسته به خود را حداکثر کنند. از سوی دیگر، بسیاری از پژوهشگران به این نتیجه رسیدند که احساسات سرمایه‌گذاران، ریسک‌دعای آتی را به شدت افزایش می‌دهد (جی و همکاران، ۲۰۱۸)، در واقع، سرمایه‌گذاران بعد از فروکش کردن احساسات، زمانی که شرایط به حالت عادی باز می‌گردد، به دنبال پاسخ‌خواهی با شدت بیشتری خواهند رفت تا شاید بخشی از ضررهای ناشی از تصمیم‌های احساسی خود را به افراد مختلف مانند مدیریت شرکت، حساب‌برسان، ناظران و... تحمیل کنند (گودامی، پیتمن و صفار<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴). از این رو، مدیریت در چنین شرایطی با دقت و محافظه‌کاری بیشتری به تهیه و انتشار اطلاعات مالی اقدام می‌کند تا از طرح دعوی در آینده علیه خود اجتناب کند.

میزان استفاده از محافظه‌کاری برای کنترل احساسات سرمایه‌گذاران، به عواملی از جمله کارآمد بودن مجموعه مدیریتی واحد اقتصادی وابسته است. توانایی یا استعداد مدیریت، به عنوان دارایی نامشهودی شناخته می‌شود که کارایی یک مدیر را نسبت به مدیران دیگر در تبدیل منابع واحد تجاری به درآمد را نشان می‌دهد (دمرجیان، لو و مک‌وی<sup>۴</sup>، ۲۰۱۲). جی و همکاران (۲۰۱۸) معتقدند، با توجه به این واقعیت که افزایش توانایی مدیریت موجب کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه و در نتیجه باعث افزایش کارایی بنگاه اقتصادی می‌شود، مدیران کارا و توانا برای استفاده از محافظه‌کاری

1. Qiang
2. Amin, Eshleman & Guo
3. Guedhami, Pittman & Saffar
4. Demerjian, Lev & McVay

در دوره تشدید احساسات سرمایه‌گذاران متفاوت از سایر مدیران عمل می‌کنند. از این رو، انتظار می‌رود توانایی مدیریت به‌عنوان معیاری از کارآمد بودن مدیریت بتواند بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری تأثیر بگذارد.

محافظه‌کاری حسابداری بر اساس نظریه مالی کلاسیک مانند نظریه نمایندگی و نظریه بازار سرمایه بررسی شد (آقاییک‌زاده، فروغی و دستگیر، ۱۳۹۶؛ هاشمی، امیری و احمدی، ۱۳۹۳ و صالحی، عباس‌زاده و احمدی، ۱۳۹۸)، اما رفتاری مبتنی بر نظریه مالی انجام نشد. علاوه بر این، تأثیر منفی احساسات سرمایه‌گذاران بر اقتصاد در مقیاس کشور و شرکت بررسی شد (ستایش و شمس‌الدینی، ۱۳۹۸؛ حیدر پور، تارپوردی و محرابی، ۱۳۹۲؛ شعری آناقیز، حساس یگانه، سدید و نره‌ئی، ۱۳۹۵ و بشیری منش و اورادی، ۱۳۹۸) و به واکنش مدیریت و سازوکارهای دفاعی ایشان در مقابل این تورش رفتاری سرمایه‌گذاران، توجه کمتری شده است، در حالی که در پژوهش حاضر، اثر توانایی مدیریت بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری بررسی شده که در پژوهش‌های پیشین بررسی نشده است.

یافته‌های این پژوهش می‌توانند با اهمیت تلقی شود، زیرا نشان می‌دهند مدیران از گزارش‌ها و اطلاعات حسابداری در راستای مقاصد غیر از گزارش‌دهی نیز استفاده می‌کنند که این موضوع بیانگر اهمیت اطلاعات حسابداری و همچنین تأثیرپذیری سرمایه‌گذاران از این اطلاعات است. افزون بر این، برخی از صاحب‌نظران همیشه از اختیاراتی که قانون‌گذاران حسابداری در راستای انتخاب رویه‌ها و روش‌های مجاز به مدیران داده‌اند، انتقاد کرده‌اند. این موضوع در حالی است که نتایج پژوهش حاضر بیانگر این است که مدیران از این آزادی عمل، نه‌تنها برای مقاصد فرصت‌طلبانه استفاده نمی‌کنند، بلکه از آن در راستای افزایش کارایی نیز بهره می‌برند. از سوی دیگر، بورس اوراق بهادار تهران جزء بازارهای نوظهور محسوب می‌شود که کارایی لازم و بیان‌شده توسط فاما را ندارد و تورش‌های رفتاری در این نوع بازارها در مقایسه با بازارهای توسعه‌یافته بیشتر است (جوزبرکند و پناهیان، ۱۳۹۹). از این رو، نیاز به انجام پژوهش در این حوزه از اهمیت خاصی برخوردار است. بنا بر مطالب بیان‌شده، هدف اصلی این پژوهش پاسخ به این پرسش است که آیا محافظه‌کاری حسابداری تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران تغییر می‌کند و همچنین آیا توانایی مدیریت به‌عنوان معیاری از کارآمدی مدیر، می‌تواند رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری را تحت تأثیر قرار دهد؟ در پژوهش حاضر، پس از بررسی مبانی نظری و پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش ارائه می‌شود. سپس، روش پژوهش مطرح می‌شود. در نهایت، یافته‌ها و نتیجه‌گیری پژوهش تجزیه و تحلیل شده و پژوهش با ارائه پیشنهادهایی به پایان می‌رسد.

## مبانی نظری

### احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری

احساسات سرمایه‌گذاران به‌طور کلی عبارت است از فضای رونق و رکود بی‌دلیل بازار. هنگامی که بازار در حالت رونق است، سرمایه‌گذاران مایل هستند سهام را حتی به قیمت بالاتر از ارزش واقعی خریداری کنند. آنها در این حالت، به پذیرش ریسک بیشتری گرایش دارند که حاکی از اعتماد به بازار و شرایط اقتصادی است. در این حالت انتظار آنها از بازار،

ادامه روند است و پیش‌بینی می‌کنند که قیمت‌ها باز هم افزایش خواهد یافت (کیم و ها<sup>۱</sup>، ۲۰۱۰). بنابراین احساسات سرمایه‌گذاران را می‌توان نگرش خوش‌بینانه یا بدبینانه در ارتباط با سهام و وضعیتی که باورهای آنها درباره ارزش آتی شرکت از اطلاعات آتی شرکت منحرف می‌شود، تعریف کرد (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۶).

احساسات سرمایه‌گذاران به ایجاد مشکلاتی نظیر افزایش بازده مقطعی (کاردان، ودیعی و ذالفقار آرانی، ۱۳۹۶)، کاهش بازده سهام در دوره‌های آتی، بی‌اعتمادی سرمایه‌گذار (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۶)، منحرف کردن ارزش بنیادی شرکت (لینگ، نارنجو و شیک<sup>۲</sup>، ۲۰۱۳ و انصاری، خورشیدی و شیرزاد، ۱۳۹۳) ایجاد فضای ناامن برای سرمایه‌گذاری، نبود ثبات نسبی در قیمت سهام، خروج سرمایه‌گذار و در نتیجه، افزایش ریسک دعوی علیه مدیران در سال‌های بعد منجر می‌شود (جی، سبرت و ژانگ<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸). در این حالت، مدیریت این انگیزه را نیز دارد تا برای حفظ جایگاه شغلی شرایطی را فراهم کند که این تورش رفتاری بین سرمایه‌گذاران به حداقل ممکن برسد. یکی از ابزارهایی که مدیریت را قادر می‌سازد تا از این تورش رفتاری سرمایه‌گذاران جلوگیری کند یا تا حدودی آن را کاهش دهد، محافظه‌کاری حسابداری است (جی و همکاران، ۲۰۱۲).

محافظه‌کاری حسابداری، یکی از اصول محدودکننده حسابداری است که از دیرباز به‌عنوان یکی از ویژگی‌های مهم صورت‌های مالی شناخته می‌شود. پژوهشگران و صاحب‌نظران، از محافظه‌کاری حسابداری تعاریف مختلفی ارائه دادند. برخی مانند واتس و زیمرمن<sup>۴</sup> (۱۹۸۶)، از محافظه‌کاری حسابداری به‌عنوان قاعده‌ای یاد می‌کنند که مبتنی بر آن، حسابداران باید کمترین مقدار را در میان مقادیر جایگزین احتمالی دارایی‌ها و بیشترین مقدار را در میان مقادیر جایگزین احتمالی بدهی‌ها گزارش کنند. به‌علاوه، شناسایی درآمد را باید تا زمان کسب اطمینان کامل از ورود جریان وجوه نقد مربوط به آن درآمد به تعویق انداخت. در حالی که، هزینه‌ها باید به‌محض تحمل شناسایی شوند و نباید شناسایی آنها را به تأخیر انداخت. برخی دیگر نیز تعاریفی شبیه به تعریف فلسهام و اولسون<sup>۵</sup> (۱۹۹۵) بیان می‌کنند. ایشان معتقدند محافظه‌کاری حسابداری یعنی «این انتظار که ارزش خالص دارایی‌های یک واحد اقتصادی در طولانی‌مدت کمتر از ارزش بازار آن باشد». به بیان دیگر، فرض بر این است که با اعمال محافظه‌کاری حسابداری، ارزش بازار دارایی‌های گزارش شده بیشتر از ارزش دفتری آنها خواهد بود (تیموری و صادقی<sup>۶</sup>، ۲۰۲۰). از این رو، محافظه‌کاری حسابداری را می‌توان به‌عنوان قاعده‌ای دانست که به کاهش میانگین انتظارات اشخاص از تحقق اهداف مبتنی بر اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی شرکت منجر می‌شود (ژانگ و لی<sup>۷</sup>، ۲۰۱۷). اگرچه این تعاریف مفید هستند، اما شرایط واقعی اقتصاد را در نظر نمی‌گیرند و بین انواع محافظه‌کاری حسابداری تفاوتی قائل نمی‌شوند. در نتیجه، اندازه‌گیری محافظه‌کاری را دشوار می‌سازند که به تناقض در نتایج پژوهش‌های مختلف ختم می‌شود. باسو<sup>۸</sup> (۱۹۹۷)، از محافظه‌کاری حسابداری

1. Kim & Ha
2. Ling, Naranjo & Scheick
3. Ge, Seybert, & Zhang
4. Watts & Zimmerman
5. Feltham & Ohlson
6. Teymouri & Sadeghi
7. Zhong & Li
8. Basu

تعریف جدیدی ارائه می‌دهد و این مشکل را برطرف می‌کند. وی محافظه‌کاری را الزام به داشتن درجه بالایی از اثبات و تأیید برای شناخت اخبار خوب مانند سود، در مقابل شناخت اخبار بد مانند زیان تعریف می‌کند. بر اساس این تعریف از محافظه‌کاری، خبر خوب به تدریج با گذشت زمان شناسایی می‌شود، در حالی که خبر بد در دوره فعلی بلافاصله شناسایی می‌شود. اعمال محافظه‌کاری مبتنی بر تعریف باسو (۱۹۹۷) را به اصطلاح محافظه‌کاری مشروط، محافظه‌کاری وابسته به اخبار یا محافظه‌کاری پس‌رویدادی می‌نامند. نوع دیگر محافظه‌کاری حسابداری، محافظه‌کاری پیش‌رویدادی است که محافظه‌کاری مستقل از اخبار و محافظه‌کاری نامشروط نیز نامیده می‌شود. بیور و رایان<sup>۱</sup> (۲۰۰۵)، این نوع محافظه‌کاری را ناشی از به‌کارگیری آن دسته از استانداردهای حسابداری دانستند که سود را به‌گونه‌ای مستقل از اخبار کاهش می‌دهند.

زمانی که درباره یک شرکت احساسات خوش‌بینانه وجود دارد، ارائه اخبار بد و به تعویق انداختن انتشار اخبار خوب می‌تواند موجب تغییر روند یا کاهش سرعت افزایش قیمت سهام شود. از دیدگاه دیگر، احساسات سرمایه‌گذاران تا حد بسیار زیادی ناشی از عدم شفافیت و عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با چشم‌انداز شرکت است. در این باره نیز از محافظه‌کاری به‌عنوان ابزاری کارآمد استفاده قرار می‌شود. در واقع، محافظه‌کاری اطلاعات نامتقارن درباره خالص ارزش دارایی‌ها بین شرکت و سرمایه‌گذاران را کاهش می‌دهد (گاینگ، ۲۰۰۷) که در این صورت می‌توان از محافظه‌کاری برای کاهش احساسات سرمایه‌گذاران استفاده کرد. زیرا شناخت به‌موقع ضررها باعث کاهش درآمد و دارایی بنگاه‌های اقتصادی می‌شود که به‌عنوان یک خبر بد قادر به کنترل و کاهش اثرهای ناشی از احساسات سرمایه‌گذاران خواهد بود. بر اساس پژوهش‌های گاینگ (۲۰۰۷)، اگر شرکت‌ها یا حساب‌برسان احتمال دهند که در آینده در معرض دعوی قرار بگیرند، به عمل محافظه‌کارانه بیشتری اقدام می‌کنند. واتس (۲۰۰۳) نیز با توجه به نتایج پژوهش‌های متعدد در رابطه با انگیزه‌های استفاده از محافظه‌کاری یکی از عوامل به‌کارگیری از محافظه‌کاری حسابداری را اجتناب مدیران از ریسک دادخواهی در آینده دانست. همچنین بلونک<sup>۲</sup> (۲۰۰۹) در حمایت از شواهد گاینگ (۲۰۰۷) بیان کرد که اجرای فرایند محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌ها هزینه‌های دعوی علیه ایشان را به میزان شایان توجهی کاهش می‌دهد. به گفته جی و همکاران (۲۰۱۲) نیز رابطه بین محافظه‌کاری و احساسات سرمایه‌گذاران در شرکت‌های بزرگ، به‌مراتب بیشتر از شرکت‌های کوچک‌تر است. این پژوهش‌ها، در راستای استفاده محافظه‌کاری برای کاهش نگرانی‌های ناشی از تحمیل هزینه‌های دعوی علیه شرکت‌ها و مدیران، شواهد قانع‌کننده‌ای ارائه می‌دهند. بنابر این مطالب، انتظار می‌رود محافظه‌کاری حسابداری با افزایش میزان احساسات سرمایه‌گذاران افزایش یابد.

با این حال، پژوهش‌های تجربی بسیاری نشان دادند که گروه‌های مختلف از جمله مدیران، حساب‌برسان، قانون‌گذاران و ... زمانی که احساسات سرمایه‌گذاران بر انگیزه شده است، بی‌مهاباتر عمل می‌کنند. عده‌ای از پژوهشگران معتقدند احساسات بالای سرمایه‌گذاران به‌عنوان یک متغیر تأثیرگذار محیطی موجب می‌شود رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت افزایش یابد، زیرا به باور امین و همکاران (۲۰۲۰)، در این دوره سرمایه‌گذاران به کیفیت اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی توجه کمتری دارند و روند پیگیری و پاسخ‌خواهی از مدیریت بسیار ضعیف‌تر از دوره‌های



عادی است. برگمن و روشیویدی<sup>۱</sup> (۲۰۰۸)، نشان دادند که مدیران هنگام بالا بودن احساسات سرمایه‌گذاران سود را خوش‌بینانه‌تر برآورد می‌کنند و پیش‌بینی آنها درباره سود آینده نیز خوش‌بینانه‌تر است. علاوه بر این، مدیران به افزایش داوطلبانه برای متورم ساختن سود در دوره‌های تشدید احساسات سرمایه‌گذاران، گرایش بیشتری دارند (براون، کریستنسن، الیوت و میگنتالر<sup>۲</sup>، ۲۰۱۲). به عقیده سیبرت و یانگ<sup>۳</sup> (۲۰۱۲)، مدیران از دوره‌های شدت احساسات سرمایه‌گذاران با توجه به رفتار فرصت طلبانه به نفع خود و سرمایه‌گذاران وابسته به خود سوءاستفاده می‌کنند. در این دوره، مدیران به انتشار اخبار خوب روی آورده و رفتار محافظه‌کارانه خود را کاهش می‌دهند تا به رشد احساسی قیمت سهام سرعت ببخشند و به حداکثر منافع شخصی خود برسند. از دیدگاه دیگر، یکی از انگیزه‌های گزارشگری متقابلانه، رسیدن به اهداف و پیش‌بینی‌های تحلیلگران و سهام‌داران است (فاما و جنسن<sup>۴</sup>، ۱۹۸۳). زمانی که افراد مختلف، برای شرکت، آینده روشنی پیش‌بینی می‌کنند، برای تحقق باورهای آنها، فشار روی تیم مدیریتی شرکت افزایش پیدا می‌کند. این موضوع در شرایطی است که برآورد خوش‌بینانه برای آینده شرکت در دوره‌های بالا بودن احساسات سرمایه‌گذاران در مقایسه با دوره‌های عادی، به مراتب بیشتر است (سیمپسون<sup>۵</sup>، ۲۰۱۳).

با توجه به مطالب بیان شده، انتظار می‌رود بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری، رابطه معناداری وجود داشته باشد، اما جهت این رابطه مبتنی بر پیش‌بینی میزان ریسک دعوی و همین‌طور بررسی هزینه و منفعت نوع واکنشی که قرار است نشان دهند، متفاوت است. به بیان بهتر، اگر برآورد مدیریت از میزان ریسک دعوی و هزینه‌های ناشی از دعوی بعد از فروکش کردن احساسات سرمایه‌گذاران کم و ناچیز باشد، به حسابداری متهورانه در راستای تشدید احساسات سرمایه‌گذاران و کسب منفعت شخصی اقدام می‌شود که در این حالت انتظار می‌رود افزایش احساسات سرمایه‌گذاران موجب کاهش محافظه‌کاری حسابداری شود. در مقابل، اگر برآورد مدیریت از میزان ریسک دعوی و هزینه‌های ناشی از دعوی بعد از فروکش کردن احساسات سرمایه‌گذاران مقدار درخور توجهی باشد، به اعمال محافظه‌کاری حسابداری و کنترل احساسات سرمایه‌گذاران اقدام می‌کند که در چنین شرایطی انتظار می‌رود افزایش احساسات سرمایه‌گذاران موجب افزایش محافظه‌کاری حسابداری شود.

### توانایی مدیریت، احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری

توانایی یا استعداد مدیریت، به عنوان دارایی نامشهودی شناخته می‌شود که کارایی یک مدیر را نسبت به مدیران دیگر در تبدیل منابع واحد تجاری به درآمد نشان می‌دهد (دمرجیان و همکاران، ۲۰۱۲). فرضیه «جوهره مدیران» به توانایی مدیریت از زاویه دیگری می‌نگرد. اعتقاد فرضیه جوهره مدیران این است که مدیرانی که توانایی بیشتری دارند، از وضعیت واحد تجاری و صنعت در زمان‌های مختلف نیز قدرت درک و تحلیل بهتری دارند (مراد زاده فرد، ۱۳۹۵). این مهم، موجب کنترل مؤثر واحد تجاری و همچنین اتخاذ تصمیم‌های صحیح و اثربخشی می‌شود که به روند رو به رشد

1. Bergman & Roychowdhury
2. Brown, Christensen, Elliott & Mergenthaler
3. Seybert & Yang
4. Fama & Jensen
5. Simpson

مجموعه تحت کنترل و سرپرستی یک مدیر ختم می‌شود. یک مدیر توانا را می‌توان به‌عنوان شخصی تجسم کرد که دارای مجموعه خصوصیت‌هایی است که به اداره کارا تر فعالیت‌ها و عملیات روزانه شرکت منجر می‌شود. مدیر توانا به قضاوت درست و پیش‌بینی‌های دقیق درباره سایر مدیران و دانش بیشتر و توانایی ترکیب بهتر اطلاعات برای انجام پیش‌بینی‌های قابل اعتمادتر نسبت به شرکت و صنعتی که در آن حوزه فعالیت می‌کنند، قادر است (لیبی و لافیت، ۱۹۹۳). همچنین در دوره‌های که شرکت به‌نحوی با بحران و مشکلات مختلف اقتصادی مواجه است، در مقایسه با رقبای تصمیم‌های مناسب‌تری اتخاذ می‌کند. این گروه از مدیران، از فناوری و روند صنعت درک بیشتری دارند و میزان تقاضای محصولات را با اطمینان بیشتری پیش‌بینی می‌کنند. به‌طور کلی، مدیران توانا با توجه به ویژگی‌هایی نظیر قدرت تصمیم‌گیری، مهارت در رهبری، دانش و آگاهی در ارتباط با مشتریان، شرایط کلان اقتصادی و همچنین میزان آشنایی با استانداردهای مختلف، می‌توانند باعث افزایش ارزش بنگاه اقتصادی شوند (حاجب، غیوری مقدم و غفاری، ۱۳۹۳).

مدیران، از طریق سیاست‌های افشای اطلاعات به احساسات سرمایه‌گذاران واکنش نشان می‌دهند (امین، اشلمن و فنگ، ۲۰۱۸). یک مدیر، با توجه به داشتن یک سری اختیارات و دسترسی به امکانات خاص، قادر است هم باعث تشدید احساسات سرمایه‌گذاران و هم مانع از آن شود. در واقع، تصمیم برای انجام اقداماتی برای تشدید احساسات سرمایه‌گذاران یا کنترل آن توسط مدیریت تا حدود زیادی به کوتاه‌مدت یا بلندمدت بودن نگرش مدیریت وابسته است. مدیر با نگرش کوتاه‌مدت و با توانایی کمتر، بیشتر به دنبال منافع کوتاه‌مدت و فرصت‌طلبانه‌ای است که در جریان تشدید احساسات سرمایه‌گذاران، هنگامی که بررسی‌های سرمایه‌گذار ناچیز است، به وجود خواهد آمد (امین و همکاران، ۲۰۱۸). اما مدیر توانا و با نگرشی بلندمدت، منافع حاصل از احساسات سرمایه‌گذاران را به طرح دعوی در آینده، بدنامی، از دست دادن محبوبیت و... ارجح نمی‌داند (جی و همکاران، ۲۰۱۸).

مدیران شرکت‌های سهامی، مسئولیت ارائه صادقانه اطلاعات مربوط به عملکرد شرکت به ذی‌نفعان در قالب گزارشگری مالی را به عهده دارند (قانون سرپینز اکسلی<sup>۳</sup>، ۲۰۰۲). با این حال، بسیاری از شواهد نشان می‌دهد که برخی از مدیران این انگیزه را دارند تا خلاف این موضوع عمل کنند و در شرایط خاص با استفاده از گزارشگری مالی به نفع خود سوءاستفاده کنند. برای مثال، مدیران در چارچوب اصول پذیرفته‌شده حسابداری<sup>۴</sup>، به متورم ساختن سود در دوره‌های تشدید احساسات سرمایه‌گذاران اقدام می‌کنند تا به‌وسیله این ابزار به نفع خود و اشخاص وابسته منفعت کسب کنند (براون و همکاران، ۲۰۱۲). علاوه بر این، احتمال دارد مدیران در چنین وضعیتی، برای کاهش محتوای اطلاع‌رسانی سود، از سازوکارهایی استفاده کنند تا تصور خوش‌بینانه به‌وجودآمده به شرکت حفظ شود (برگمن و روشیوپییدی، ۲۰۰۸). بنابراین، با توجه به رفتار فرصت‌طلبانه، مدیریت در شرایط خاص این انگیزه را دارد تا از احساسات سرمایه‌گذاران به نفع خود یا سرمایه‌گذاران وابسته به خود حداکثر استفاده را بکند. استدلال این نظریه، پژوهش‌های لرنر<sup>۵</sup> (۱۹۹۴)، لوفران،

1. Libby & Luft
2. Amin, Eshleman & Feng
3. Sarbanes Oxley
4. GAAP
5. Lerner

ریتر، ریدگویست<sup>۱</sup> (۱۹۹۴)، بیکر و ورگلر (۲۰۰۶)، سیرت و یانگ (۲۰۱۲) و براون و همکاران (۲۰۱۲) است که نشان دادند در دوره تشدید احساسات سرمایه‌گذاران، مدیریت برای افزایش شدت این تورش اخلاقی و کسب منفعت شخصی، به ارائه اخبار خوب و اعمال رفتار غیرمحافظة کارانه اقدام می‌کند.

از سوی دیگر، رفتار احساسی سرمایه‌گذار می‌تواند قیمت سهام را به‌طور غیرواقعی افزایش دهد، اما مدت زمان زیادی طول نخواهد کشید تا مشخص شود این قیمت‌گذاری نادرست است و ارزش سهام به‌شدت سقوط کند (نیل و ویتلی<sup>۲</sup>، ۱۹۹۸؛ براون<sup>۳</sup>، ۱۹۹۹؛ براون و کلیف<sup>۴</sup>، ۲۰۰۵؛ بیکر و ورگلر، ۲۰۰۶؛ بن رافائل، کندل و وهل<sup>۵</sup>، ۲۰۱۲ و جی و همکاران، ۲۰۱۸). در این شرایط، سرمایه‌گذار متحمل ضررهای بسیاری می‌شود که عمده این زیان‌ها را به عملکرد مدیریت نسبت داده و متعهد است مدیریت اخبار بد را به‌موقع در دوره‌های رشد احساسی قیمت سهام منتشر نکرده است. همچنین احساسات سرمایه‌گذاران باعث ایجاد مشکلاتی نظیر افزایش بازده مقطعی (کاردان و همکاران، ۱۳۹۶)، کاهش بازده سهام در دوره‌های آتی، بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران (بیکر و ورگلر، ۲۰۰۶)، منحرف کردن از ارزش بنیادی شرکت (لینگ و همکاران، ۲۰۱۳ و انصاری و همکاران، ۱۳۹۳)، نبود ثبات نسبی در قیمت سهام، خروج سرمایه‌گذار و در نتیجه، افزایش ریسک دعوی علیه مدیران در سال‌های بعد می‌شود (جی و همکاران، ۲۰۱۸). در چنین شرایطی، مجموعه مدیریتی بنگاه اقتصادی این انگیزه را دارد تا مانع از بروز رفتار احساسی در سرمایه‌گذاران شود. به گفته جی و همکاران (۲۰۱۸)، مدیران توانا منفعت و هزینه هر تصمیم خود را بهتر بررسی و تعیین کرده و از محافظه‌کاری حسابداری در شرایط تشدید احساسات سرمایه‌گذاران آگاهانه استفاده می‌کنند. از این رو، انتظار می‌رود واحدهای اقتصادی که توسط مدیری با توانایی بالا اداره می‌شود، در مقایسه با سایر واحدهای اقتصادی در شرایط بالا بودن احساسات سرمایه‌گذاران، بیشتر از محافظه‌کاری حسابداری استفاده کنند.

### پیشینه تجربی پژوهش

امین و همکاران (۲۰۲۰)، اثر احساسات سرمایه‌گذاران بر خطای حسابرس و گزارشگری متقلبانه مالی را با نمونه‌ای متشکل از ۴۱/۴۲۰ بررسی کردند. یافته‌های پژوهش ایشان نشان می‌دهد، در دوره‌های تشدید احساسات سرمایه‌گذاران دقت حسابرس به‌واسطه کاهش پاسخ‌خواهی سرمایه‌گذاران کمتر از دوره‌های عادی شده و در نتیجه، خطاهای حسابرس افزایش می‌یابد. از سوی دیگر، به‌سبب کاهش فشار از سوی سرمایه‌گذاران در دوره‌های بالا بودن احساسات سرمایه‌گذاران، حسابرسان حق‌الزحمه کمتری درخواست می‌کنند. همچنین، رفتار محافظه‌کارانه مدیریت نیز با افزایش میزان احساسات سرمایه‌گذاران کاهش پیدا کرد تا جایی که بین رفتار فرصت‌طلبانه مدیریت با افزایش احساسات سرمایه‌گذاران رابطه معناداری یافت شد.

1. Loughran, Ritter & Rydqvist
2. Neal and Wheatley
3. Brown
4. Brown & Cliff
5. Ben-Rephael, Kandel & Wohl

فو، وو، لین و چن<sup>۱</sup> (۲۰۲۰)، تأثیر احساسات سرمایه‌گذار خاص شرکت بر ریسک سقوط قیمت سهام را در ۱۴/۶۲۹ شرکت بورس چین بررسی کردند. نتایج پژوهش ایشان حاکی از آن است که بین احساسات سرمایه‌گذار خاص بنگاه و ریسک سقوط قیمت سهام، رابطه مثبت معناداری وجود دارد.

دونگ، اسچولدت و گوتی<sup>۲</sup> (۲۰۱۸)، تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران را در شناسایی به‌موقع زیان در قالب اخبار بد بررسی کرده‌اند. آنها برای شناسایی اخبار بد از مدل تعهدی بال و شیواکومار<sup>۳</sup> (۲۰۰۵) و مدل ارائه‌شده خان و واتس<sup>۴</sup> (۲۰۰۰) استفاده کردند. نتایج فرضیه‌های پژوهش ایشان نشان می‌دهد که مدیران در دوره تشدید احساسات سرمایه‌گذاران بیشتر تمایل دارند رفتار محافظه‌کارانه حسابداری را دستور کار خود قرار دهند و در ادامه دریافتند، اگر مدیران در دوره‌ای که احساسات سرمایه‌گذاران شدت می‌یابد، به انتشار اخبار بد و محافظه‌کاری حسابداری اقدام کنند، از طرح دادخواهی آتی علیه خود تا حدود زیادی جلوگیری کرده‌اند.

چی و همکاران (۲۰۱۸)، رابطه بین محافظه‌کاری و احساسات سرمایه‌گذاران ۸۸/۱۴۶ مشاهده (سال - شرکت) را بررسی کردند. یافته‌های پژوهش آنها نشان داد که مدیران برای جلوگیری از تشدید احساسات سرمایه‌گذاران، ضررهای اقتصادی را سریع‌تر شناسایی و گزارش می‌کنند. افزون بر این، محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌هایی بیشتر است که در معرض بیشتر احساسات سرمایه‌گذاران قرار دارند و قادر است میزان ریسک دعوی علیه مدیران در رابطه با احساسات سرمایه‌گذاران را کاهش دهد. به‌طور کلی، نتایج پژوهش ایشان نشان می‌دهد که شرکت‌ها در پاسخ به احساسات سرمایه‌گذار، به‌منظور کاهش هزینه‌های احتمالی دعوی علیه شرکت و مدیران، سود را محافظه‌کارانه‌تر گزارش می‌کنند. ژو و نیو<sup>۵</sup> (۲۰۱۶)، احساسات سرمایه‌گذاران، اطلاعات حسابداری و قیمت سهام را در ۱۸۶۰ شرکت بررسی کردند. در این پژوهش، احساسات سرمایه‌گذاران به دو بعد خوش‌بینانه و بدبینانه تقسیم شد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که احساسات خوش‌بینانه سرمایه‌گذاران قادر است بر بازده مورد انتظار و در نتیجه بر قیمت سهام تأثیر بگذارد. اما احساسات بدبینانه سرمایه‌گذاران قادر به توضیح تغییر قیمت سهام نبوده است. علاوه بر این، انتشار اطلاعات حسابداری قادر به تعدیل رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و بازده مورد انتظار سهام است.

ستایش و شمس‌الدینی (۱۳۹۸)، رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام ۱۱۱ شرکت‌های بورسی را بررسی کردند. نتایج پژوهش ایشان نشان می‌دهد که متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به قیمت هر سهم، با قیمت سهام دارای ارتباط مثبت معنادار و با متغیر اثر زیان‌گریزی دارای ارتباط منفی معناداری است، اما بین سه متغیر اثر برگشت بلندمدت و اثر اندازه و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به خالص جریان‌های نقدی هر سهم با قیمت سهام رابطه معناداری یافت نشد. افزون بر این، متغیر نرخ بازده دارایی‌ها با قیمت سهام، ارتباط مثبت و با نرخ بازده فروش ارتباط منفی دارد. بین دو متغیر نسبت سرمایه در گردش به دارایی‌ها و نرخ رشد دارایی‌ها با قیمت سهام، رابطه معناداری یافت نشد.

1. Fu, Wu, Lin & Chen
2. Duong, Schuldt & Gotti
3. Ball & Shivakumar
4. Khan & Watts
5. Zhu & Niu

صالحی و همکاران (۱۳۹۸)، رابطه دو بعد محافظه‌کاری بر متغیرهای رفتار سرمایه‌گذاری و بازدهی آتی ۱۹۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج حاکی از آن است که محافظه‌کاری شرطی به کاهش تمایلات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها منجر می‌شود، در حالی که محافظه‌کاری غیرشرطی، شرکت‌ها را به سرمایه‌گذاری بیشتر ترغیب می‌کند. در بررسی رابطه محافظه‌کاری و بازدهی آتی مشخص شد که بین محافظه‌کاری شرطی (غیرشرطی) و بازدهی آتی شرکت‌ها رابطه‌ای منفی (مثبت) و معنادار وجود دارد. از این رو، افزایش محافظه‌کاری شرطی (غیرشرطی)، بازدهی آتی شرکت‌ها را کاهش (افزایش) خواهد داد. به‌طور کلی، نتایج نشان می‌دهد که انواع محافظه‌کاری می‌تواند بر رفتار و میزان سرمایه‌گذاری و بازدهی شرکت‌ها اثرگذار باشد.

بشیری منش و اورادی (۱۳۹۸)، رابطه بین مدیریت سود و احساسات سرمایه‌گذاران را با نمونه‌ای متشکل از ۴۷۵ مشاهده (شرکت - سال) در دوره زمانی پنج‌ساله بررسی کردند. در این راستا، برای اندازه‌گیری رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود حسابداری به ترتیب از مدل پیشنهادی شمس‌الدینی (۱۳۹۴) و مدل کازنیک<sup>۱</sup> (۱۹۹۹) استفاده می‌شود. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش از دیدگاه نسبت قیمت به سود هر سهم با مدیریت سود حسابداری، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. در نتیجه، می‌توان گفت که نگرش‌های کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران بر میزان دستکاری ارقام تعهدی اختیاری تأثیرگذار است. همچنین یافته‌های ایشان نشان داد، بین رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود واقعی رابطه معناداری وجود ندارد.

طلایی، رضایی و حیدریان (۱۳۹۸)، رابطه توانایی مدیریتی و محافظه‌کاری غیرشرطی حسابداری را با تأکید بر نقش درماندگی مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کردند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، بین محافظه‌کاری غیرشرطی و توانایی مدیریت رابطه معناداری وجود دارد. همچنین با هر یک از مدل‌ها در سه دسته شرکت‌های ورشکسته، شرکت‌های منطقه تردید و شرکت‌های سالم آزمایش انجام شد که نتایج، حاکی از رابطه متفاوت توانایی مدیریتی با محافظه‌کاری غیرشرطی در شرکت‌های با سطح درماندگی مالی است.

زارعی و دارابی (۱۳۹۶)، تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری را در ۷۲ شرکت پذیرفته‌شده در بازار سرمایه ایران بررسی کردند. یافته‌های پژوهش آنها بیانگر رابطه مثبت و معنادار بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری بوده است، اما با دسته‌بندی گرایش‌های احساسی به گرایش‌های احساسی بالا و پایین، بین آنها و افشای اختیاری رابطه معناداری یافت نشده است.

نتایج پژوهش‌های انجام‌شده در رابطه با تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر رفتار مدیریت متفاوت و در بسیاری از موارد متناقض هم بوده‌اند. برای مثال نتایج پژوهش امین و همکاران (۲۰۲۰) با پژوهش جی و همکاران (۲۰۱۸) به‌طور کامل متفاوت بوده است. مهم‌ترین دلیل تفاوت‌ها را می‌توان در نحوه برآورد مدیریت از ریسک‌های ناشی از احساسات سرمایه‌گذاران و میزان ریسک‌پذیری مدیران دانست. همچنین دلایلی مانند میزان پاسخ‌گویی قانونی مدیران، سیستم نظارتی، خصوصیت‌های فرهنگی مدیران و ... را نیز می‌توان از جمله این تفاوت‌ها بیان کرد.

### فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش، بر اساس مبانی نظری و پیشینه تجربی مطرح‌شده، فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

**فرضیه اول:** احساسات سرمایه‌گذاران بر محافظه‌کاری حسابداری تأثیر مثبتی می‌گذارد.

**فرضیه دوم:** توانایی مدیریت، رابطه بین محافظه‌کاری حسابداری و احساسات سرمایه‌گذاران را تشدید (تضعیف) می‌کند.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر نتیجه اجرای آن، یک پژوهش کاربردی، از دیدگاه فرایند اجرا، کمی، از نظر منطق اجرا، قیاسی - استقرایی، از دیدگاه هدف اجرا، تحلیل - تجربی و از نظر بعد زمانی یک پژوهش طولی - گذشته‌نگر است. در این پژوهش، داده‌ها از یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی و نرم‌افزار ره‌آورد نوین ۳ طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ استخراج شدند. همچنین از نرم‌افزار Excel ۲۰۱۷ برای طبقه‌بندی و محاسبات اولیه، از نرم‌افزار minitab برای نرمالیزه کردن داده‌ها و در آخر از نرم‌افزار EViews ۱۰ برای آزمون فرضیه‌ها و مطمئن بودن نتایج فرضیه‌ها استفاده شد.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این پژوهش متشکل از ۱۳۵ شرکت (۶۷۵ سال - شرکت) است که با توجه به قلمرو مکانی پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی یک دوره پنج‌ساله از ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ با در نظر گرفتن ویژگی‌های جدول ۱ است.

جدول ۱. محدودیت‌های مربوط به نمونه آماری

علت	ویژگی‌ها	
محاسبه برخی از متغیرهای این پژوهش مبتنی بر اطلاعات بازار سرمایه ایران است. بنابراین، اگر پایان سال مالی شرکتی با شرکت‌های دیگر متفاوت باشد، از لحاظ تأثیرپذیری از مسائل کلان اقتصادی همگون نخواهند بود.	دوره مالی شرکت‌های نمونه مد نظر منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.	۱
شرکت‌های یادشده در این گروه به دلیل ماهیت متفاوت فعالیت و افشا نکردن برخی از متغیرهای پژوهش از نمونه حذف شدند.	شرکت‌های مورد نمونه سال مالی خود را طی دوره پژوهش تغییر نداده باشند.	۲
در محاسبه متغیرهای مبتنی بر بازار وقفه معاملاتی بیانگر به‌روز نشدن اطلاعات است، از این رو در صورت اعمال نشدن این محدودیت محاسبه متغیرهای مبتنی بر بازار به‌درستی انجام نمی‌شود.	شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری، هلدینگ، بانک‌ها، نهادهای پولی و بیمه از نمونه مستثنا می‌شود.	۳
در محاسبه متغیرهای مبتنی بر بازار وقفه معاملاتی بیانگر به‌روز نشدن اطلاعات است، از این رو در صورت اعمال نشدن این محدودیت محاسبه متغیرهای مبتنی بر بازار به‌درستی انجام نمی‌شود.	وقفه معاملاتی بیش از سه ماه نداشته باشد.	۴

### مدل استفاده‌شده برای آزمون فرضیه‌های پژوهش

در این پژوهش، به‌منظور تهیه یک مدل مناسب برای آزمون فرضیه‌ها، ابتدا بر اساس مبانی نظری و پژوهش‌های پیشین، متغیرهای تأثیرگذار بر محافظه‌کاری حسابداری شناسایی، اندازه‌گیری و طبقه‌بندی شدند، سپس بر اساس مدل رگرسیون مرحله‌دار (STEPLS)<sup>۱</sup> متغیرهایی انتخاب شدند که از لحاظ آماری مناسب بودند و رگرسیون کاذب ایجاد نمی‌کردند.

1. Stepwise least squares

برای آزمون فرضیه اول از مدل نهایی ۱ و برای آزمون فرضیه دوم از مدل ۲ استفاده شده است.

$$CONVER_{it} = \beta_0 + \beta_1 SEN_{it} + \beta_2 FCF_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 OVERCON_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 MB_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 VOLAILTY_{it} + e_{it} \quad (1)$$

$$CONVER_{it} = \beta_0 + \beta_1 SEN_{it} + \beta_2 MANGABILITY_{it} + \beta_3 MANGABILITY_{it} * SEN_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 OVERCON_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 MB_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} VOLAILTY_{it} + e_{it} \quad (2)$$

در ادامه، تعریف متغیرهای هر دو مدل به تفکیک در چهار دسته متغیرهای وابسته، مستقل، تعدیلگر و کنترلی تعریف می شود.

### متغیر وابسته

$CONVER_{it}$ : بیانگر محافظه کاری شرکت  $i$  در سال  $t$  است که از مدل گیولی و هین<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) استفاده شده است. به اعتقاد گیولی و هین (۲۰۰۰)، رشد اقلام تعهدی می تواند شاخصی از تغییر در درجه محافظه کاری حسابداری طی یک دوره بلندمدت باشد. به بیانی دیگر، اگر اقلام تعهدی افزایش یابد، محافظه کاری کاهش می یابد و برعکس، از این رو، برای تعیین جهت تغییرات، محافظه کاری اقلام تعهدی در عدد منفی یک ضرب می شود. دلیل استفاده از این مدل این است که مدل مبتنی بر اقلام تعهدی است. بنابراین، با توجه به اینکه در آن، از اطلاعات صورت های مالی استفاده می شود، از سایر مدل ها برای بازارهای در حال توسعه نظیر بازار ایران مناسب تر است (بنی مهد و باغبانی، ۱۳۸۸). این موضوع در شرایطی است که متغیر مستقل پژوهش، یعنی احساسات سرمایه گذاران، بر پایه رتبه بازده و نوسان پذیری شرکت ها اندازه گیری می شود. از این رو، در صورت استفاده از روش های دیگر اندازه گیری محافظه کاری حسابداری (مانند روش های مبتنی بر بازار) که به واسطه تعریف عملیاتی هم بستگی بالایی با متغیر مستقل دارند، ممکن است نتایج کاذبی برآورد شود (بنی مهد، عربی و حسن پور، ۱۳۹۵: ۱۵۰). مدل یادشده به صورت رابطه ۱ است.

$$\text{رابطه ۱} = \frac{\text{اقلام تعهدی عملیاتی}}{\text{جمع دارایی ها در ابتدای دوره}} \times -1 = \text{محافظه کاری حسابداری}$$

اقلام تعهدی عملیاتی از تفاوت سود خالص و جریان های نقدی عملیاتی به علاوه هزینه استهلاک به دست می آید.

### متغیر مستقل

$SEN_{it}$ : بیانگر احساسات سرمایه گذاران است که در این پژوهش از شاخص ارائه داده شده جونز و باندوپادایاها<sup>۲</sup> (۲۰۰۵) با تعدیل مدل ارائه شده پرساود<sup>۳</sup> (۱۹۹۶) بسط داده شده است. مدل مد نظر در رابطه ۲ نشان داده شده است.

$$SEN_{it} = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_r)(R_{iv} - \bar{R}_v)}{[\sum (R_{it} - \bar{R}_r)^2 (R_{iv} - \bar{R}_v)^2]^{1/2}} \quad (2)$$

1. Givoly & Hayn

2. Jones & Bandopadhyaya

3. Persaud

که در آن،  $R_{it}$  رتبه بازده ماهانه سهام شرکت  $i$  در ماه  $t$  و  $R_{itv}$  رتبه نوسان‌پذیری تاریخی شرکت  $i$  در ماه  $t$  است. گفتنی است که برای محاسبه نوسان‌پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده شده است.  $\overline{R}_r$  میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های نمونه است که در این پژوهش شرکت‌های نمونه بر اساس اندازه، مرتب و بر اساس پنج نمونه از کوچک به بزرگ طبقه‌بندی می‌شوند، به طوری که نمونه شماره ۱ شمال شرکت‌هایی با کمترین مقدار معیار مد نظر و نمونه شماره ۵ شمال شرکت‌هایی با بیشترین مقدار معیار در آن سال باشد و  $\overline{R}_v$  میانگین رتبه نوسان‌پذیری تاریخی سهام شرکت‌های نمونه است.

استدلال این شاخص، این است که تغییرات و رفتار و احساسات سرمایه‌گذاران به‌عنوان نیروی غالب در بازار، بلافاصله به تغییر قیمت سهام و بازده سهام منجر می‌شود. در این رابطه، اگر مقدار شاخص یادشده برای یک شرکت مثبت باشد، تمایل و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به آن شرکت را نشان می‌دهد که بیانگر احساسات خوش‌بینانه است. در مقابل، اگر مقدار شاخص نام‌برده منفی یا پایین باشد، عدم تمایل و عدم گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به آن شرکت را نشان می‌دهد که بیانگر وجود احساسات منفی در سرمایه‌گذاران در رابطه با آن شرکت است. این شاخص، می‌تواند اخبار وقایعی که بازار را تحت تأثیر قرار می‌دهند، انعکاس دهد. این شاخص همان ضریب هم‌بستگی رتبه‌ای اسپیرمن است، اما به دلیل اینکه عکس‌العمل و احساسات سرمایه‌گذاران در مقابل ریسک و بازده شرکت ارزیابی می‌شود، رتبه‌ای که شرکت‌ها از این حیث بدست می‌آورند، بر عدد مطلق ریسک و بازدهی ارجحیت دارد (جونز و باندوپادایاها، ۲۰۰۵، به نقل از شعری آناقیز و همکاران، ۱۳۹۵). حیدر پور و همکاران (۱۳۹۲)، آناقیز و همکاران (۱۳۹۵) و نیکو مرام و سعیدی (۱۳۸۷)، از شاخص نام‌برده در بازار سرمایه ایران برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذاران استفاده کرده‌اند که در مقایسه با سایر شاخص‌ها، برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذاران، می‌توان به اطلاعات جامع‌تری از بازار دست یافت (آناقیز و همکاران، ۱۳۹۵).

### متغیر تعدیلگر

**MANGABILITY**: در این پژوهش به‌منظور اندازه‌گیری توانایی مدیریت از مدل دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) استفاده شده است. در این مدل، با استفاده از اندازه‌گیری کارایی شرکت و سپس وارد کردن آن در رگرسیون خطی چندمتغیره به‌عنوان متغیر وابسته و کنترل ویژگی‌های ذاتی شرکت، توانایی مدیریت محاسبه می‌شود. دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، به‌منظور اندازه‌گیری کارایی شرکت، از مدل تحلیل پوششی داده‌ها<sup>۱</sup> استفاده کرده‌اند. مدل تحلیل پوششی داده‌ها، نوعی مدل آماری است که برای اندازه‌گیری عملکرد سیستم با استفاده از داده‌های ورودی و خروجی کاربرد دارد. گفتنی است، متغیرهای اجاره عملیاتی و هزینه پژوهش و توسعه به‌دلیل افشا نشدن توسط شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار از مدل مربوط حذف شده‌اند.

$$\max_v \theta = \frac{\text{sales}}{\text{COGS}_{v1} + \text{SG\&A}_{v2} + \text{NetPPE}_{v3} + \text{Goodwill}_{v4} + \text{Intan}_{v8}} \quad (\text{رابطه ۳})$$



در این رابطه، *sales* میزان فروش؛ *COGS* بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته؛ *SG&A* هزینه‌های عمومی، اداری و فروش؛ *NetPPE* مانده خالص املاک، ماشین‌آلات و تجهیزات؛ *Goodwill* سرقفلی خریداری‌شده در ابتدای سال؛ *Intan* م مانده خالص دارایی نامشهود در ابتدای سال و  $\nu$  متغیر ورودی ضریب خاص است.

کارایی محاسبه‌شده از رابطه ۳ برای ارزیابی کارایی شرکت‌های موجود در صنعت طراحی شده است تا از این طریق بتوان عملکرد هر شرکت را با سایر شرکت‌های موجود در آن صنعت مقایسه و ارزیابی کرد. مقدار محاسبه‌شده برای کارایی شرکت در محدوده صفر تا ۱ قرار می‌گیرد که حداکثر کارایی برابر ۱ و هرچه مقدار به‌دست‌آمده کمتر باشد یعنی کارایی شرکت پایین‌تر است. هدف از محاسبه کارایی شرکت در این پژوهش، اندازه‌گیری توانایی مدیریت است و از آنجا که در محاسبات مربوط به کارایی، ویژگی‌های ذاتی شرکت نیز دخالت دارند، نمی‌توان توانایی مدیریت را به‌درستی اندازه‌گیری کرد، زیرا متأثر از این ویژگی‌ها، بیشتر یا کمتر از مقدار واقعی محاسبه می‌شود. دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲)، به‌منظور کنترل اثر ویژگی‌های ذاتی شرکت در مدل خود کارایی شرکت را به دو بخش جدا، یعنی کارایی بر اساس ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت، تقسیم کرده‌اند. آنها این کار را با استفاده از کنترل پنج ویژگی ذاتی شرکت، شامل اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، جریان نقدی عملیاتی شرکت، عمر پذیرش شرکت در بورس و فروش خارجی (صادرات) انجام داده‌اند. هر یک از این پنج متغیر به‌عنوان ویژگی‌های ذاتی شرکت، می‌توانند به مدیریت کمک کنند تا تصمیم‌های بهتری اتخاذ کنند یا در جهت عکس عمل کرده و توانایی مدیریت را محدود کنند. بنابراین میزان توانایی مدیریت در این مدل بین -۱ و +۱ متغیر است. در مدل زیر که دمرجیان و همکاران (۲۰۱۲) ارائه کرده‌اند، این پنج ویژگی کنترل شده‌اند.

$$\begin{aligned} \text{Firm Efficiency} & \quad (\text{رابطه ۴}) \\ & = a_0 + a_1 \text{Size}_t + a_2 \text{Market share} + a_3 \text{Free Cash Flow Indicator} \\ & + a_4 \text{Age} + a_5 \text{Foreign Currency Indicator} + \tau \end{aligned}$$

در رابطه ۴، *Firm Efficiency* کارایی به‌دست‌آمده از رابطه ۳ است؛ *Size* اندازه شرکت و برابر با لگاریتم طبیعی مجموعه دارایی‌های شرکت است؛ *Market share* سهم بازار شرکت و برابر با نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت است؛ *Free Cash Flow Indicator* متغیر دامی است که در صورت مثبت بودن جریان‌های نقدی عملیاتی برابر ۱ و در صورت منفی بودن برابر صفر در نظر گرفته شده است؛ *Age* عمر پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران و برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که شرکت در بورس پذیرفته شده است؛ *Foreign Currency Indicator* متغیر دامی است که برای شرکت‌هایی که صادرات (فروش با ارز خارجی) داشته‌اند، برابر ۱ و در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است و  $\tau$  نشان‌دهنده باقی‌مانده مدل و توانایی مدیریت است.

### متغیرهای کنترلی

متغیرهای کنترلی پژوهش و مبنای استفاده از این متغیرها در ادامه بیان شده است.

**FCF:** جریان وجه نقد آزاد است که از طریق مدل لی هن و پولسن<sup>۱</sup> (۱۹۸۹) محاسبه می‌شود. محافظه‌کاری می‌تواند به کاهش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهام‌داران منجر شود، این انتظار وجود دارد که هرچه هم‌سویی منافع مدیران و سهام‌داران کمتر باشد، برای محافظه‌کاری تقاضای بیشتری وجود داشته باشد (لافوند و روی چادری<sup>۲</sup>، ۲۰۰۸). از سوی دیگر بر اساس نظر جنسن<sup>۳</sup> (۱۹۸۶)، افزایش حجم جریان نقد آزاد در یک واحد تجاری، می‌تواند سبب تشدید تضاد و ناهم‌سویی منافع مدیران و سهام‌داران و به تبع آن، افزایش مشکلات نمایندگی بین مدیران و سهام‌داران شود. در نتیجه، انتظار می‌رود میزان جریان وجه نقد بر محافظه‌کاری حسابداری تأثیرگذار باشد. برای محاسبه جریان نقدی آزاد از مدل لی هن و پولسن (۱۹۸۹) به شرح رابطه ۵ استفاده شده است:

$$FCF = \frac{(OIBD - CITAXP - INTEXP - DIVP)}{TA} \quad \text{رابطه ۵}$$

در این رابطه، FCF جریان‌های نقد آزاد؛ OIBD سود عملیاتی قبل از کسر هزینه استهلاک؛ CITAXP مالیات بر درآمد پرداختی؛ INTEXP هزینه بهره و DIVP سودهای پرداختی به سهام‌داران است.

**RoA:** بازده دارایی که برابر است با نسبت سود خالص بر مجموعه دارایی‌ها. بازده دارایی‌ها نشان‌دهنده توانایی مدیریت در استفاده کارا از دارایی‌ها است. یکی از مزایای مهم نرخ بازده دارایی‌ها این است که مدیران را به کنترل دارایی‌های عملیاتی وادار می‌کند و همواره با کنترل هزینه‌ها، نرخ سود خالص و حجم فروش، به کنترل دارایی‌های عملیاتی نیز می‌پردازد (صحت، شعریت پناهی و مسافری، ۱۳۹۰). از دیدگاه تئوری علامت‌دهی بازده دارایی‌ها به‌عنوان یکی از ابزارهای افشای اطلاعات شناخته می‌شود، از این رو، مدیریت این انگیزه را دارد تا در شرایط بالا بودن نرخ بازده دارایی‌ها به رفتار محافظه‌کارانه بیشتری اقدام کند.

**OverCon:** بیش‌اعتمادی مدیریت است که از طریق مدل بیدل و همکاران (۲۰۰۸) محاسبه می‌شود. افرادی که دارای اطمینان بیش از حد بوده، امکان موفقیت خود را بیش از حد ارزیابی می‌کنند، ایشان به‌طور سیستماتیک بازده آتی ناشی از پروژه‌های سرمایه‌گذاری را بیش از حد تخمین زده یا احتمال و اثر رویدادهای مطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را بیش از حد و احتمال و اثر رویدادهای نامطلوب بر جریان‌های نقدی شرکت را کمتر از حد تخمین می‌زنند. این فرایند، سبب سرعت بخشیدن به شناسایی درآمدها و تأخیر در شناسایی زیان‌ها می‌شود و زمان شناسایی زیان، احتمال تخمین کمتر از حد زیان وجود دارد. همچنین ایشان دارایی‌های شرکت را بیش از حد و بدهی‌های شرکت را کمتر از حد ارزیابی می‌کنند (احمد و دونلمان<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳) بنابراین، اطمینان بیش از حد مدیریتی به محافظه‌کاری شرطی کمتری منجر می‌شود. برای اندازه‌گیری بیش‌اعتمادی مدیریت از مدل بیدل، هیلاری و وردی<sup>۵</sup> (۲۰۰۸) که توسط مدرس و حصارزاده (۱۳۸۷) تعدیل یافته، استفاده شده است. در این مدل در صورتی که جزء باقی مانده بزرگ‌تر از صفر باشد، شاخص فرااطمینانی برابر با ۱ و در غیر این صفر است.

1. Lehn & Poulsen
2. LaFond & Roychowdhury
3. Jensen
4. Ahmed & Duellamanm
5. Biddle, Hilary & Verdi

$$Invest_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 QTobin + \beta_3 SR_{t-1} + \beta_4 ROA_{t-1} + \beta_5 OP + \varepsilon \quad (\text{رابطه ۶})$$

در این رابطه،  $Invest_t$  برابر است با مجموعه سرمایه‌گذاری‌های جدید در دارایی‌های ثابت منهای فروش دارایی‌های ثابت؛ CFO جریان نقدی حاصل از عملیات شرکت؛ OP سود عملیاتی؛ QTobin برابر است با ارزش بازار سهام شرکت منهای جمع حقوق صاحبان سهام به علاوه مجموعه دارایی‌هاست که همگی برای همگن کردن اطلاعات در سطح شرکت‌ها بر مجموعه دارایی‌ها تقسیم می‌شود؛ SR رشد فروش و ROA نشان‌دهنده بازده دارایی‌هاست.

**ROE:** بازده حقوق صاحبان سهام که برابر با نسبت سود خالص بر حقوق صاحبان سهام است. بازده حقوق سهام‌داران، میزان کارایی یک شرکت، در خلق سود خالص برای سهام‌داران را بررسی می‌کند. در واقع، این نسبت بیان می‌کند که بنگاه اقتصادی به‌ازای هر یک واحد از سرمایه‌گذاری سهام‌داران، برای آنها چه میزان سود خالص کسب می‌کند. از این رو، انتظار می‌رود بین بازده حقوق صاحبان سهام و محافظه‌کاری، رابطه معکوس و معناداری یافت شود.

**MB:** نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است. شرکت‌هایی با نرخ MB بالاتر، توان بیشتری برای ایجاد فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری برای خود ایجاد می‌کنند که باعث افزایش هزینه‌های نمایندگی می‌شود و در این صورت برای اقدام به محافظه‌کاری انگیزه لازم ایجاد می‌شود (لارا، عثمان و پنالوا، ۲۰۰۹).

**Leverage:** اهرم مالی شرکت‌هاست که از طریق نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود. شرکت‌ها با درجه اهرم مالی، بین اعتباردهندگان و سرمایه‌گذاری، تضادهای نمایندگی بیشتری به وجود می‌آورند. این وضعیت، باعث ایجاد تقاضای قراردادی بالاتری برای محافظه‌کاری از طرف شرکت‌های می‌شود (واتس و زیمرمن، ۱۹۸۶). از سوی دیگر، در شرکت‌های با اهرم مالی بالاتر بیشتر این احتمال وجود دارد که با مشکلات دعاوی مواجه شوند و در نهایت، تحت پیگرد قانونی قرار بگیرند (واتس، ۱۹۹۳). بنابراین، این نوع شرکت‌ها بیشتر به محافظه‌کاری حسابداری اقدام می‌کنند.

**VOLATILITY:** نوسان‌پذیری بازده سهام است. انتظار می‌رود شرکت‌های با عدم اطمینان بالا و چرخه سرمایه‌گذاری طولانی، اولاً، دارای سودهای آتی باشند که نمی‌توان آنها را از قبل تأیید کرد. این سودها به تغییر شرایط بسیار حساس‌اند، از این رو، یک تقاضای قراردادی و نظارتی برای محافظه‌کاری ایجاد می‌شود. ثانیاً، در مقایسه با شرکت‌های با عدم اطمینان پایین‌تر، بیشتر انتظار می‌رود که با بازدهی نامطلوب از محل سرمایه‌گذاری خود مواجه شوند. عدم اطمینان بالا و چرخه سرمایه‌گذاری طولانی، پیش‌بینی میزان و زمان‌بندی جریان‌های نقدی آتی را دشوار می‌کند که ممکن است به زیان‌های هنگفت آتی منجر شود. ثالثاً، داشتن زبان‌های بالقوه بالاتر برای سهام‌داران، احتمال دادخواهی و تقاضای دادخواهی محافظه‌کاری را افزایش می‌دهد (خان و واتس، ۲۰۰۹).

این متغیر با استفاده از انحراف معیار بازده روزانه سهام به صورت رابطه ۹ محاسبه می‌شود (فخاری و طاهری،

:۱۳۸۹)

$$Var = \sqrt{\frac{1}{D_{it} - 1} \sum_1^{D_{it}} (R_{it} - \bar{R})^2} \quad \text{رابطه ۷}$$

در رابطه ۷،  $R_{it}$  بازده روزانه سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  است که از طریق  $R_{it} = \frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}}$  برآورد می‌شود؛  $p_t$  قیمت پایانی روز  $t$ ام و  $D_{it}$  تعداد روزهایی از سال  $t$  است که برای آن بازده روزانه سهام شرکت  $i$  محاسبه می‌شود.

### روش‌های تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها

در ادامه این پژوهش، نخست جدول مربوط به آمار توصیفی نشان داده شده است. آمار توصیفی، وظیفه تلخیص، توصیف و توضیح ویژگی‌های مهم داده‌ها را بر عهده دارد. در این قسمت، مقادیر متغیرهای مختلف با نمایندگی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی نشان داده شد. همچنین برای آزمون فرضیه‌ها، از تحلیل رگرسیون خطی چندمتغیره استفاده شد. مبنای تأیید فرضیه نخست معنادار بودن ضریب متغیر مستقل پژوهش است. به بیان بهتر، سطح معناداری ضریب متغیر مستقل کمتر از ۵ درصد یا قدر مطلق آماره  $t$  بیشتر از ۱/۹۶، بیانگر تأیید فرضیه پژوهش است. شایان ذکر است، از آنجا که فرضیه نخست پژوهش بر اساس مبانی نظری فقط بر پایه تأثیر (نه تأثیر مثبت یا تأثیر منفی) بنا نهاده شده است، مثبت یا منفی بودن ضریب متغیر مستقل در رد یا تأیید فرضیه نقشی ندارد. فرضیه دوم پژوهش بیانگر اثر تعدیل‌کنندگی است، از این رو، مبنای تأیید این فرضیه معنادار بودن متغیر تعدیلگر است (بنی‌مهد، عربی و حسن پور، ۱۳۹۵: ۱۹۰).

قبل از اجرای مدل‌های رگرسیونی باید آزمون اف لیمر انجام شود تا مشخص شود که برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدل تجمیعی استفاده می‌شود یا از مدل داده‌های تابلویی. از آنجا که در الگوی داده‌های تابلویی علاوه بر رویکرد اثرهای ثابت، رویکرد اثرهای تصادفی نیز وجود دارد، می‌بایست زمانی که فرضیه صفر در آزمون اف لیمر رد شد، مدل مد نظر از جنبه استفاده کردن یا استفاده نکردن از رویکرد اثرهای تصادفی نیز آزمون شود. کسب اطمینان از برآورد درست رگرسیون آزمون‌های دیگری نیز انجام شد، از جمله آزمون جاگو - برا برای اطمینان از توزیع نرمال متغیر وابسته که نتایج آزمون نشان داد مقادیر این متغیر به صورت نرمال توزیع نشده است، از این رو، این مقادیر با استفاده از روش جانسون نرمال‌سازی شدند. دلیل تأکید بر نرمال بودن مقادیر متغیر وابسته ناشی از یکی از مفروضات کلاسیک رگرسیون است که مطابق با این فرض جزء باقی‌مانده مدل برآورد شده باید به صورت نرمال توزیع شده باشد که این مهم در صورت عدم توزیع نرمال متغیر وابسته تحقق نمی‌یابد. در ادامه نیز مانایی متغیرها با استفاده از روش‌های دیگری فولر تعمیم‌یافته، لوین، لین و جو ( $LLC$ ) و  $Pp$ -fisher آزمون شد. سپس دو مورد از مهم‌ترین مفروضات کلاسیک رگرسیون یعنی نرمال بودن توزیع جزء باقی‌مانده و ثابت بودن واریانس جمله خطا آزمون شدند. در مرحله بعد، برای بررسی هم‌خطی بین متغیرهای پژوهش، آزمون تورم واریانس متمرکز انجام شد.

### یافته‌های پژوهش - آمار توصیفی

جدول ۲ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا است. در این جدول تعداد مشاهدات برای هر متغیر در مدل برابر ۶۵۷ مشاهده است.

میانگین مهم‌ترین شاخص مرکزی است که نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع را نشان می‌دهد و برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها بسیار مناسب است. میانه نیز یکی از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. میانگین محافظه‌کاری حسابداری ۰/۲۱ است که نشان می‌دهد به‌طور متوسط میزان محافظه‌کاری شرکت‌های نمونه برابر با ۰/۲۱ است. میانه این متغیر ۰/۰۲ است که نشان می‌دهد تقریباً کمی بیشتر از نیمی از شرکت‌های نمونه محافظه‌کارانه عمل می‌کنند. تفاوت بین میانگین و میانه این متغیر نیز نشان می‌دهد که مقادیر متغیر محافظه‌کاری حسابداری به‌صورت نرمال توزیع نشده‌اند.

جدول ۲. آماره توصیفی

عنوان	میانگین	میانه	بیشترین	کمترین	انحراف استاندارد	چلوگی	کشیدگی
محافظه‌کاری حسابداری	۰/۲۱۵	۰/۰۲۰	۰/۴۰۷	-۰/۶۰۳	۰/۱۱۴	۰/۵۰۱	۶/۲۰۹
احساسات سرمایه‌گذاران	۰/۰۲۹	۰/۰۴۱	۰/۸۱۱	-۰/۸۹۴	۰/۲۹۲	-۰/۰۵۶	۲/۵۶۴
توانایی مدیریت	۰/۰۰۰	-۰/۰۱۹	۰/۳۷۱	-۰/۴۲۷	۰/۱۶۱	۰/۲۰۲	۲/۱۲۰
توانایی مدیریت × احساسات سرمایه‌گذاران	۰/۰۰۰	-۰/۰۰۰	۰/۲۰۶	-۰/۱۸۱	۰/۰۴۸	۰/۳۱۶	۵/۲۲۲
جریان وجه نقد آزاد	۰/۰۱۰	۰/۰۰۵	۰/۴۲۳	-۱/۱۱۰	۰/۱۳۷	۱/۶۹۷	۴/۲۰۶
بازده دارایی‌ها	۰/۱۰۰	۰/۰۸۵	۰/۶۳۸	-۱/۰۶۳	۰/۱۴۸	-۰/۷۷۶	۱/۱۸۲
اعتمادبه‌نفس بیش از حد مدیریت	۰/۳۳۷	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۴۷۳	۰/۶۸۵	۱/۴۷۰
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۲۲۷	۰/۲۱۸	۱/۴۲۸	-۱/۹۵۲	۱/۳۰۹	-۱/۷۳۹	۳/۸۰۹
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۱۴/۲۵	۶/۸۷۴	۲۱/۸۹	۰/۷۰۴	۲۱/۱۱	۳/۹۴۱	۲۴/۳۷
اهرم مالی	۰/۵۹۲	۰/۵۹۴	۴/۰۰۲	۰/۰۶۱	۰/۲۵۵	۴/۱۹۶	۵/۵۷
عدم اطمینان خاص	۰/۱۵۹	۰/۱۲۲	۳/۰۲۰	۰/۰۱۳۲	۰/۲۶۱	۱/۰۲۸	۳/۱۸۰

مقادیر میانگین متغیر اهرم مالی برابر با ۰/۵۹۲ است که نشان می‌دهد به‌طور میانگین ۰/۵۹ درصد از دارایی‌های شرکت‌های مشاهده‌شده، از طریق بدهی خریداری شده‌اند. میانه این متغیر با مقدار ۰/۵۹۴ به میانگین بسیار نزدیک است، بنابراین، می‌توان گفت که مقادیر این متغیر به‌صورت نرمال توزیع شده‌اند. کمترین و بیشترین نیز به‌ترتیب کوچک‌ترین و بزرگ‌ترین مقدار هر متغیر را نشان می‌دهد. برای مثال، کوچک‌ترین عدد متغیر توانایی مدیریت که نشان‌دهنده ضعیف‌ترین مدیر شرکت‌های مشاهده‌شده است، برابر ۰/۴۲- و بزرگ‌ترین عدد متغیر توانایی مدیریت ۰/۳۷+ است که مربوط به توان‌ترین مدیر شرکت‌های مشاهده‌شده است. همچنین میزان میانگین و میانه نزدیک به صفر این متغیر نشان‌دهنده صحت برآورد این متغیر است، زیرا این متغیر جزء باقی‌مانده مدل رگرسیونی بوده و از مفروضات مهم کلاسیک رگرسیون میل میانگین و میانه جزء باقی‌مانده به صفر است.

پارامترهای پراکندگی، به‌طور کلی معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌ها از یکدیگر یا میزان پراکندگی آنها نسبت به میانگین هستند. از جمله مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای محافظه‌کاری حسابداری برابر با ۰/۱۱ است که نشان‌دهنده میزان پراکندگی این متغیر است. میزان عدم تقارن منحنی

فراوانی را چولگی می‌نامند. اگر ضریب چولگی صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه ضریب مثبت باشد، چولگی به راست و اگر منفی باشد، چولگی به چپ وجود خواهد داشت.

میزان کشیدگی منحنی فراوانی نسبت به منحنی نرمال استاندارد را برجستگی یا کشیدگی می‌نامند. اگر کشیدگی حدود صفر باشد، منحنی فراوانی از لحاظ کشیدگی وضعیت متعادل و نرمال خواهد داشت، اگر این مقدار مثبت باشد، منحنی برجسته و اگر منفی باشد، منحنی پهن است. کشیدگی تمامی متغیرهای این مدل مثبت است.

### بررسی نرمال بودن متغیر وابسته مدل رگرسیون

متغیر وابسته پژوهش تحت آزمون جارکو - برا در نرم‌افزار EViews ۱۰ قرار گرفتند. هرگاه در این آزمون، میزان معناداری کمتر از ۵ درصد باشد، فرض صفر مبتنی بر نرمال بودن متغیرهای آزمون رد می‌شود.

جدول ۳. نتایج آزمون جارکو - برا

عنوان	آماره جارگ - برا	معناداری	نتیجه
محافظه‌کاری حسابداری	۳۰۹/۵۳	۰/۰۰۰۰	رد فرضیه صفر

فرضیه صفر: داده‌ها دارای توزیع نرمال هستند.

همان‌طور که در جدول ۳ مشخص شده است، سطح معناداری متغیر محافظه‌کاری به‌عنوان متغیر وابسته پژوهش کمتر از ۵ درصد است که این موضوع بیانگر رد فرض نرمال بودن در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. از این رو، با استفاده از روش جانسون در نرم‌افزار minitabe این متغیر نرمال‌سازی شده و مجدد با آماره جارکو - برا آزمون شد که نتایج در جدول ۴ شرح داده شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون جارکو - برا

عنوان	آماره جارگ - برا	معناداری	نتیجه
محافظه‌کاری حسابداری	۲/۹۳۷۵	۰/۳۶۰۶	تأیید فرضیه صفر

فرضیه صفر: داده‌ها دارای توزیع نرمال هستند.

### بررسی ایستایی (مانایی) و پایایی (نامایی) متغیرهای مدل رگرسیون

در این پژوهش قبل از برآورد مدل رگرسیونی، مانایی کلیه متغیرهای استفاده‌شده در تخمین مدل‌های آماری آزمون شده‌اند. تخمین مدل‌های رگرسیونی بدون توجه به مانایی و نامانایی متغیرها، زمینه بروز رگرسیون کاذب با ظاهری آراسته را فراهم می‌آورد. بر این اساس، برای بررسی قدرت ریشه واحد از آزمون دیگری فولر تعمیم‌یافته در نرم‌افزار EViews استفاده شده است. همچنین، به‌منظور قابلیت اتکای بیشتر نتایج آماری از آزمون‌های لوین، لین و جو (LLC) و PPFISHER در راستای بررسی قدرت ریشه واحد متغیرها استفاده شده که نتایج آن در جدول ۵ شرح داده شده است. همان‌طور که در جدول ۵ مشاهده می‌شود، سطح معناداری تمام متغیرها کمتر از ۵ درصد است که نشان می‌دهد این متغیرها مانا یا ایستا هستند.

جدول ۵. نتایج آزمون ایستایی

آزمون PP-FISHER		آزمون LLC		آزمون دیگی فولر		متغیر مورد آزمون
معناداری	آماره آزمون	معناداری	آماره آزمون	معناداری	آماره آزمون	
./.....	۳۳۹/۵۳	./.....	-۲/۴۱۵	./.....	۸۱/۳۷۶	محافظه کاری حسابداری
./.....	-۲۸/۰۸	./.....	-۲۶/۴۴	./.....	۳۸/۸۵۵	احساسات سرمایه گذاران
./.....	۳۱۲/۳۱	./.....	-۲۱/۴۴	./.....	۳۱۲/۴۹	توانایی مدیریت
./.....	۳۹۹/۶۰	./.....	-۲۸/۷۶	./.....	۳۹۸/۶۸	توانایی مدیریت × احساسات سرمایه گذاران
./.....	۲۸۹/۶۷	./.....	-۲۰/۷۲	./.....	۲۷۵/۷۲	جریان وجه نقد آزاد
./.....	۳۳۳/۰۲	./.....	-۲۴/۵۵	./.....	۳۳۱/۴۲	بازده دارایی ها
./.....	۲۴۲/۲۴	./.....	-۱۶/۷۹	./.....	۲۶۳/۹۹	اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت
./.....	۳۴۲/۲۴	./.....	-۱۶/۷۹	./.....	۲۵۲/۵۷	بازده حقوق صاحبان سهام
./.....	۳۹۱/۵۶	./.....	-۲۵/۹۲	./.....	۳۹۱/۹۱	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
./.....	۳۴۳/۲۲	./.....	۲۵/۹۹	./.....	۳۴۰/۷۰	اهرم مالی
./.....	۳۴۸/۶۱	./.....	-۲۶/۸۳	./.....	۳۵۰/۱۲	عدم اطمینان خاص

### بررسی نرمال بودن جزء اختلال

با توجه به اینکه تخمین مدل رگرسیونی بدون در نظر گرفتن مفروضات کلاسیک به ایجاد رگرسیون کاذب و در نتیجه خروجی غیرواقعی منجر می شود (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵: ۱۵۷)، در این پژوهش برای نرمال بودن جملات باقی مانده، از آزمون جارکو - برا استفاده شده است. به گونه ای که اگر جملات خطا به صورت نرمال توزیع شده باشند، نمودار آن تقریباً به صورت نرمال است و آماره جارکو - برا معنادار نیست. با توجه به میزان معناداری آماره به دست آمده از مدل های ۱ و ۲ که بزرگ تر از ۵ درصد است، فرضیه نرمال بودن جزء اختلال هر دو مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می شود.

جدول ۶. نتایج آزمون جارگ - برا جزء اختلال

عنوان	آماره جارکو - برا	معناداری	نتیجه
جزء اختلال مدل اول	۱/۶۱۸۰	۰/۴۴۵۳	تأیید فرضیه صفر
جزء اختلال مدل دوم	۴/۷۵۸۵	۰/۰۹۲۶	تأیید فرضیه صفر

فرضیه صفر: داده ها دارای توزیع نرمال هستند.

### ثابت بودن واریانس جمله خطا

اگر واریانس جمله خطا ثابت نباشد، سبب می شود تا انحراف معیار محاسبه شده برای تخمین مدل رگرسیونی دارای خطا باشد و زمینه تغییر علامت ضرایب مدل رگرسیونی و متعاقب آن دستیابی به نتایج کاذب را به عمل می آورد (بنی مهد و

همکاران، ۱۳۹۵: ۱۵۸). از این رو، در این پژوهش برای اطمینان از همسانی واریانس جمله خطا از آزمون آرج<sup>۱</sup> استفاده شده که در جدول ۷ نشان داده شده است.

جدول ۷. نتایج آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا

$CONVER_{it} = \beta_0 + \beta_1 SEN_{it} + \beta_2 FCF_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 OVERCON_{it} + \beta_5 ROE_{it} + \beta_6 MB_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 VOLAILTY_{it} + e_{it}$			
آزمون ARCH			متغیر آزمون شده
نتیجه	معناداری	آماره آزمون	
تأیید فرضیه صفر	۰/۲۳۹۷	۱/۳۸۴۷	بر مبنای F
تأیید فرضیه صفر	۰/۲۳۹۱	۱/۳۸۶۰	بر مبنای X <sup>۲</sup>
$CONVER_{it} = \beta_0 + \beta_1 SEN_{it} + \beta_2 MANGABILITY_{it} + \beta_3 MANGABILITY_{it} * SEN_{it} + \beta_4 FCF_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 OVERCON_{it} + \beta_7 ROE_{it} + \beta_8 MB_{it} + \beta_9 LEV_{it} + \beta_{10} VOLAILTY_{it} + e_{it}$			
تأیید فرضیه صفر	۰/۱۸۸۹	۱/۷۲۹۶	بر مبنای F
تأیید فرضیه صفر	۰/۱۸۸۴	۱/۷۳۰۳	بر مبنای X <sup>۲</sup>

فرضیه صفر: جملات خطا مدل دارای واریانس همسان است.

### آزمون هم خطی

هم خطی، وجود یک یا چند رابطه خطی دقیق بین متغیرهای توضیحی را بیان می‌کند. برای بررسی وجود یا نبود هم خطی میان متغیرهای مستقل پژوهش از عامل تورم واریانس استفاده شده است. جدول ۸ نتایج آزمون مدل نهایی را نشان می‌دهد. با توجه به نتایج جدول مشخص شد که وجود هم خطی در هیچ یک از متغیرهای مدل که نتایج تحلیل رگرسیونی را تحت تأثیر قرار دهند مشاهده نمی‌شود، زیرا عامل تورم واریانس متمرکز تمامی متغیرها کمتر از ۱۰ است.

جدول ۸. نتایج آزمون هم خطی

آزمون هم خطی		ضریب واریانس		عامل تورم واریانس غیرمتمرکز		عامل تورم واریانس متمرکز	
مدل		۱	۲	۱	۲	۱	۲
احساسات سرمایه‌گذاران		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۰۳۵	۱/۰۳۸	۱/۰۲۴	۰/۰۲۷
توانایی مدیریت		-	۰/۰۰۰	-	۱/۴۵۲	-	۱/۴۲۱
توانایی مدیریت × احساسات سرمایه‌گذاران		-	۰/۰۰۴	-	۱/۰۷۸	-	۱/۰۷۸
جریان وجه نقد آزاد		۰/۰۰۱	۰/۰۰۲	۳/۴۵۹	۳/۸۲۵	۳/۴۳۸	۳/۸۰۴
بازده دارایی‌ها		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۹/۲۵۱	۹/۲۳۱	۸/۳۴۸	۸/۲۵۳
اعتماد به نفس بیش از حد مدیریت		۰/۰۰۵	۰/۰۰۵	۵/۰۰۳	۵/۲۶۶	۳/۵۰۰	۳/۶۶۷
بازده حقوق صاحبان سهام		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۳/۴۸۳	۳/۵۸۰	۲/۵۷۱	۲/۶۲۵
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۱/۹۱۷	۱/۹۶۱	۱/۳۲۲	۱/۳۴۶
اهرم مالی		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۳/۱۴۸	۳/۸۳۵	۲/۱۲۳	۲/۱۶۴
عدم اطمینان خاص		۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۵۵	۱/۰۶۵	۱/۰۵۵	۱/۰۶۵



### انتخاب الگوی مناسب

در این پژوهش، برای تعیین به‌کارگیری مدل اثرهای تابلویی در مقابل تلفیق کل داده، آزمون F لیمر انجام شده است. بدیهی است در صورت وجود ناهمگنی یا تفاوت فردی بین مشاهدات استفاده از داده‌های تابلویی به نتایج قابل اتکاتری منجر می‌شود (بولو، مرفوع و ابوالحسنی طرقي، ۱۳۹۳). شایان توجه است، از آنجا که در الگوی داده‌های تابلویی علاوه بر رویکرد اثرهای ثابت، رویکرد اثرهای تصادفی نیز وجود دارد، می‌بایست زمانی که فرضیه صفر در آزمون F لیمر رد شد، مدل مد نظر از جنبه استفاده کردن یا استفاده نکردن از رویکرد اثرهای تصادفی نیز آزمون شود که در این پژوهش در صورت وجود این شرایط از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج آزمون F لیمر در جدول ۹ شرح داده شده است.

جدول ۹. نتایج آزمون انتخاب الگوی مناسب

آزمون f لیمر				
مدل رگرسیون	آماره f لیمر	معناداری	نتیجه	
مدل شماره ۱	۰/۵۵۶۳	۰/۶۹۴۴	تأیید فرضیه صفر	استفاده از الگوی تلفیقی در مقابل الگوی ترکیبی
مدل شماره ۲	۱/۲۲۳۹	۰/۲۹۹۶	تأیید فرضیه صفر	استفاده از الگوی تلفیقی در مقابل الگوی ترکیبی

فرضیه صفر: استفاده از الگوی تلفیقی

فرضیه یک: استفاده از الگوی داده ترکیبی با رویکرد اثرهای ثابت

همان‌طور که در جدول ۹ مشخص شده است، آزمون F لیمر برای مدل شماره ۱ و مدل شماره ۲ با تأیید فرضیه صفر همراه بود که در نتیجه باید از الگوی تلفیقی استفاده کرد و به آزمون هاسمن برای استفاده کردن یا استفاده نکردن از اثرهای تصادفی نیز نیازی نیست.

### تخمین مدل رگرسیونی فرضیه اول

نتایج آزمون فرضیه اول با استفاده از مدل رگرسیون حداقل مربعات و داده‌های تلفیقی در جدول ۱۰ درج شده است. با توجه به نتایج مندرج در این جدول، فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود، زیرا سطح معناداری در رابطه با متغیر احساسات سرمایه‌گذاران کمتر از ۵ درصد است. بنابراین با توجه به علامت مثبت متغیر احساسات سرمایه‌گذاران می‌توان این نتیجه را استنباط کرد که با تغییر میزان احساسات سرمایه‌گذاران، محافظه‌کاری حسابداری نیز تغییر می‌کند و جهت این تغییر نیز مستقیم است. به بیان دیگر، با افزایش احساسات سرمایه‌گذاران، محافظه‌کاری حسابداری افزایش می‌یابد و با کاهش احساسات سرمایه‌گذاران، محافظه‌کاری حسابداری نیز کاهش می‌یابد. ضریب تعیین در این مدل برابر با ۰/۴۲ است. بدین معنا که متغیرهای مستقل و کنترل ۴۲ درصد از تغییرات محافظه‌کاری حسابداری را توضیح می‌دهند. در رگرسیون حداقل مربعات، به‌منظور بررسی معناداری کلی مدل از آماره F استفاده می‌شود. مقدار احتمال مربوط به این آماره برابر با ۰/۰۶ و میزان معناداری این آماره نیز ۰/۰۰۰۰ به دست آمده که بیانگر معناداری کلی مدل در سطح خطای ۱ درصد است.

## جدول ۱۰. نتایج تخمین مدل رگرسیونی فرضیه اول

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره T	احتمال آماره T
احساسات سرمایه‌گذاران	-۰/۲۱۲۷	۰/۱۰۲۱	۲/۰۸۱۴	۰/۰۳۷۸
جریان وجه نقد آزاد	۲/۹۰۴۸	۰/۳۹۷۷	۷/۳۰۴۰	۰/۰۰۰۰
بازده دارایی‌ها	-۰/۰۱۶۱	۰/۰۰۵۷	۲/۷۹۲۱	۰/۰۰۰۴
اعتمادبه‌نفس بیش از حد مدیریت	۱/۷۸۷۷	۰/۶۵۷۶	۲/۷۱۸۵	۰/۰۰۰۷
بازده حقوق صاحبان سهام	-۰/۰۰۱۵	۰/۰۰۰۳	۴/۰۷۳۰	۰/۰۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۰۵۴	۰/۰۰۱۶	-۳/۴۰۳۲	۰/۰۰۰۰
اهرم مالی	-۰/۱۶۵۲	۰/۱۶۳۳	-۰/۰۱۱۳	-۰/۳۱۲۲
عدم اطمینان خاص	۰/۱۴۸۹	۰/۰۶۴۳	۲/۳۱۵۳	۰/۰۲۰۹
عرض از مبدأ	-۰/۱۸۶۴	۰/۱۲۲۰	-۱/۵۲۷۴	-۰/۱۲۷۱
ضریب تعیین: ۰/۴۳۳۱	آماره F: ۶۰/۰۶۹۰	دوربین واتسون: ۱/۹۲۲۵		
ضریب تعیین تعدیل‌شده: ۰/۴۱۶۱	احتمال آماره F: ۰/۰۰۰۰			

## تخمین مدل رگرسیونی فرضیه دوم

نتایج آزمون فرضیه دوم در جدول ۱۱ بیان شده است.

## جدول ۱۱. نتایج تخمین مدل رگرسیونی فرضیه دوم

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	آماره T	احتمال آماره T
احساسات سرمایه‌گذاران	۰/۱۹۸۶	۰/۱۰۱۴	۱/۹۵۷۸	۰/۰۵۰۷
توانایی مدیریت	۰/۸۷۴۴	۰/۲۱۸۰	۴/۰۰۹۷	۰/۰۰۰۱
توانایی مدیریت × احساسات سرمایه‌گذاران	۰/۷۲۴۷	۰/۶۲۷۲	۱/۱۵۵۳	۰/۲۴۸۴
جریان وجه نقد آزاد	۲/۳۱۷۹	۰/۴۱۶۲	۵/۵۶۸۱	۰/۰۰۰۰
بازده دارایی‌ها	۰/۰۱۶۸	۰/۰۰۵۷	۲/۹۴۱۰	۰/۰۰۳۴
اعتمادبه‌نفس بیش از حد مدیریت	۲/۴۱۴۱	۰/۶۶۷۳	۳/۶۱۷۷	۰/۰۰۰۰
بازده حقوق صاحبان سهام	۰/۰۰۱۳	۰/۰۰۰۳	۳/۶۰۰۰	۰/۰۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۰۵۴	۰/۰۰۱۶	۳/۳۷۷۳	۰/۰۰۰۸
اهرم مالی	۰/۱۲۹۰	۰/۱۶۸۵	-۰/۷۶۵۴	۰/۴۴۴۶
عدم اطمینان خاص	۰/۱۶۹۸	۰/۰۶۳۹	۲/۶۵۵۹	۰/۰۰۸۱
عرض از مبدأ	-۰/۱۳۱۷	۰/۱۲۴۸	-۱/۰۵۵۳	۰/۲۹۱۷
ضریب تعیین: ۰/۴۳۳۱	آماره F: ۴۹/۱۵۴۱	دوربین واتسون: ۱/۹۴۹۷		
ضریب تعیین تعدیل‌شده: ۰/۴۲۳۳	احتمال آماره F: ۰/۰۰۰۰			

همان‌طور که در جدول ۱۱ نشان داده شده است، فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود، زیرا سطح معناداری در رابطه با متغیر تعامل توانایی مدیریت و احساسات سرمایه‌گذاران بیشتر از ۵ درصد است، بنابراین می‌توان استنباط کرد که توانایی مدیریت قادر به تعدیل رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری نیست. ضریب تعیین در این مدل برابر با ۰/۴۳ است. بدین معنا که متغیرهای مستقل و کنترلی ۴۳ درصد از تغییرات محافظه‌کاری حسابداری را توضیح می‌دهند. در رگسیون حداقل مربعات، به‌منظور بررسی معناداری کلی مدل از آماره F استفاده می‌شود. مقدار احتمال آماره F برابر با ۴۹/۱۵ و میزان معناداری این آماره نیز ۰/۰۰۰۰ به دست آمده که بیانگر معناداری کلی مدل در سطح خطای ۱ درصد است.

### آزمون‌های حساسیت – برآورد مدل بر اساس تعریف عملیاتی جایگزین متغیر وابسته

متغیر محافظه‌کاری به اشکال گوناگون و مختلفی برآورد می‌شود که مهم‌ترین این مدل‌ها بر مبنای اقلام تعهدی و رابطه بازده سود و سهام هستند (ستایش و شمس‌الدینی، ۱۳۹۲). در این پژوهش، به دلیل پایین بودن سطح کارایی بازار سرمایه ایران (جوزبرکند و پناهیان، ۱۳۹۹)، از مدل گیولی و هین (۲۰۰۰) به عنوان نماینده مدل مبتنی بر اقلام تعهدی استفاده شده است. با این حال، برای اطمینان بیشتر از مدل خان و واتس (۲۰۰۹) به عنوان نماینده مدل مبتنی بر رابطه بازده سود و سهام در چارچوب آزمون‌های حساسیت استفاده شد که نتایجی مطابق با یافته‌های مدل گیولی و هین (۲۰۰۰) مشاهده شد. تخمین مدل اول بر اساس نحوه اندازه‌گیری روش جایگزین یعنی روش خان و واتس (۲۰۰۹) نشان داد که ضریب و سطح معناداری آن به ترتیب برابر با ۰/۲۳۳۲۲ و ۰/۰۲۴۴ است. تخمین مدل نیز منطبق با یافته‌های اصلی پژوهش نمایان شده در جدول ۱۲ است که ضریب متغیر تعامل توانایی مدیریت و احساسات سرمایه‌گذاران و سطح معناداری آن به ترتیب برابر با ۰/۷۰۷۶ و ۰/۲۶۶۰ است.

### بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

افزایش قیمت سهام ناشی از احساسات سرمایه‌گذاران، مشکلات زیادی نظیر عدم ثبات نسبی قیمت سهام، بی‌اعتمادی سرمایه‌گذار، منحرف کردن ارزش بنیادی شرکت، خروج سرمایه‌گذار و در نتیجه، افزایش ریسک دعوی علیه شرکت و مدیریت را به وجود می‌آورد. در این بین، محافظه‌کاری حسابداری به عنوان عاملی که به شناسایی به موقع اخبار بد و به تأخیر انداختن اخبار خوب منجر می‌شود، قادر است احساسات سرمایه‌گذاران را کنترل کرده و تا حدودی کاهش دهد. افزایش توانایی مدیریت، موجب کاهش رفتارهای فرصت‌طلبانه می‌شود. از این رو، مدیران کارا و توانا برای استفاده از محافظه‌کاری در دوره تشدید احساسات سرمایه‌گذاران متفاوت از سایر مدیران عمل می‌کنند. هدف از این پژوهش، بررسی اثر توانایی مدیریت بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای این منظور دو فرضیه تدوین شده که نتایج آنها به شرح ذیل است.

یافته‌ها حاکی از آن است که بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. بنابر نتایج این فرضیه می‌توان استنباط کرد که شرکت‌ها به احساسات سرمایه‌گذاران حساسیت نشان می‌دهند، یعنی زمانی که تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران همراه با احساسات خوش‌بینانه است، بنگاه‌های اقتصادی به‌منظور جلوگیری و

کاهش این تورش رفتاری به ارائه سریع‌تر اخبار بد و شناسایی زود هنگام ضررهای اقتصادی و همچنین به تأخیر انداختن اخبار خوب و شناسایی سخت‌گیرانه‌تر عایدات اقدام می‌کنند تا از مشکلات آتی که ناشی از احساسات سرمایه‌گذاران است تا حدودی جلوگیری کنند. به بیان دیگر، مدیران در دوره‌های پایین بودن احساسات سرمایه‌گذاران در ارائه و افشای اطلاعات بی‌مهاباتر عمل می‌کنند تا بتوانند ذهنیت تقریباً خنثی یا منفی تحلیلگران و سرمایه‌گذاران را به شرکت خوش‌بین کنند و در شرایط بالا بودن احساسات سرمایه‌گذاران به دنبال به ثبات رساندن این ذهنیت، به انتشار اخبار بد و جلوگیری از اخبار خوب اقدام می‌کنند. از این یافته می‌توان استنباط کرد که شرکت‌های نمونه، هزینه‌های ناشی سوءاستفاده از احساسات سرمایه‌گذاران را به عایدات ناشی از این تورش رفتاری ارجح می‌دانند. در واقع، تیم مدیریتی شرکت‌های نمونه با نگاهی بلندمدت در چارچوب رفتاری کارا به احساسات سرمایه‌گذاران می‌نگرند و در راستای اجتناب از بروز طرح دعوی در آینده برای شرکت، توقع بالا و نابه‌جای سرمایه‌گذاران و تحلیلگران را با سازوکارهای افشای اطلاعاتی محافظه‌کارانه کنترل می‌کنند. نتایج این فرضیه با یافته‌های براون و همکاران (۲۰۱۲) مغایر بوده و با یافته‌های پژوهش جی و همکاران (۲۰۱۸) مطابقت دارد.

علاوه بر این، نتایج پژوهش نشان می‌دهد که توانایی مدیریت، رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری را تشدید (تضعیف) نمی‌کند. زیرا وجود مدیر توانا در بنگاه اقتصادی به افزایش محافظه‌کاری در شرایط وجود احساسات سرمایه‌گذاران قادر نیست. به بیان دیگر، مدیریت واحد اقتصادی، چه توانا و چه ناتوان، در دوره تشدید احساسات سرمایه‌گذاران از محافظه‌کاری حسابداری به عنوان یکی از سازوکارهای مقابله با این تورش رفتاری استفاده می‌کند. وجود منابع مالی ناپایدار، ساختار نامناسب سازمان‌های اقتصادی، نامتقارن بودن اطلاعات در بازار سرمایه ایران، عوامل سیاسی، قدرت بیش از حد سرمایه‌گذاران نهادی و... دلایلی هستند که اگر مدیری توانایی بالای نیز داشته باشد، قادر به بهبود وضعیت مالی شرکت نخواهد بود. یافته‌های این فرضیه با نتایج جی و همکاران (۲۰۱۸) و دونگ و همکاران (۲۰۱۸) مغایر است.

احساسات سرمایه‌گذاران به‌طور عمده از عدم شفافیت بازارهای مالی و عدم تقارن اطلاعاتی تأثیر می‌پذیرد، بدین منظور، از یک سو، به مدیریت شرکت‌ها توصیه می‌شود برای دوری از مشکلات ناشی از احساسات سرمایه‌گذاری به بهبود کیفیت گزارش‌های مالی و افشای اطلاعات اختیاری اقدام کنند و از سوی دیگر به قانون‌گذاران بازار سرمایه نیز توصیه می‌شود از سازوکارهای تشویقی مناسب برای بهبود شفافیت مالی و کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی استفاده کنند. همچنین استفاده از سازوکارهای محافظه‌کاری قبل از تشدید احساسات سرمایه‌گذاران نیز به مدیران توصیه می‌شود، زیرا جلوگیری از این تورش رفتاری در مقایسه با کنترل آن، مؤثرتر و کم‌هزینه‌تر به نظر می‌رسد. افزون بر این، تأیید فرضیه نخست پژوهش نشان می‌دهد که اگر احساسات سرمایه‌گذاران تغییر (رشد) کند، محافظه‌کاری حسابداری نیز تغییر (رشد) می‌کند. از این رو، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود با دقت بیشتری به خریدوفروش سهام بپردازند، زیرا باید انتظار داشت که روند رو به رشد سهام با انتشار اطلاعات در چارچوب محافظه‌کاری حسابداری تغییر کند.

علاوه بر موارد یادشده، هیئت استانداردهای مالی، از سازوکارهای محافظه‌کاری حسابداری انتقاد کرده و محافظه‌کاری حسابداری را از چارچوب مفهومی مشترک هیئت استانداردهای حسابداری و هیئت استانداردهای حسابداری

بین‌المللی حذف کرده (جی و همکاران، ۲۰۱۸؛ واتس و زو<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶ و هیئت استانداردهای حسابداری مالی<sup>۲</sup>، ۲۰۱۰). از این رو، به تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری پیشنهاد می‌شود، در صورت تمایل به هم‌گرایی استانداردهای حسابداری ایران و استانداردهای حسابداری مطابق با پیشنهادهای هیئت استانداردهای حسابداری به این موضوع توجه کنند که حذف محافظه‌کاری در استانداردهای حسابداری می‌تواند بر بازار سرمایه کشور تأثیر مخربی بگذارد. ضرورت پژوهش در حوزه مالی، رفتاری کاملاً مشهود است، با این حال در سطح داخلی پژوهش‌های کمی انجام شده است. از این رو، پیشنهاد می‌شود تأثیر متغیر احساسات سرمایه‌گذاران بر هزینه تأمین سرمایه، شکاف قیمت خرید و فروش، طرح دعوی علیه مدیرعامل و سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها بررسی شود.

## منابع

- انصاری، عبدالمهدی؛ خورشیدی، علیرضا؛ شیرزاد، علی (۱۳۹۳). بررسی تأثیر مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی و واقعی سود بر نقدشوندگی سهام و ارزش سهام. *دانش حسابداری و حسابرسی، مدیریت*، ۱۱ (۳)، ۴۱-۵۴.
- آقاییک‌زاده، مهدی؛ فروغی، داریوش؛ دستگیر، محسن (۱۳۹۶). تأثیر محافظه‌کاری و تأخیر در افشای اخبار هم‌زمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه بر واکنش بازار سهام. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۴ (۲)، ۱۷۳-۱۹۶.
- بشیری منش، نازنین؛ اورادی، جواد (۱۳۹۸). رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود حسابداری، پژوهش‌های حسابداری، ۹ (۳۳)، ۷۷-۹۹.
- بنی مهد، بهمن؛ باغبانی، تهمینه (۱۳۸۸). اثر محافظه‌کاری حسابداری، مالکیت دولتی، اندازه شرکت و نسبت اهرم مالی بر زیان‌دهی شرکت‌ها. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۶ (۵۸)، ۵۳-۷۰.
- بنی مهد، بهمن؛ عربی، مهدی؛ حسن‌پور، شیوا (۱۳۹۵). پژوهش‌های تجربی و روش‌شناسی در حسابداری، تهران: ترمه.
- بولو، قاسم؛ مرفوع، محمد؛ ابوالحسنی طرقي، علیرضا (۱۳۹۳). رابطه بین بازده غیرعادی و حسابداری محافظه‌کارانه در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش حسابرسی*، ۱۴ (۵۷)، ۲۷-۶۳.
- جوزبرکند، محمد؛ پناهیان، حسین (۱۳۹۹). ارزیابی کارایی بازار سرمایه با استفاده از مدل‌های پیشرفته اقتصادسنجی در بورس اوراق بهادار تهران. *مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، ۱۱ (۴۳)، ۷۶-۱۰۵.
- حاجب، حمید رضا؛ غیوری مقدم، علی رضا؛ غفاری، محمدجواد (۱۳۹۳). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر ساختار سرمایه در صنعت مواد و محصولات دارویی، *مجله حسابداری سلامت*، ۳ (۳)، ۱-۱۷.
- حیدرپور، فرزانه؛ تارپوردی؛ یداله؛ محرابی، مریم (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. *مجله دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، ۶ (۱۷)، ۱-۱۳.
- زارعی، علی؛ دارابی، رویا (۱۳۹۶). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۰ (۳۷)، ۱۳۱-۱۵۸.

1. Watts & Zuo

2. Financial Accounting Standards Board (FASB)

- ستایش، محمد حسین؛ شمس‌الدینی، کاظم (۱۳۹۲). مدل پیشنهادی جدید برای محاسبه محافظه‌کاری حسابداری. *حسابدار رسمی*، (۲۳) ۶۸-۷۳.
- ستایش، محمد حسین؛ شمس‌الدینی، کاظم (۱۳۹۵). بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، ۸ (۱)، ۱۰۳-۱۲۵.
- سعیدی، علی؛ نیکومرام، هاشم (۱۳۸۷). اندازه‌گیری عکس‌العمل رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار سهام. *جستارهای اقتصادی*، (۹) ۲۳۷-۲۷۷.
- شعری آناقیز، صابر؛ حساس یگانه، یحیی؛ سدیدی، مهدی؛ نره‌ئی، بنیامین (۱۳۹۵). تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاران. *فصلنامه حسابداری مالی*، ۸ (۳۲)، ۱-۳۷.
- شمس‌الدینی، کاظم (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین رفتار سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام و شخصیت آنان در بورس اوراق بهادار تهران. رساله دکتری حسابداری: دانشگاه شیراز.
- صالحی، مهدی؛ عباس زاده، محمد رضا؛ احمدی، احمد (۱۳۹۸). بررسی اثرهای محافظه‌کاری کاری شرطی و غیرشرطی بر رفتار سرمایه‌گذاری و بازدهی آتی شرکت‌ها، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۱ (۴۲)، ۱-۲۲.
- صحت، سعید؛ شریعت پناهی، سید مجید؛ مسافری راد، فراز (۱۳۹۰). رابطه بازده دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام و ارزش افزوده اقتصادی در صنعت بیمه. *فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۹ (۳۲)، ۱۲۱-۱۴۰.
- طلایی، مونا؛ رضایی، فرزین؛ حیدریان، سمیه (۱۳۹۸). ارتباط توانایی مدیریتی و محافظه‌کاری غیرشرطی حسابداری، با تأکید بر نقش درماندگی مالی در شرکت. *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۳ (۱۴)، ۱-۱۶.
- فخاری، حسین؛ طاهری، عصمت‌السادات (۱۳۸۹). بررسی تأثیر سهام شناور آزاد بر شاخص‌های نقدشوندگی در بورس تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۳ (۳)، ۱۴۷-۱۶۱.
- کاردان، بهزاد؛ ودیعی، محمد حسین؛ ذوالفقار آرانی، محمد حسین (۱۳۹۶). نقش تمایلات رفتاری (احساسات و هیجان‌ها) سرمایه‌گذاران در ارزش‌گذاری شرکت. *مجله دانش حسابداری*، ۸ (۴)، ۷-۳۵.
- مدرس، احمد؛ حصارزاده، رضا (۱۳۸۷). کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۳ (۴)، ۸۵-۱۱۶.
- مراذزاده، مهدی (۱۳۹۵). توانایی مدیریتی، کارایی سرمایه‌گذاری و ریسک سقوط آتی قیمت سهام. *فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۲ (۵۰)، ۲۵-۵۶.
- هاشمی، سید عباس؛ امیری، هادی؛ احمدی، میلاد (۱۳۹۳). تأثیر احتیاط مدیریتی بر عملکرد عملیاتی و محافظه‌کاری حسابداری. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱ (۳)، ۳۸۷-۴۰۷.

## References

- Aghabikzadeh, Mehdi; Foroughi, Dariush; Arrested, Mohsen. (2017). The effect of conservatism and delays in the disclosure of concurrent earnings news and annual

- earnings forecasts on stock market response. *Accounting and Auditing Reviews*, 24 (2), 196-173. (in Persian)
- Ahmed, A. and Duellamann S. (2013). Managerial overconfidence and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 51 (1), 1-30.
- Amin, J., Eshleman, D. J. and Guo, P. (2020). Investor Sentiment, Misstatements, and Auditor Behavior, *Contemporary Accounting Research*. 597-2635. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3507628> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3507628>
- Amin, K., Eshleman, J. D. and Feng, Q. (2018). The effect of the SEC's XBRL mandate on audit report lags. *Accounting Horizons*, 32 (1), 1-27.
- Ansari, Abdolmahdi; Khorshidi, Alireza; Shirzad, Ali (2014). Investigating the effect of earnings management based on accrual and real earnings items on stock liquidity and stock value. *Accounting and Auditing Knowledge, Management*, 11 (3), 41-54. (in Persian)
- Baker, M., Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Ball, R. and Shivakumar, L. (2005). Earnings quality in UK private firms: Comparative loss recognition timeliness. *Journal of Accounting and Economics* 39(4), 83-128.
- Bani Mahd, Bahman and Baghbani, Tahmineh (2009). The effect of accounting conservatism, government ownership, firm size and leverage ratio on corporate losses. *Accounting and Auditing Reviews*, 16 (58), 70-53. (in Persian)
- Bani Mahd, Bahman; Arabi, Mehdi and Hassanpour, Shiva (2017). *Experimental and methodological research in accounting*, Tehran: Termeh. (in Persian)
- Bashiri Manesh, Nazanin; Oradi, Javad (2019). Emotional Behavior of Investors and Accounting earnings management. *Accounting Research*, 9 (33), 77-99. (in Persian)
- Basu, S. (1997). The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 3-37.
- Beaver, W.H. and Ryan, S.G. (2005). Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling. *Review of Accounting Studies*, 10 (2-3), 269-309.
- Ben-Rephael, A., Kandel, S. and Wohl, A. (2012). Measuring investor sentiment with mutual fund flows. *Journal of Financial Economics*, 104 (2), 363-382.
- Bergman, N. K., and Roychowdhury, S. (2008). Investor sentiment and corporate disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46 (5), 1057-1083.
- Biddle, G., Hilary, G. and Verdi, R.S. (2009). How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 48, 112-131.
- Blunck, R. (2009). Does conservative accounting reduce litigation costs? *Working paper*, University of Iowa.
- Bolo, Qasim; Marfo, Mohamad; Abolhassani Torghi, Alireza (2014). The Relationship between Abnormal Returns and Conservative Accounting in Tehran Stock Exchange. *Auditing Knowledge*, 14 (57), 27-63. (in Persian)

- Brown, G. W. (1999). Volatility, sentiment, and noise traders. *Financial Analysts Journal* 55 (2), 82-90
- Brown, G. W., and Cliff, M. T. (2005). Investor sentiment and asset valuation. *The Journal of Business*, 78 (2), 405-440.
- Brown, N. C., Christensen, T. E., Elliott, W. B. and Mergenthaler, R. D. (2012). Investor sentiment and pro forma earnings disclosures. *Journal of Accounting Research*, 50 (1), 1-40.
- Demerjian, P., Lev, B. and McVay, S. (2012). Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests. *Management Science*, 58(7), 1229-1248.
- Duong, H., Schuldt, M. and Gotti, G. (2018). Investor sentiment and timely loss recognition. *Review of Accounting and Finance*, 17(3), 383-404.
- Fakhari, Hossein and Taheri, Esmat al-Sadat (2010). Investigating the Impact of Free Floating Stocks on Liquidity Indices in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 3 (3), 147-161. (in Persian)
- Fama, E. F. and Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and contro. *Journal of Law and Economics*, 26(4), 327-349.
- Feltham, G.A. and Ohlson, J.A. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, 11 (2), 689– 731.
- Feltham, G.A., and Ohlson, J.A. (1995). Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689-731.
- Fernandes, J.L.B., Pena, J. I. and Tabak, B.M. (2009). Behavior Finance and Estimation Risk in Stochastic Portfolio Optimization. Banco Central Do Brasil, *Working Paper* No. 184.
- Financial Accounting Standards Board (FASB). (2010). *Conceptual Framework for Financial Reporting*. Chapter 1: The Objective of General Purpose Financial Reporting, and Chapter 3: Qualitative Characteristics of Useful Financial Information. Statement of Financial Accounting Concepts No. 8. Norwalk, CT: FASB.
- Fu, J., Wu, X., Lin, Y., Chen, R. (2020). Firm-specific investor sentiment and stock price crash risk. *Finance Research Letters*, 38, 1-16.
- Ge, R. and Seybert, N. and Zhang, F. (2018). Investor Sentiment and Accounting Conservatism (April 19, 2018). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3049490> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3049490>.
- Ge, R., Seybert, N. and Zhang, F.F. (2012). Investor Sentiment and Conditional Accounting Conservatism. In: *American Accounting Association (AAA) .(2012). Annual Conference.*, 4-8 August 2012, Washington, DC.
- Givoly, D., Hayn, C. (2000). The Changing Time-Series Properties of Earnings, Cash Flows and Accruals: Has Financial Reporting Become More Conservative? *Journal of Accounting and Economics*, (29), 287-302.
- Guedhami, O., Pittman, J. A. and Saffar, W. (2014). Auditor choice in politically connected firms. *Journal of Accounting Research*, 52 (1), 107-162.



- Haidarpour, Farzaneh; Tarivardi, Yadaleh and Mehrabi, Maryam (2013). The effect of investors' emotional tendencies on stock returns. *Journal of Financial Knowledge of Securities Analysis*, 6 (17), 1-13. (in Persian)
- Hajib, Hamid Reza; Ghaiory Moghadam, Ali Reza and Ghaffari, Mohammad Javad (2014). The effect of management ability on capital structure in the industry of materials and pharmaceutical products. *Journal of Health Accounting*, 3 (3), 1-17. (in Persian)
- Hashemi, Seyed Abbas; Amiri, Hadi; Ahmadi, Milad (2014). The Impact of Managerial Needs on Accounting Performance and Accounting Conservatism. *Accounting and auditing reviews*, 21 (3), 407-387. (in Persian)
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, 76 (2), 323-329.
- Jones, A. L. & Bandopadhyaya, A. (2005). Measuring Investor Sentiment in Equity Markets. *Financial Services Forum Publications*, 6 (14), 36-49.
- Jozberkand, Mohammad; Panahian, Hossein (2020). Evaluating the efficiency of the capital market using advanced econometric models in the Tehran Stock Exchange. *Financial engineering and securities management*, 11 (43), 76-105. (in Persian)
- Kardan, Behzad; Wadei, Mohammad Hosain; Zulfikar Arani, Mohammad Hosein (2017). The Role of Investors' Behavioral Tendencies (Emotions and Emotions) in Company Valuation. *Journal of Accounting Knowledge*, 8, (4), 7-35. (in Persian)
- Kaszniak, R. (1999). On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research*, (37), 57-81.
- Khan, M., Watts, R.L. (2009). Estimation and Empirical Properties of a Firm-Year Measure of Accounting Conservatism. *Journal of Accounting and Economics*, 48(2,3), 132-150.
- Kim, T. & Ha, A. (2010). Investor Sentiment and Market Anomalies. 23rd *Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper*, Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- LaFond, R., & Roychowdhury, S. (2008). Managerial ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*, 46(1), 101-123.
- Lara, J.M.G., Osama, B.G., Penalva, F. (2009). Accounting conservatism and corporate governance. *Review of Accounting Studies*, 14(1), 161-201.
- Lehn, K., & Poulsen, A. (1989). Free cash flow and stock holder gains in going private transactions. *Journal of Finance*, 15 (44), 774-789.
- Lerner, J. (1994). Venture capitalists and the decision to go public. *Journal of Financial Economics*, 35 (3), 293-316.
- Libby, R. and Luft, J. (1993). Determinants of judgment performance in accounting settings: ability, knowledge, motivation and environment. *Accounting Organizations and Society*, 15(7), 425-450.
- Ling, D.C., Naranjo, A., Scheick, B. (2013). Investor sentiment, limits to arbitrage and private market returns. *Real Estate Economics*, 42(3), 531-577.

- Loughran, T., Ritter, J. R. and Rydqvist, K. (1994). Initial public offerings: International insights. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2 (2), 165-199.
- Modarres, Ahmad; Hesarzadeh, Reza (2009). Financial Reporting Quality and Investment Efficiency. *Stock Exchange Quarterly*, 3 (4), 116-85. (in Persian)
- Moradzadeh, Mehdi (2016). Managerial Ability, Investment Efficiency and Risk of Future Stock Price Fall. *Journal of Experimental Financial Accounting Studies*, 12 (50), 25-56. (in Persian)
- Neal, R. and Wheatley, S. M. (1998). Do measures of investor sentiment predict returns? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 33 (04), 523-547.
- Persaud, A. (1996). Investors' Changing Appetite for Risk, JPMorgan Securities Ltd. *Global FX Research*.
- Qiang, X. (2007). The Effects of Contracting, Litigation, Regulation, and Tax Costs on Conditional and Unconditional Conservatism: Cross-sectional Evidence at the Firm Level'. *The Accounting Review*, 82 (3), 759-796.
- Saeedi, Ali and Nikomram, Hashem (2008). Measuring the Behavioral Reaction of Investors in the Stock Market. *Economic Research*, 5 (9), 237-277. (in Persian)
- Salehi, Mehdi; Abbaszadeh, Mohammad Reza; Ahmadi, Ahmad (2019). Investigating the Effects of Conditional and Unconditional Conservatism on Investment Behavior and Futures Return of Companies. *Accounting Finance and Auditing Research*, 11 (42), 1-22. (in Persian)
- Satayesh, Mohammad Hussein; Shams al-Dini, Kazem (2013). New proposed model for calculating accounting conservatism. *Certified Public Accountant*, (23) 68-73. (in Persian)
- Sehat, Saeed; Shariat Panahi, Seyed Majid; Mosaferi Rad, Faraz (2011). Relationship between Return on Assets, Return on Equity and Economic Value Added in Insurance Industry. *Quarterly Journal of Experimental Financial Accounting Studies*, 9 (32), 121-140. (in Persian)
- Seybert, N., and Yang, H. I. (2012). The party's over: The role of earnings guidance in resolving sentiment-driven overvaluation. *Management Science* 58 (2), 308-319.
- Shams al-Dini, Kazem (2015). *Investigating the Relationship between Investors' Behavior on Stock Prices and Their Personality in Tehran Stock Exchange*. PhD Thesis in Accounting: Shiraz University. (in Persian)
- Sheri Anaqiz, Saber; Hasas Yeganeh, Yahya; Sadidi, Mahdi, Naree, Beniamin (2016). Investors' Emotional Decision Making, Corporate Governance and Investor Efficiency. *Financial Accounting Quarterly*, 8 (32), 1-37. (in Persian)
- Simpson, A. (2013). Does investor sentiment affect earnings management? *Journal of Business Finance and Accounting*, 40(7-8), 869-900.
- Stayesh, Mohammad Hossain; Shamsuddin, Kazem (2016). Investigating the Relationship between Investors' Emotional Tendency and Stock Prices of Companies Listed on Tehran

- Stock Exchange, Shiraz University. *Journal of Advanced Accounting*, 8, (1), 103-125. (in Persian)
- Talae, Mona; Rezaei, Farzin; Heydarian, Somayeh (2019). Relationship between managerial ability and unconditional accounting conservatism, with emphasis on the role of financial distress in the company. *New research approaches in management and accounting*, 3 (14), 1-16. (in Persian)
- Teymouri, M. R., Sadeghi, M. (2020). Investigating the Effect of Firm Characteristics on Accounting Conservatism and the Effect of Accounting Conservatism on Financial Governance. *Arch Pharma Pract*, 11(S1), 124-33.
- Teymouri, M. R., Sadeghi, M. (2020). Investigating the Effect of Firm Characteristics on Accounting Conservatism and the Effect of Accounting Conservatism on Financial Governance. *Arch Pharma Pract*, 11(S1), 124-33.
- Watts, R. (1986). Conservatism in accounting, Part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*, 17 (3), 207-221.
- Watts, R. L., and Zuo, L. (2016). Understanding practice and institutions: A historical perspective. *Accounting Horizons*, 30 (3), 409-423.
- Watts, R., and Zimmerman, J. (1986). *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.
- Watts, R.L. (1993). A proposal for research on conservatism. *Working paper*, University of Rochester (presented at the American Accounting Association Annual Meeting, San Francisco).
- Watts, R.L. (2003). Conservatism in Accounting Part i: Explanations and Implications. *Accounting Horizons*, 17(4), 207-221.
- Zarei, Ali; Darabi, Roya (2017). The Impact of Investors' Emotional Tendencies on Voluntary Disclosure in the Iranian Capital Market. *Financial Accounting and Auditing Research*, 10 (37), 131-158. (in Persian)
- Zhong, Zh. Li, W. (2017). Accounting Conservatism: A Literature Review. *Australian Accounting Review*, 27(2), 1-19.
- Zhu, B., Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China, Pacific-Basin. *Finance Journal*, 38 (3), 125-134.