



## اثر توانایی مدیران بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران

کیوان عزیزی<sup>۱</sup>

فرزاد ایوانی<sup>۲</sup>

حدیث عبدی<sup>۳</sup>

سید جواد دلاوری<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۲/۱۱/۰۸

تاریخ دریافت: ۱۴۰۲/۰۹/۱۵

### چکیده

در پارادایم مالی رفتاری، فرض انسان به‌عنوان موجودی منطقی که همواره در بهینه‌سازی منافع‌اش کامیاب است، مورد تردید قرار می‌گیرد. طرفداران دانش مالی رفتاری اعتقاد راسخی دارند که آگاهی از "تمایلات روانشناختی" در عرصه سرمایه‌گذاری، کاملاً ضروری و نیازمند توسعه جدی دامنه مطالعاتی است. بر همین اساس، هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین نسبت‌های مالی به‌عنوان معیاری از اطلاعات حسابداری بر الگوی رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران و همچنین بررسی تأثیر توانایی مدیران بر این رابطه بوده است. به‌منظور دستیابی به هدف پژوهش، تعداد ۱۰۵ شرکت از میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به روش حذف سیستماتیک انتخاب و با استفاده از نرم‌افزار ایویوز و استاتا آزمون گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داده است که از بین مؤلفه‌های نسبت‌های مالی؛ بین نسبت جاری، نسبت آبی، نسبت سود ناخالص، نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام، نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها، نسبت بازده دارایی‌ها و نسبت سود هر سهم با رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معنادار وجود داشته است. نتایج حاضر نشان داد که در محتوای اطلاعات حسابداری به‌ویژه با استفاده از برخی نسبت‌های مالی می‌توان رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران را پیش‌بینی نمود. از طرفی یافته‌ها حاکی از تأثیر معنادار توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت‌های مالی (نسبت جاری، نسبت آبی، نسبت سود ناخالص و نسبت سود هر سهم) و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران بوده است.

**واژه‌های کلیدی:** اطلاعات حسابداری، نسبت‌های مالی، رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران، توانایی مدیران.

۱ گروه حسابداری، دانشگاه غیرانتفاعی کبیر غرب، کرمانشاه، ایران، Ke-azizi@yahoo.com

۲ گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه رازی، کرمانشاه، ایران، (نویسنده مسئول)، feivani@razi.ac.ir

۳ گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه رازی، کرمانشاه، ایران، hadisabdi.2020@gmail.com

۴ گروه حسابداری، دانشکده علوم اجتماعی، دانشگاه رازی، کرمانشاه، ایران، dellavari@razi.ac.ir



## ۱- مقدمه

وجود بازار سرمایه قوی، یکی از ارکان مهم رشد و توسعه اقتصادی است. این بازار با استفاده از مکانیسم‌های درونی خود به تعیین قیمت عادلانه سهام و تخصیص بهینه سرمایه می‌پردازد و پیشرفت و گسترش آن معیاری جهت رتبه‌بندی کشورها از لحاظ توسعه اقتصادی تلقی می‌شود. امروزه با توجه به محدودیت منابع اقتصادی در کشورهای جهان، تمام تلاش مدیران و مسئولین بر این است تا با صرف کمترین منابع به حداکثر نتایج مطلوب دست یابند؛ لذا در این بین توجه و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری در هر بخش از اقتصاد یکی از کلیدی‌ترین مسأله‌های هر کشور بوده و به امری انکارناپذیر تبدیل شده است. امروزه سیستم‌های اطلاعاتی حسابداری نقش بسیار مهمی در گردش فعالیت سازمان‌ها دارند، در این بین گزارش‌های مالی از مهم‌ترین محصولات سیستم حسابداری می‌باشند که هدف آن فراهم آوردن اطلاعات لازم برای ارزیابی عملکرد، توانایی کسب سود، پیش‌بینی آینده و غیره است. با چنین رویکردی، اطلاعات حسابداری منبع اطلاعاتی غنی در تصمیم‌گیری‌ها و سرمایه‌گذاری می‌باشند (ستایش و رحیمی، ۱۴۰۲) و در مجموعه محیط اقتصادی کشورها وظیفه‌ای با اهمیت بر عهده دارند، زیرا بسیاری از تصمیمات اقتصادی اتخاذ شده بر اساس اطلاعات حاصل از این سیستم‌ها، سهم عمده‌ای از مبادلات اوراق بهادار به خریدوفروش سهام شرکت‌ها اختصاص دارد که آن نیز به نوبه خود می‌تواند تحت تأثیر ارقام و اطلاعات حسابداری باشد (ثقفی و عرب مازار یزدی، ۱۳۸۹). از طرفی هرگونه پژوهش در زمینه نحوه اثرگذاری اطلاعات حسابداری بر طیف وسیع تصمیم‌گیرندگان ذینفع در شرکت‌ها، به درک بهتر از چگونگی نقش این اطلاعات و ضرورت افشای بیشتر و بهتر آن‌ها کمک می‌کند. اطلاعات حسابداری برای سرمایه‌گذاران زمینه‌ای ایجاد می‌کند که بتوانند به ارزیابی سودها و توان رشد و همچنین ریسک در سیاست سرمایه‌گذاری شرکت بپردازند. از طرفی اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا برای سرمایه‌گذاران زمانی مفید خواهد بود که بر روی قیمت سهام یا حجم معامله اثرگذار باشد. معمولاً زمانی که اطلاعات تازه‌ای از وضعیت شرکت‌ها در بازار منتشر می‌شود این اطلاعات توسط تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران و سایر افراد تجزیه و تحلیل می‌شود و بر مبنای آن تصمیمات مربوط به خریدوفروش سهام اتخاذ می‌گردد، این اطلاعات و نحوه تأثیر آن‌ها بر رفتار استفاده‌کنندگان، به‌ویژه سهامداران باعث تغییر قیمت و حجم معاملات سهام می‌شود؛ زیرا نحوه برخورد افراد با این اطلاعات جدید نوسانات قیمتی را شکل می‌دهد؛ بنابراین در صورت نشت اطلاعات، واکنش‌های متفاوتی از سوی سرمایه‌گذاران به واسطه وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه قابل مشاهده می‌باشد که این امر تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده‌ای را از وضعیت جاری بازار به همراه خواهد داشت (حسین پور و باغبانی، ۱۴۰۰).

از طرفی ادبیات مالی رفتاری برخی عوامل خرد را که بر تمایلات سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد، را بررسی می‌کند و از یک‌سو با توجه به این احتمال که ممکن است تحریف‌های چشمگیری در اطلاعات ارائه‌شده توسط شرکت‌ها (اطلاعات حسابداری) به‌ویژه از طریق صورت‌های مالی وجود داشته باشد، نشت گرفته از کیفیت اطلاعات حسابداری می‌داند و از سوی دیگر با توجه به مطرح بودن پدیده‌هایی مانند ویژگی‌های ذاتی کسب

رویه و کار، افشا رویه‌های شرکت، پیش‌بینی‌ناپذیری رویدادها، محدودیت اطلاعات و تضاد منافع میان سرمایه‌گذاران و مدیران برآمده از عدم تقارن اطلاعاتی می‌پندارد؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که افشای اطلاعات حسابداری به‌موقع و باکیفیت موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و این اطلاعات می‌تواند بر تمایلات و رفتار سرمایه‌گذاران در بازار سهام تأثیرگذار باشند (بهار مقدم و جوکار، ۱۳۹۷). همچنین برخی محققین اظهار نموده‌اند که تأثیر اطلاعات حسابداری می‌تواند از طریق افشای اطلاعاتی نظیر نسبت‌های مالی و سایر اطلاعات دیگری بر رفتارهای سرمایه‌گذاران صورت گیرد؛ در نتیجه بررسی عوامل تأثیرگذار بر رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران می‌تواند بر ارزش‌گذاری سهام تأثیر بسزایی داشته باشد. از طرفی برخی محققین ابراز نموده‌اند که شرکت‌های دارای قابلیت و توانایی مدیریتی برتر، توانایی سرمایه‌گذاری بهتری در طول دوره بحران دارند که منجر به خلق سوددهی بالا و عرضه اوراق بهادار بیشتر خواهد شد. در مجموع، نتایج بررسی‌ها نشان داده است که توانایی مدیریتی با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، عملکرد شرکت را تقویت کرده، رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران را بهبود می‌دهد، سوددهی و ظرفیت استقراض را بهبود می‌بخشد. همچنین توانایی مدیران می‌تواند بر رابطه بین کیفیت گزارش‌های مالی و کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر بگذارد و از این طریق هم بر بهبود رفتارهای سرمایه‌گذاران در انتخاب تصمیمات بهینه و سودمند مؤثر باشد (خوشکار و همکاران، ۱۴۰۰). در واقع مدیران با توانایی بالاتر، قادر به پیش‌بینی تغییرات در شرایط اقتصادی که می‌تواند بر فعالیت‌های شرکت تأثیرگذار باشد، هستند و به‌منظور جلب اعتماد سرمایه‌گذاران، اطلاعات باکیفیت‌تری را در اختیار آن‌ها قرار می‌دهند. با کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، کارایی اطلاعاتی قیمت سهام و به‌تبع آن کارایی معاملاتی سرمایه‌گذاران افزایش یافته و پس‌از آن تأخیر در تعدیل قیمت سهام کاهش می‌یابد (فیل سرائی، ۱۴۰۲).

پرداختن به تحقیقات جدید بیشتر در خصوص شکل‌گیری رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار می‌باشد. در اکثر کشورها، شناخت و بررسی فرآیند تصمیم‌گیری مشارکت‌کنندگان در بورس، همواره موضوعی مهم برای تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران در بازار بوده است. در این راستا، محققان تلاش‌های قابل‌توجهی جهت مطالعه و درک رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران و به دنبال آن تأثیرپذیری این عوامل از افشای اطلاعات حسابداری و شفافیت اطلاعات مالی داشته‌اند، چراکه رفتارهایی که متأثر از شفاف‌سازی اطلاعات صورت‌های مالی هستند از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند (یوسفی و شهرآبادی، ۱۳۸۸). پژوهش‌های انجام‌شده اغلب بیان کرده‌اند که کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم اطمینان اطلاعاتی با تورش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران ارتباط دارد و می‌تواند به واکنش کمتر و بیش‌از حد سرمایه‌گذاران در موقعیت‌های مختلف تصمیم‌گیری منجر شود (بهار مقدم و جوکار، ۱۳۹۷). با وجود این، مطالعات پیشین اغلب از طریق تجزیه و تحلیل واکنش مستقیم بازار و بررسی روند ارتباطی بین اطلاعات حسابداری و تغییرات قیمت سهام به این نتایج دست یافته‌اند و به‌طور مستقیم به بررسی تأثیر متفاوت بودن نسبت‌های مالی به‌عنوان معیار اطلاعات حسابداری بر رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران پرداخته‌اند و یا توضیحات اندکی در این زمینه ارائه کرده‌اند؛ بنابراین جا دارد سودمندی کیفیت اطلاعات حسابداری در

حوزه‌های مختلف مورد ارزیابی قرار گیرد، تا بتوان از این طریق از جایگاه فعلی این منبع اطلاعاتی در بررسی احساسات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه مطلع شد. درواقع هدف این پژوهش این است که به این پرسش پاسخ داده شود که اطلاعات مالی و حسابداری چگونه بر رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران به‌منظور سرمایه‌گذاری تأثیر دارد و تأثیر توانایی مدیران به‌عنوان متغیر تعدیل‌کننده بر این رابطه چگونه است. بدین منظور از نسبت‌های مالی به‌عنوان اطلاعات حسابداری جهت بررسی این اثر استفاده خواهد شد. پاسخ به این پرسش می‌تواند اطلاعات مهمی را در جهت بررسی رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران فراهم سازد و با بررسی عوامل تأثیرگذار بر رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران موجبات رونق بازار سرمایه را از طریق افشای به‌موقع و قابل‌اتکای اطلاعات حسابداری فراهم سازد.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

### ۲.۱. تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران

بازار سرمایه با هدف تأمین منابع بلندمدت برای سرمایه‌گذاری در بخش‌های مختلف اقتصادی، نقش عمده‌ای را در رشد و توسعه اقتصادی کشورهای پیشرفته ایفا نموده که در این میان، بورس اوراق بهادار به‌عنوان اصلی‌ترین بخش بازار سرمایه نقش اصلی در تشکیل بازار سرمایه، جذب و هدایت پس‌اندازها و نقدینگی سرگردان و پراکنده جامعه به مسیرهای بهینه و جهت دادن آن به‌طرف سرمایه‌گذاری مؤلّد را دارد (احمدی و همکاران، ۱۳۸۹). اگرچه مباحث رفتاری در دنیای سرمایه‌گذاری و موضوعات مالی قدمت دارد، اما از حدود ۳۰ سال گذشته تاکنون شاهد رشد و تبدیل این مباحث به یک رشته مستقل بوده‌ایم. ترکیب حساب قیمتی سهام در اواخر دهه ۱۹۹۰ در آمریکا بر اهمیت درک رفتار غیر عقلایی سرمایه‌گذاران افزود و موجب رواج واژه‌هایی نظیر انسان "نرمال" در برابر انسان "عقلایی" گردید. در دانش مالی رفتاری انسان "نرمال"، بیانگر توصیف رفتار واقعی انسان در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی است (آسیایی اقدم و همکاران، ۱۴۰۰: ۱۵۷). موضوع مالی رفتاری از جمله مباحث جدیدی است که در طول دو دهه گذشته توسط برخی اندیشمندان مالی مطرح گردید و به‌سرعت مورد توجه اساتید صاحب‌نظران و دانشجویان این رشته در سراسر دنیا قرار گرفت. در مباحث سرمایه‌گذاری، نوع تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عوامل مؤثر بر تصمیم‌گیری آن‌ها بسیار حائز اهمیت است. توجه روزافزون به نقش نگرش‌ها و فاکتورهای درونی افراد و روانشناسی بازار در بررسی‌های مالی باعث شده است که تمرکز بسیاری از مباحث مالی در دو دهه اخیر به سمت روانشناسی انسانی و حذف چارچوب‌های عقلی و منطقی صرف تغییر نموده و با استفاده از مفروضات واقعی‌تر به تبیین و توضیح رفتار بازارهای مالی پرداخته شود (حسینی و مرشدی، ۱۳۹۸: ۲).

اطلاعات حسابداری مهم‌ترین بخش اطلاعاتی در ارزیابی عملکرد محسوب می‌شود و در تمام معیارها و مبانی، اصل اساسی و انکارناپذیر است. یکی از پیامدهای سیر تحول حسابداری، استفاده از نسبت‌های مالی جهت ارزیابی عملکرد و تجزیه و تحلیل صورت‌های مالی است؛ درواقع تجزیه و تحلیل نسبت‌های مالی است که خود نوعی معیار ارزیابی عملکرد است که بنیان آن به‌طور کامل به صورت‌های مالی شامل ترازنامه،

صورت سود و زیان و صورت گردش وجه نقد بستگی دارد (محسنی و ره نورد، ۱۳۹۷). همچنین نسبت‌های مالی به‌عنوان بخشی از اطلاعات حسابداری یکی از ابزارهای ارزیابی بنگاه‌ها توسط سرمایه‌گذاران و ابزاری برای مدیریت به‌منظور ارزیابی وضعیت موجود و پیش‌بینی وضعیت آتی واحد تجاری می‌باشد که رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روانشناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای ویژه در هنگام سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. رفتار سرمایه‌گذاران متأثر از عوامل بسیاری است که یکی از علل اصلی این ابهامات رفتاری، موضوع اطلاعات حسابداری و نسبت‌های مالی و نحوه استفاده از این اطلاعات بر رفتار سرمایه‌گذاران است. این مسئله مهم باعث می‌شود زمانی که اطلاعاتی تازه منتشر می‌شود شرکت‌کنندگان در بازار به آن‌ها واکنش نشان داده و موجب تغییرات و نوسانات قیمت اوراق بهادار و حجم مبادلات می‌شود. در صورتی که اطلاعات محرمانه و ناهمگون منتشر گردد واکنش‌های متفاوتی را در بازارهای مالی مشاهده خواهیم کرد که این امر تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده را به همراه خواهد داشت (سینایی و داودی، ۱۳۸۸).

## ۲.۲. تأثیر توانایی مدیران بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران

سرمایه‌گذاری در سهام، دارایی‌های ثابت و پروژه‌های سرمایه‌گذاری امری اجتناب‌ناپذیر در تمامی شرکت‌ها است. در واقع سرمایه‌گذاری در فرآیند ارزش‌آفرینی شرکت یکی از موضوعات مهم تلقی می‌گردد و می‌تواند به‌عنوان ابزاری مناسب در جهت بسط و توسعه شرکت و همچنین جلوگیری از عقب‌ماندگی و رکود شرکت تلقی گردد؛ اما کارایی و مؤثر بودن سرمایه‌گذاری‌ها از اهمیت بسزایی برخوردار است که در رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران جهت تصمیمات سرمایه‌گذاری عوامل بسیاری می‌تواند تأثیرگذار باشد. در این راستا یکی از ارکان شرکت که تأثیری عمده‌ای بر کارایی چنین تصمیماتی دارد، مدیران شرکت هستند. مدیر یک شرکت با توجه به جایگاه، نقش، نفوذ و قدرتی که دارد می‌تواند تصمیمات سرمایه‌گذاری را تحت‌الشعاع خودش قرار دهد (فروغی و ساکیانی، ۱۳۹۵). از طرفی عامل مهمی که می‌تواند هر فردی را به موفقیت برساند، توانایی و قابلیت‌های فردی است. در یک واحد تجاری مدیران زمانی می‌توانند ادعا کنند توانمند هستند که به‌صورت بهینه و کارا از منابع شرکت در جهت اهداف آن شرکت گام برداشته باشند. همچنین مدیران کارا توانایی استفاده بهتر از منابع موجود را در فرآیند تحقق اهداف سازمانی دارند. با توجه به آنکه توسعه بازارهای سرمایه با افزایش آگاهی سهامداران، فشار روی شرکت‌ها برای عملکرد بهتر را افزایش داده است، مدیران شرکت‌ها در حال حاضر دورانی را پیش روی دارند که آن‌ها را ملزم می‌سازد با تقویت توانایی خود، چارچوب اقتصادی جدیدی در شرکت‌های خود مستقر کنند که ارزش و سودآوری را بهتر منعکس کند (نیکبخت و قاسمی، ۱۳۹۷). همچنین نتایج برخی پژوهش‌ها نشان داده است که توانایی مدیریتی بالاتر می‌تواند منجر به مدیریت کاراتر عملیات روزانه شرکت شود، به‌ویژه در دوره‌های بحرانی عملیات که

تصمیم‌گیری‌های مدیریتی می‌تواند تأثیر بسزایی بر عملکرد شرکت داشته باشد. از طرفی مدیران توانمندتر به احتمال بیشتر در طرح‌هایی سرمایه‌گذاری می‌کنند که ارزش فعلی خالص مثبت بالاتری دارد و همچنین توانایی بیشتری در اجرای مناسب آن خواهند داشت. افزون بر این، در دوره‌هایی که شرکت با بحران روبه‌رو است، مدیران توانمندتر، تصمیم‌گیری مناسب‌تری در ارتباط با تأمین منابع موردنیاز خواهند داشت. توانایی مدیران باید به حدی باشد که هم تخمین‌های قابل‌اعتمادی ارائه کنند و هم این که سودی باکیفیت را از عملیات گذشته ارائه کنند. در نتیجه، مدیران توانمند با تأثیرات خاص و تصمیم‌های حساسی که می‌گیرند می‌توانند در سطح خرد (شرکت) روند سرمایه‌گذاری و در سطح کلان تخصیص بهینه سرمایه‌گذاری و توسعه ملی را تحت تأثیر قرار دهند. در همین راستا هوتا و همکاران (۲۰۲۱) دریافتند که مدیران با توانایی بهتر، ابتکارات و اقدامات نوآورانه‌ای را برای استفاده از منابع شرکت برای پایداری مالی بلندمدت انجام می‌دهند و ویژگی‌های شخصیتی و شایستگی‌های یک مدیر باعث استفاده بهینه از منابع می‌شود. در واقع مدیران با توانایی بالا پذیرای ریسک‌پذیری هستند که با افزایش ارزش شرکت همراه است (وانگ و چن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۹).

نظر به این که بازارهای مالی در سال‌های اخیر توجه افراد زیادی را به خود جلب کرده است، بازار سرمایه نقش مهمی در تخصیص بهینه منابع اقتصادی جامعه دارد. همچنین، گزارشگری مالی باکیفیت بالا، اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه‌تر سرمایه‌گذاران را تسهیل می‌کند و در هدایت این سرمایه‌ها به فرآیند تخصیص بهینه منابع (سرمایه‌گذاری کارا) و پیش‌بینی عملکرد آتی شرکت کمک می‌کند (مشایخ و همکاران، ۲۰۲۱: ۶۱)؛ از طرفی نتایج برخی تحقیقات در بررسی تأثیر قدرت و توانایی مدیرعامل بر رابطه بین معاملاتی مدیریتی و عملکرد شرکت‌ها در تخصیص بهینه منابع در سرمایه‌گذاری نشان داده است که توانایی و قدرت مدیران بر رابطه بین عملکرد شرکت و معاملات مدیریتی اثر معنادار و منفی دارد. از طرفی گزارشگری مالی باکیفیت می‌تواند متأثر از توانایی‌های مدیریتی باشد و از آنجاکه ممکن است شرکت‌ها و مدیران آن‌ها به علت تفاوت در ویژگی‌های مالی و اقتصادی شرکت‌ها، دارای توانایی‌های مدیریتی متفاوت و سرانجام کیفیت گزارشگری مالی متفاوتی باشند؛ بنابراین انتظار می‌رود این تفاوت‌ها در رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران از طریق کیفیت در گزارشگری مالی نیز تأثیر بگذارد.

### ۳.۲. پیشینه

ژو و نیو<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "احساسات سرمایه‌گذار، اطلاعات حسابداری و قیمت سهام: شواهدی از چین" به این نتیجه دست یافتند که احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند بر رشد سود مورد انتظار و هم بر نرخ بازده موردنیاز اثر معنادار داشته باشد؛ بنابراین بر قیمت سهام نیز تأثیر معناداری دارد. باین حال، تأثیر احساسات در دوره بدبینانه آشکارا متفاوت از احساساتی است که احساسات نسبتاً بالا است، به خصوص برای نرخ بازده موردنیاز.

<sup>1</sup> Wang & Chen

<sup>2</sup> Zhu & Niu

علاوه بر این، اطلاعات حسابداری و احساس سرمایه‌گذار می‌توانند هر دو بر قیمت سهام تأثیر معناداری داشته باشند. با این حال، اطلاعات حسابداری برای سهامی با سود پایدار، قابل اطمینان‌تر است، در حالی که احساسات سرمایه‌گذار تأثیر نامتقارن را بر قیمت سهام دارد.

هاپ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان "تقاضای سرمایه‌گذاران برای اطلاعات باکیفیت و سودمندی اطلاعات حسابداری" به این نتیجه دست یافتند که بین کیفیت اقلام تعهدی و تقاضای سرمایه‌گذاران رابطه معنادار و مثبت وجود دارد.

یانگ و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی با عنوان "عدم تقارن اطلاعات و رفتار معاملات سرمایه‌گذار پیرامون اطلاعاتی‌های تغییر رتبه اوراق" به این نتیجه دست یافتند که بازده سهام غیرعادی مثبت (منفی) پیرامون به‌روزرسانی‌ها (نزولات) وجود دارند، اگرچه واکنش قیمت سهام به کاهش قیمت‌ها از نظر آماری قابل توجه‌تر از موارد به‌روزرسانی هستند، اما حجم غیرعادی قابل توجهی و نامتعادلی در اطراف تغییرات رتبه مشاهده شد. از طرفی میزان واکنش هر گروه از سرمایه‌گذاران (افراد داخلی، مؤسسات داخلی یا سرمایه‌گذاران خارجی) در مورد تغییر رتبه متفاوت بود. در واقع بین واکنش و رفتار سرمایه‌گذاران و تغییر رتبه اوراق رابطه معناداری دیده شد. همچنین نتایج آن‌ها حاکی از آن بود که سرمایه‌گذاران نهادی داخلی و خارجی نسبت به سرمایه‌گذاران انفرادی نسبت به این تغییرات بهتر مطلع هستند.

وانگ و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی تحت عنوان "رفتار سرمایه‌گذار، استراتژی افشای اطلاعات و انتقال ریسک اعتباری رفتار طرف مقابل" به نتایج زیر دست یافتند که: اولاً، رفتار سرمایه‌گذار یا استراتژی افشای اطلاعات فقط بر ریسک اعتباری طرف مقابل در شبکه دارایی اعتبار محلی تأثیر می‌گذارد، در حالی که به تدریج در شبکه دارایی‌های اعتباری جهانی، این اثر ناپدید می‌شود. دوم اینکه، میزان شایعات محلی و سروصدا می‌تواند شدت تأثیر رفتار سرمایه‌گذار یا استراتژی افشای اطلاعات را بر روی ریسک اعتباری طرف مقابل تقویت کند و منجر به گسترش ریسک اعتباری طرف مقابل به صورت همزمان در شبکه‌های دارایی اعتباری محلی و جهانی شود و سوم، نرخ انتقال اطلاعات اثر معناداری بر رفتار سرمایه‌گذار دارد. زمان انتشار اطلاعات و تمایل به افشای اطلاعات، "تأثیر سرکوب جهانی" را بر رفتار سرمایه‌گذاران اعمال می‌کند و سرمایه‌گذاران توانایی تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری و "اثر سرکوب محلی" در زمان انتشار اطلاعات را دارند. همچنین از طریق تنظیم جامع رفتار سرمایه‌گذار و استراتژی افشای اطلاعات می‌توان با پیشگیری و کنترل انتقال ریسک اعتباری طرف مقابل در شبکه‌های دارایی اعتباری محلی و جهانی محقق کرد.

<sup>1</sup> Hope et al

<sup>2</sup> Yang et al

سون کیم و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان "کیفیت اقلام تعهدی، ریسک اطلاعات و رفتار تجاری سرمایه‌گذاران نهادی: شواهدی از بازار سهام کره" به این نتیجه دست یافتند که سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌هایی که کیفیت اقلام تعهدی پایین‌تر است، فروش خالص خود را در سال‌های بعد افزایش می‌دهند. علاوه بر این، فروش خالص این سرمایه‌گذاران به عوامل ذاتی و اختیاری کیفیت اقلام تعهدی مرتبط است. این رابطه برای مؤسسات خارجی نسبت به مؤسسات داخلی قوی‌تر است و بیشتر در شرایط مطلوب اقتصاد کلان مشاهده می‌شود. فان و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۲۰) در پژوهشی با عنوان "اهمیت توانایی مدیریتی بر رابطه عدم قطعیت قیمت نفت خام و عملکرد شرکت" دریافتند که مدیران توانمندتر درک بهتری از محیط عملیاتی شرکت و معاملات سرمایه‌گذاری خود دارند؛ در نتیجه این امکان برای آن‌ها فراهم می‌گردد که تصمیمات سرمایه‌گذاری بهتری اتخاذ گیرند و عملکرد شرکت خود را بهبود بخشند.

کینگ تینگ و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان "اثرات توانایی مدیریتی بر عملکرد شرکت و نقش میانجی ساختار سرمایه: شواهدی از تایوان" نشان دادند که (۱) سطوح پایین (بالا) بدهی احتمالاً در شرکت‌هایی با مدیران عامل با توانایی بالا (کم) مشاهده می‌شود، (۲) توانایی مدیریت بر عملکرد شرکت تأثیر مثبت می‌گذارد، و (۳) ساختار سرمایه بر رابطه بین توانایی مدیریت و عملکرد شرکت اثر معناداری دارد.

چن و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان "توانایی مدیریتی، کنترل داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری" به این نتیجه دست یافتند که توانایی مدیریتی، سرمایه‌گذاری کم ناشی از عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش می‌دهد؛ اما سرمایه‌گذاری بیش از حد ناشی از مشکلات نمایندگی را تشدید می‌کند. از طرفی یافته‌ها بیانگر وجود رابطه معنادار و مثبت بین توانایی مدیریتی و سرمایه‌گذاری بیش از حد و رابطه معنادار و منفی بین توانایی مدیریتی و سرمایه‌گذاری کم بود؛ در واقع در جایی که رئیس شرکت و مدیر کل یک شخص باشند، کنترل داخلی اثر ضعیفی بر رابطه بین توانایی مدیریت و سرمایه‌گذاری بیش از حد دارد.

السمدی<sup>۵</sup> (۲۰۲۲) در پژوهشی با عنوان "اثر کیفیت اطلاعات حسابداری و اجتناب مالیاتی بر شواهد فرصت‌های سرمایه‌گذاری کشورهای عضو شورای همکاری خلیج فارس" نشان داد که اجتناب مالیاتی اثر معنادار و منفی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد، در حالی که کیفیت اطلاعات حسابداری تأثیر معنادار و مثبتی بر فرصت‌های سرمایه‌گذاری دارد. در راستای دیدگاه تئوری نمایندگی، مکانیزم کیفیت اطلاعات حسابداری بالا منجر به کنترل رفتار فرصت طلبانه مدیران، کاهش عدم تقارن اطلاعاتی در مدیران و افزایش فرصت‌های سرمایه‌گذاری می‌شود.

<sup>1</sup> Soon Kim

<sup>2</sup> Phan et al

<sup>3</sup> Kiong Ting et al

<sup>4</sup> Chen et al

<sup>5</sup> Alsmady



علاوه بر این، تجزیه و تحلیل بیشتر نشان داد که کیفیت اطلاعات حسابداری به طور مثبت رابطه بین اجتناب مالیاتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری را تعدیل می‌کند.

اسد و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۲۳) در پژوهشی با عنوان "تأثیر متقابل کیفیت گزارشگری مالی و کارایی سرمایه‌گذاری: شواهدی از ایالات متحده آمریکا" به این نتیجه دست یافتند که رابطه معنادار و مثبتی بین کیفیت اطلاعات حسابداری با کارایی سرمایه‌گذاری وجود دارد؛ به طوری که یک رابطه معنادار و منفی بین سرمایه‌گذاری کم و یک رابطه معنادار و مثبت بین بیش سرمایه‌گذاری با کیفیت اطلاعات حسابداری دیده می‌شود. در واقع یافته‌های آنان نشان داد افزایش کیفیت اطلاعات مالی یکی از محرک‌های کلیدی سرمایه‌گذاری است و کسب‌وکارها می‌توانند سرمایه‌گذاری‌های خود را بهتر بهینه نمایند.

خیاط بهبهان و خیاط بهبهان (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان "بررسی رابطه بین شفاف‌سازی اطلاعات حسابداری و رفتار سرمایه‌گذاران در شرکت‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه دست یافتند که بین شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در شرکت‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری وجود دارد و همه ابعاد شفاف‌سازی اطلاعات مالی با رفتار سرمایه‌گذاران در شرکت‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری دارند. نتایج تحلیل رگرسیون چندگانه که میزان اثرگذاری متغیرهای تحقیق بر رفتار سرمایه‌گذاران در شرکت‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مشخص می‌کند، نشان داد که از میان متغیرهای مستقل، ساختار مالکیت با بتای ۰/۴۵۵ شفافیت مالی با بتای ۰/۱۷۸ و ساختار هیئت‌مدیره با بتای ۰/۱۶۱ به ترتیب بیشترین نقش را بر روی رفتار سرمایه‌گذاران در شرکت‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران داشته‌اند.

بهار مقدم و جوکار (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان "بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم اطمینان اطلاعاتی بر تمایلات سرمایه‌گذاران" نشان دادند که کیفیت اطلاعات حسابداری با تمایلات سرمایه‌گذاران دارای رابطه معنادار و منفی و عدم اطمینان اطلاعاتی با تمایلات سرمایه‌گذاران دارای رابطه معنادار و مثبت است. همچنین نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری و کاهش عدم اطمینان اطلاعاتی، شدت رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام را کاهش می‌دهند.

وقفی و کامران راد (۱۳۹۹) در پژوهشی با عنوان "تحلیل معیارهای مدیریت کیفیت اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" با استفاده از روش آزمون مقایسه هم‌زمان میانگین‌ها نشان دادند که رتبه‌بندی معیارهای کیفیت اطلاعات حسابداری با معیارهای مختلف، نتایج متفاوتی دارد؛ در نتیجه، مدیران بورس، برای افشای کیفیت اطلاعات شرکت‌ها، باید از چند روش به‌صورت هم‌زمان استفاده کنند تا سرمایه‌گذاران بتوانند برای سرمایه‌گذاری، تصمیم‌های بهتری اتخاذ نمایند.

<sup>۱</sup> Assad et al

کامیابی و جوادی نیا (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان "بررسی اثر تعدیل‌کننده توانایی مدیریت بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری" نشان دادند که 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.

خوشکار و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان "توانایی مدیریت، کیفیت کنترل داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری" به این نتیجه دست یافتند که نشان می‌دهد توانایی مدیریت بر بیش سرمایه‌گذاری تأثیر معنادار و مثبت دارد و بر کم سرمایه‌گذاری تأثیر معنادار و منفی دارد. همچنین کیفیت کنترل داخلی رابطه مثبت بین توانایی مدیریتی و بیش سرمایه‌گذاری را محدود می‌کند و باعث تقویت رابطه منفی بین توانایی مدیریتی و کم سرمایه‌گذاری می‌شود.

ظاهری عبده‌وند و همکاران (۱۴۰۰) در پژوهشی با عنوان "تأثیر قدرت مدیرعامل بر رابطه بین معاملات مدیریتی و کیفیت گزارشگری مالی" نشان دادند که، معاملات مدیریتی بر کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها تأثیر منفی معناداری دارند. این بدان معناست که افزایش معاملات مدیریتی موجب کاهش کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها می‌شود. همچنین یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که قدرت مدیرعامل موجب تشدید رابطه منفی بین معاملات مدیریتی و کیفیت گزارشگری مالی شرکت‌ها می‌شود.

یادگاری و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان "تأثیر کیفیت کنترل داخلی بر رابطه بین توانایی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران" به این نتیجه دست یافتند که توانایی مدیریت بر کارایی سرمایه‌گذاری تأثیر معنادار و مثبتی دارد، بدین صورت که با افزایش توانایی مدیریت، کارایی سرمایه‌گذاری افزایش می‌یابد. همچنین نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که کیفیت کنترل داخلی رابطه بین توانایی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری را تقویت می‌کند.

فیل سرائی (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان "کارایی مدیریت، تأخیر در تعدیل قیمت سهام و کارایی اطلاعاتی قیمت سهام" با استفاده از نمونه‌ای شامل ۱۱۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و استفاده از رگرسیون چندمتغیره جهت آزمون فرضیه‌ها، نشان داد که افزایش کارایی و توانایی مدیران سبب کاهش تأخیر در تعدیل قیمت سهام می‌شود. ضمن اینکه نتایج مبین تأثیر معنادار و مثبت کارایی مدیران بر کارایی اطلاعاتی قیمت سهام بوده است.

مشایخ و همکاران (۱۴۰۲) در پژوهشی با عنوان "رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری و سرمایه‌گذاری حقوقی بر کارایی سرمایه‌گذاری در بانک‌های عضو بازار سرمایه ایران" به این نتیجه دست یافتند که بین کیفیت اقلام تعهدی و سرمایه‌گذاری حقوقی با کارایی سرمایه‌گذاری رابطه معنادار وجود دارد؛ همچنین یافته‌های پژوهش آن‌ها

نشان داد که توانایی مدیران در سرمایه‌گذاری بیش از حد بر رابطه کیفیت اقلام تعهدی و سرمایه‌گذاران حقوقی با کارایی سرمایه‌گذاری اثر معناداری دارد.

### فرضیه‌های پژوهش

**فرضیه اصلی ۱:** بین نسبت‌های مالی بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.

- ۱.۱. بین نسبت جاری بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
- ۲.۱. بین نسبت آبی بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
- ۳.۱. بین نسبت سود ناخالص بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
- ۴.۱. بین نسبت خالص جریان نقد عملیاتی به سود عملیاتی بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
- ۵.۱. بین نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
- ۶.۱. بین نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
- ۷.۱. بین نسبت بازده دارایی‌ها بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
- ۸.۱. بین نسبت بازده حقوق صاحبان سهام بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
- ۹.۱. بین نسبت سود هر سهم بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.
- ۱۰.۱. بین نسبت قیمت به سود هر سهم بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.

**فرضیه اصلی ۲:** توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت‌های مالی و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری دارد.

- ۱.۲. توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت جاری بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری دارد.
- ۲.۲. توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت آبی بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری دارد.
- ۳.۲. توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت سود ناخالص بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری دارد.
- ۴.۲. توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت خالص جریان نقد عملیاتی به سود عملیاتی بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری دارد.

- ۵.۲. توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری دارد.
- ۶.۲. توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری دارد.
- ۷.۲. توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت بازده دارایی‌ها بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری دارد.
- ۸.۲. توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت بازده حقوق صاحبان سهام بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری دارد.
- ۹.۲. توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت سود هر سهم بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری دارد.
- ۱۰.۲. توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت قیمت به سود هر سهم بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری دارد.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

#### ۱.۳. جامعه آماری و اندازه نمونه پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ نوع نتیجه، کاربردی و به‌واسطه‌ی استفاده از داده‌های تاریخی، این پژوهش جزو پژوهش‌های پس‌رویدادی محسوب می‌شود. همچنین از لحاظ تحلیل آماری، رگرسیون خطی چند متغیره است و در حیطه پژوهش‌های علی-همبستگی قرار دارد. نمونه بررسی شده، شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۴ تا ۱۳۹۹ بوده است و از بین شرکت‌هایی انتخاب شده‌اند که این شرایط را داشته‌اند؛ شرکت‌ها باید اطلاعات کامل را برای همه صورت‌های مالی مانند ترازنامه، صورت سود و زیان و صورت گردش وجوه نقد را دارا باشند، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد، وقفه معاملات سهام شرکت بیشتر از ۶ ماه نبوده است، طی بازه زمانی موردنظر سال مالی خود را تغییر نداده باشند، شرکت طی دوره‌های مالی در قلمرو زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداده است و جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری و سایر واسطه‌گری‌های مالی نباشند؛ زیرا عمده فعالیت‌های این شرکت‌ها دارای ماهیت متفاوتی است. با در نظر گرفتن محدودیت‌های بالا ۱۰۵ شرکت در نمونه باقی ماند که در قالب ۶۳۰ شرکت-سال مورد بررسی قرار گرفته است.

در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در بخش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش از کتب، پایان‌نامه‌های تحصیلی و مجله‌های تخصصی فارسی و لاتین گردآوری شده و سپس داده‌های پژوهش از طریق داده‌های شرکت‌های منتخب با مراجعه به صورت‌های مالی، یادداشت‌های توضیحی، گزارش‌های هفتگی و ماهانه بورس اوراق بهادار جمع‌آوری شده است. اطلاعات موردنیاز

شرکت‌ها از طریق نرم‌افزار ره‌آورد نوین، بانک‌های اطلاعاتی تدبیر پرداز و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است. سپس با جمع‌بندی و محاسبات موردنیاز در صفحه گسترده نرم‌افزار اکسل برای تجزیه و تحلیل آماده شده و تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم‌افزار آماری ایوبوز<sup>۱</sup> نسخه ۱۰ و نرم‌افزار استاتا صورت گرفته است.

### ۲.۳. روش اندازه‌گیری متغیرها

#### ۳.۲.۱. متغیر مستقل: اطلاعات حسابداری

به منظور بررسی تأثیر اطلاعات حسابداری از نسبت‌های مالی ارائه شده در صورت‌های مالی شرکت‌ها استفاده می‌شود. اطلاعات حسابداری که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته‌اند، مشابه پژوهش عرفانیان و همکاران (۱۳۹۵) شامل ۱۰ نسبت مالی می‌باشد که عبارت‌اند از: نسبت جاری، نسبت آبی، نسبت سود ناخالص، نسبت خالص جریان نقد عملیاتی به سود عملیاتی، نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام، نسبت کل بدهی‌ها به دارایی‌ها، نسبت بازده دارایی‌ها، نسبت بازده حقوق صاحبان سهام، نسبت سود هر سهم، نسبت قیمت به سهم می‌باشد.

۱. **نسبت جاری (X1)**؛ نسبت مربوط از تقسیم دارایی‌های جاری شرکت بر بدهی‌های جاری آن به دست می‌آید.  
 ۲. **نسبت آبی (X2)**؛ این نسبت حاصل از تقسیم دارایی‌های جاری بعد از کسر موجودی کالا و پیش‌پرداخت‌ها بر بدهی‌های جاری شرکت به دست می‌آید.

۳. **نسبت سود ناخالص (X3)**؛ این نسبت از تقسیم سود ناخالص شرکت بر فروش خالص شرکت به دست می‌آید.

۴. **نسبت خالص جریان نقد عملیاتی به سود عملیاتی (X4)**؛ این نسبت از تقسیم جریان نقد عملیاتی شرکت بر سود عملیاتی شرکت به دست می‌آید.

۵. **نسبت بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام (X5)**؛ این نسبت از تقسیم کل بدهی‌های شرکت بر حقوق صاحبان سهام شرکت به دست می‌آید.

۶. **نسبت بدهی به دارایی (X6)**؛ این نسبت از تقسیم نسبت کل بدهی‌های شرکت بر کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید؛ اهرم مالی یکی از مقیاس‌های نسبت اهرمی است. این نسبت به‌طور بالقوه از قابلیت تفسیر بالایی برای پیش‌بینی تغییرات غیرعادی در قیمت سهام برخوردار است؛ از این‌رو سرمایه‌گذاران از این نسبت برای تفسیر وضعیت آتی شرکت استفاده می‌کنند.

۷. **نسبت بازده دارایی‌ها (X7)**؛ این نسبت از تقسیم سود خالص شرکت بر کل دارایی‌های شرکت به دست می‌آید.

۸. **نسبت بازده حقوق صاحبان سهام (X8)**؛ این نسبت از تقسیم سود خالص شرکت بر ارزش دفتری حقوق صاحبان آن به دست می‌آید.



۹. نسبت سود هر سهم (X9)؛ این نسبت از تقسیم سود خالص متعلق به سهامداران عادی بر کل سهام عادی شرکت به دست می‌آید.

۱۰. نسبت قیمت به سود هر سهم (X10)؛ این نسبت از تقسیم قیمت هر سهم شرکت در بازار بورس اوراق بهادار بر سود هر سهم شرکت به دست می‌آید.

جدول ۱- نام کامل و اختصاری متغیرهای نسبت‌های مالی

۱.۱. نسبت جاری	دارایی‌های جاری تقسیم بر بدهی‌های جاری	۱. نسبت‌های نقدینگی
۲.۱. نسبت آنی	حاصل دارایی‌های جاری منهای موجودی کالا و پیش‌پرداخت‌ها تقسیم بر بدهی‌های جاری	
۱.۲. نسبت سود ناخالص	سود ناویژه تقسیم بر فروش خالص	۲. نسبت‌های سودآوری
۱.۲. نسبت خالص جریان نقد عملیاتی به سود عملیاتی	جریان خالص وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی تقسیم بر سود عملیاتی	
۱.۳. نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام	کل بدهی‌ها تقسیم بر حقوق صاحبان سهام	۳. نسبت‌های اهرمی
۲.۳. نسبت بدهی به دارایی	کل بدهی‌ها تقسیم بر کل دارایی‌ها	
۱.۴. نسبت بازده دارایی	سود خالص متعلق به سهامداران عادی تقسیم بر کل دارایی‌ها	۴. نسبت‌های بازده
۲.۴. نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	سود خالص متعلق به سهامداران عادی تقسیم بر حقوق صاحبان سهام عادی	
۱.۵. نسبت سود هر سهم	سود خالص متعلق به سهامداران عادی تقسیم بر میانگین تعداد سهام عادی	۵. نسبت‌های ارزش بازار
۲.۵. نسبت قیمت به سود	قیمت سهام تقسیم بر سود هر سهم	

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۲.۲.۳. متغیرهای وابسته: رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران

در پژوهش حاضر به‌منظور در نظر گرفتن رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران از شاخص عدم توازن خرید-فروش سهام استفاده شده است (مهرانی و معدنچی زاج، ۱۳۹۷):

(۱)

$$BSIt = \frac{BVt - SVt}{BVt + SVt}$$

که در آن:

$BV_{i,t}$  = حجم (تعداد) خرید سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

$SV_{i,t}$  = حجم (تعداد) فروش سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

### ۳.۲.۳. متغیر تعدیل کننده: توانایی مدیریت

در ادبیات حسابداری توانایی مدیریت یکی از ابعاد سرمایه‌ی انسانی شرکت است که به‌عنوان دارایی نامشهود طبقه‌بندی می‌شود؛ به‌عنوان مثال دمیرجان و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۲)، توانایی مدیریت را به‌عنوان کارایی مدیران نسبت به رقبا در تبدیل منابع شرکت به درآمد تعریف می‌کنند. پژوهش‌های اخیر نشان داده که محققان از اطلاعات حسابداری به‌عنوان معیاری برای توانایی مدیریت، استفاده می‌کنند. برای تخمین توانایی مدیریت با استفاده از مدل دمیرجان و همکاران (۲۰۱۲) و مطابق با آنان از یک فرآیند دومرحله‌ای بهینه‌سازی خطی استفاده شده است. برای این منظور در گام نخست با استفاده از اجرای یک مدل تحلیل-پوششی داده‌ها، کارایی یک شرکت اندازه‌گیری شده است.

(۲)

$$\text{Max } v_0 = (\text{Sales}) * (v_1 \text{CoGS} + v_2 \text{SG\&A} + v_3 \text{PPE} + v_4 \text{OpsLease} + v_5 \text{R\&D} + v_6 \text{Goodwill} + v_7 \text{OtherIntan}) - 1$$

Sales: درآمدهای حاصل از فروش که به‌عنوان خروجی می‌باشد، CoGS: بهای تمام‌شده کالای فروش رفته، CG&A: هزینه‌های عمومی و اداری، PPE: اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات، OpsLease: خالص اجاره عملیاتی، OtherIntan: دیگر دارایی‌های نامشهود، R&D: مخارج تحقیق و توسعه، Goodwill: سرافلی.

کارایی محاسبه‌شده توسط این مدل عددی بین صفر و یک است. حداکثر کارایی شرکت برابر یک بوده و هرچه مقدار به‌دست‌آمده کمتر باشد، کارایی آن شرکت در صنعت کمتر است. دمیرجان و همکاران (۲۰۱۲)، بر این باورند که رقم کارایی محاسبه‌شده در بالا، دربرگیرنده دو جزء ویژگی‌های ذاتی شرکت و توانایی مدیریت است؛ بنابراین در گام دوم، برای کنترل تأثیر ویژگی‌های ذاتی شرکت، اقدام برای اجرای یک مدل رگرسیونی نمودند که شش ویژگی خاص شرکت شامل: اندازه شرکت، سهم بازار شرکت، میزان در دسترس بودن وجه نقد در شرکت، عمر بورسی شرکت، پیچیدگی‌های عملیاتی شرکت و عملیات خارجی شرکت را از کارایی کل شرکت تفکیک نموده و درنهایت مقدار باقیمانده این مدل منعکس‌کننده توانایی مدیریت شرکت است.

(۳)

$$\text{Firm Efficiency} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Ln}(\text{Total Assets}) + \alpha_2 \text{Market Share} + \alpha_3 \text{Positive Free Cash Flow} + \alpha_4 \text{Ln}(\text{Age}) + \alpha_5 \text{BusinessSegmentConcentration} + \alpha_6 \text{Foreign Currency Indicator} + \epsilon$$

<sup>۱</sup> Demerjian et al

در مدل فوق Firm Efficiency: نشان دهنده‌ی کارایی شرکت است که از الگوی تحلیل پوششی داده‌ها در گام نخست به دست می‌آید، Total Asset: نشان دهنده‌ی لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت است، Market Shar: سهم بازار شرکت و برابر است با نسبت فروش شرکت به فروش کل صنعت، Free Cash Flo: جریان وجوه نقد آزاد مثبت، Ln(Age): عمر پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار و برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های حضور شرکت در بورس اوراق بهادار است، Buseness Segment: نشان دهنده‌ی پیچیدگی عملیاتی شرکت است که در صورت ارائه صورت‌های مالی تلفیقی توسط شرکت عدد ۱؛ و در غیر این صورت عدد ۰ را می‌گیرد، Foreign Currency Indicator: یک متغیر دومی است و برای شرکت‌هایی که صادرات (فروش با ارز خارجی) داشته‌اند برابر یک؛ در غیر این صورت صفر در نظر گرفته شده است و  $\varepsilon$ : باقیمانده مدل هست که نشان دهنده‌ی میزان توانایی مدیریت است. از رابطه زیر برای محاسبه جریان نقد آزاد استفاده شده است:

(۴)

$$FCF_{i,t} = (CFO_{i,t} - INT_{i,t} - T_{i,t} - DIV_{i,t} / A_{i,t})$$

که در مدل ذکر شده بالا FCF: جریان نقد آزاد، CFO: جریان نقد عملیاتی، INT: سود عملیاتی، T: مالیات پرداختنی، DIV: سود تقسیمی، A: ارزش دفتری دارایی‌ها.

۳.۲.۴. متغیرهای کنترلی پژوهش: SIZE: نشان دهنده‌ی اندازه شرکت است که از لگاریتم طبیعی جمع دارایی‌های شرکت به دست می‌آید، QTBI: نسبت کیونوبین است که و برابر است با تقسیم ارزش بازار دارایی‌ها بر ارزش دفتری دارایی‌ها و از آنجایی که محاسبه ارزش بازار دارایی‌ها مشکل است این نسبت از مجموع ارزش بازار سهام با ارزش دفتری کل بدهی‌ها تقسیم بر ارزش دفتری کل دارایی‌ها به دست می‌آید، GROWT: برابر با رشد فروش شرکت که از تغییرات سالانه‌ی فروش نسبت به سال قبل به دست می‌آید، Ln(Age): عمر پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار و برابر با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های حضور شرکت در بورس اوراق بهادار است، DUAL: نشان دهنده‌ی دوگانگی مدیرعامل است که اگر رئیس هیئت‌مدیره یا نائب رئیس هیئت‌مدیره، مدیرعامل نیز هست، (بله=۱ خیر=۰)

### مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش حاضر از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده شده است.

فرضیه اصلی ۱: بین نسبت‌های مالی بر رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری وجود دارد.

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{1i,t} + \beta_2 X_{2i,t} + \beta_3 X_{3i,t} + \beta_4 X_{4i,t} + \beta_5 X_{5i,t} + \beta_6 X_{6i,t} + \beta_7 X_{7i,t} + \beta_8 X_{8i,t} + \beta_9 X_{9i,t} + \beta_{10} X_{10i,t} + \beta_{11} SIZE_{i,t} + \beta_{12} QTBI_{i,t} + \beta_{13} GROWTH_{i,t} + \beta_{14} DUAL_{i,t} + \varepsilon$$

(۵)



فرضیه اصلی ۲: توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت‌های مالی و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری دارد.

(۶)

$$R_{i,t} = \beta + \beta_1 X_{1i,t} + \beta_2 X_{2i,t} + \beta_3 X_{3i,t} + \beta_4 X_{4i,t} + \beta_5 X_{5i,t} + \beta_6 X_{6i,t} + \beta_7 X_{7i,t} + \beta_8 X_{8i,t} + \beta_9 X_{9i,t} + \beta_{10} X_{10i,t} + \beta_{11} HI\_ABILITY_{i,t} + \beta_{12} HI\_ABILITY * X_{1i,t} + \beta_{13} HI\_ABILITY * X_{2i,t} + \beta_{14} HI\_ABILITY * X_{3i,t} + \beta_{15} HI\_ABILITY * X_{4i,t} + \beta_{16} HI\_ABILITY * X_{5i,t} + \beta_{17} HI\_ABILITY * X_{6i,t} + \beta_{18} HI\_ABILITY * X_{7i,t} + \beta_{19} HI\_ABILITY * X_{8i,t} + \beta_{20} HI\_ABILITY * X_{9i,t} + \beta_{21} HI\_ABILITY * X_{10i,t} + \beta_{22} SIZE_{i,t} + \beta_{23} QTBI_{i,t} + \beta_{24} GROWTH_{i,t} + \beta_{25} DUAL_{i,t} + \varepsilon$$

#### ۴- یافته‌ها

##### ۴.۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

با توجه به جدول ۲ متوسط بازده ماهانه سهام ۰/۱۵ و میانه برای این متغیر برابر ۰/۰۴ درصد است. کمترین و بیشترین میزان این متغیر نیز در کل بازده زمانی مورد مطالعه به ترتیب برابر با ۳/۵۱ و ۰/۶۷- می‌باشد. همچنین متوسط توانایی مدیران در بازه زمانی پژوهش برابر با ۰/۰۰۵- بوده است. بدین منظور که میانگین سطح توانایی مدیران به میزان بالایی نبوده است. انحراف معیار که معیاری برای تعیین میزان پراکندگی داده‌هاست، معادل شده است و با توجه جدول ۲ برای بازده ماهانه سهام برابر ۰/۳۸ و برای توانایی مدیران به میزان ۰/۳۳ بوده است.

جدول ۲- یافته‌های توصیفی مطالعه

متغیرهای پژوهش	نماد متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
شاخص رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران	BSI	-۰/۰۰۵	۰	۰/۲۶	۰/۱۳	-۰/۲۷
نسبت جاری	X1	۱/۶۴	۱/۲۷	۱/۵۴	۱۴/۳۰	۰/۳۲
نسبت آنی	X2	۱/۰۳	۰/۷۳	۱/۲۰	۱۰/۴۳	۰/۰۲
نسبت سود ناخالص	X3	۰/۱۵	۰/۱۰	۰/۵۹	۴/۶۲	-۶/۰۳
نسبت جریان نقد عملیاتی به سود عملیاتی	X4	۰/۷۷	۰/۷۹	۲/۵۵	۸/۸۷	-۴۲/۲۷
نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام	X5	۱/۸۸	۱/۱۴	۷/۰۵	۸۹/۱۷	-۶۳/۴۳
نسبت کل بدهی‌ها به دارایی‌ها	X6	۰/۶۵	۰/۵۹	۰/۴۶	۴/۶۱	۰/۰۱
نسبت بازده دارایی‌ها	X7	۰/۱۰	۰/۰۸	۰/۲۴	۱/۳۵	-۱/۴۳
نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	X8	۰/۲۳	۰/۲۳	۰/۹۲	۶/۸۹	-۱۲/۲۷
نسبت سود هر سهم	X9	۷۵۳	۴۱۳	۱۶۰۹	۱۰۲۷۳	-۶۲۷۷
نسبت قیمت به سود	X10	۳۸/۳۶	۶/۹۷	۷۲۳	۸۲۲۴	-۱۳۱۱۸
توانایی مدیران	HIABILITY	-۰/۰۰۵	-۰/۰۳	۰/۳۳	۰/۸۵	-۰/۶۵

متغیرهای پژوهش	نماد متغیرها	میانگین	میان	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
اندازه شرکت	SIZE	۱۴/۴۵	۱۴/۲۶	۱/۶۲	۱۹/۸۳	۱۰/۳۲
نسبت کیوتوبین	QTB	۱/۷۳	۱/۵۲	۰/۱۰	۶/۵۷	۰/۸۴
رشد فروش	GROWTH	۰/۱۸	۰/۱۳	۰/۴۷	۲/۴۹	-۰/۹۹
دوگانگی مدیرعامل	DUAL	۰/۳۴	۰	۰/۴۷	۱	۰

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۲.۴. آزمون مانایی متغیرهای پژوهش

بر اساس آزمون ریشه واحد از نوع آزمون ایم پسران شین، اگر معناداری آماره آزمون، کمتر از ۰/۰۵ باشد، متغیرهای مستقل، وابسته، تعدیل‌کننده و کنترل پژوهش، در طی دوره پژوهش پایا هستند. نتایج حاصل از بررسی پایایی متغیرهای پژوهش با استفاده از این آزمون در جدول ۳ ارائه شده است. همانطور که مشخص است، در کلیه متغیرهای مستقل، وابسته و کنترل سطح معناداری در آزمون ریشه واحد ایم پسران شین کوچکتر از ۰/۰۵ است که نشان می‌دهد متغیرهای پژوهش در سطح پایا هستند. این بدان معنی است که میانگین و واریانس متغیرها در طول زمان و کوواریانس متغیرها بین سال‌های مختلف ثابت است؛ در نتیجه، شرکت‌های مورد بررسی تغییرات ساختاری نداشته و استفاده از این متغیرها در مدل باعث به وجود آمدن رگرسیون کاذب نمی‌شود.

جدول ۳- ایم پسران شین (آزمون پایایی متغیرها)

متغیرهای پژوهش	نماد متغیرها	سطح معناداری	آماره
شاخص رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران	BSI	*۰/۰۰۰	-۱۱/۶۹
نسبت جاری	X1	*۰/۰۰۰	-۶/۴۷
نسبت آنی	X2	*۰/۰۰۰	-۶/۰۷
نسبت سود خالص	X3	*۰/۰۰۰	-۹/۸۳
نسبت جریان نقد عملیاتی به سود عملیاتی	X4	*۰/۰۰۰	-۵/۷۷
نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام	X5	*۰/۰۰۰	-۱۰/۳۳
نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها	X6	*۰/۰۰۰	-۵/۸۱
نسبت بازده دارایی‌ها	X7	*۰/۰۰۰	-۷/۶۵
نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	X8	*۰/۰۱۱	-۴/۰۹
نسبت سود هر سهم	X9	*۰/۰۰۰	-۷/۹۱
نسبت قیمت به سود	X10	*۰/۰۰۰	-۸۱/۵۷
توانایی مدیران	HIABILITY	*۰/۰۰۰	-۶/۲۵

متغیرهای پژوهش	نماد متغیرها	سطح معناداری	آماره
اندازه شرکت	SIZE	*۰/۰۰۰	-۱۲/۹۲
نسبت کیوتوبین	QTB	*۰/۰۰۰	-۳/۳۹
رشد فروش	GROWTH	*۰/۰۰۰	-۴/۴۱
دوگانگی مدیرعامل	DUAL	*۰/۰۰۰	-۸/۸۳

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۳.۴. بررسی هم خطی بین متغیرهای پژوهش

به منظور آزمون هم خطی بین متغیرهای مدل اول از معیار عامل تورم واریانس (VIF) استفاده شده است که نتایج آن در جدول نتایج مربوط به آزمون هر فرضیه ارائه شده است. با توجه به نتایج جدول رگرسیون هر فرضیه از آنجا که مقادیر VIF برای تمامی متغیرها کمتر از ۱۰ است؛ بنابراین بین متغیرها مستقل در مدل‌های مورد بررسی، همبستگی شدیدی دیده نشده است (مقادیر مربوط به VIF در جدول نتایج آزمون فرضیه‌ها ارائه گردیده است).

### ۴.۴. گزینش مدل مناسب در داده‌های ترکیبی

با توجه به سطح معناداری آزمون چاو در جهت تعیین معناداری اثرات مقطعی در مدل پژوهش مشاهده می‌شود که سطح معناداری این آزمون کوچک‌تر از خطای ۰/۰۵ به دست آمده و نشان از معناداری اثرات مقطعی در این مدل دارد. از این رو به منظور تشخیص نوع اثرات در مدل از آزمون هاسمن استفاده شده است. با توجه به نتایج آزمون هاسمن به منظور برآورد مدل اول از روش داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی و برای برآورد مدل دوم از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت استفاده شده است. نتایج حاصل از آزمون چاو و هاسمن به ترتیب در جداول ۴ و ۵ ارائه شده است.

#### جدول ۴- نتایج آزمون چاو

آزمون چاو	آماره آزمون	p-value	نتیجه آزمون
فرضیه ۱	۱/۳۹۸	*۰/۰۴۳	pool
فرضیه ۲	۱/۳۵۲	*۰/۰۱۸	panel

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### جدول ۵- نتایج آزمون هاسمن

آزمون هاسمن	آماره آزمون	p-value	نتیجه آزمون
فرضیه ۱	۱۴/۷۴۵	۰/۳۹۵	اثرات تصادفی
فرضیه ۲	۴۷/۵۰۵	*۰/۰۰۴	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۵.۴. بررسی فرض کلاسیک

برای اینکه تفاسیر مربوط به تحلیل رگرسیون درست باشد و پیش‌بینی‌های انجام‌شده ضعیف نباشند، لازم است چهار فرض اساسی رگرسیون بررسی گردد؛ اما چنانچه مدل از نوع داده‌های پانل باشد، تنها بررسی دو فرض ناهمسانی واریانس و عدم خودهمبستگی کافی می‌شود. به‌منظور آزمون ناهمسانی واریانس متغیرهای این پژوهش از آزمون بروش-پاگان استفاده شده است. همچنین به‌منظور آزمون خودهمبستگی بین متغیرها از آزمون وولدریج در استاتا استفاده شده است. نتایج جدول ۶ نشان می‌دهد که احتمال به‌دست‌آمده برای فرضیه‌های برازش شده پژوهش کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد؛ بنابراین بین متغیرها ناهمسانی واریانس وجود دارد. همچنین نتایج نشان داده است که بین متغیرهای پژوهش در مدل دوم مربوط به فرضیه اصلی دوم، خودهمبستگی دیده شده است.

جدول ۶- نتایج آزمون ناهمسانی واریانس بروش-پاگان و خودهمبستگی وولدریج

نتایج آزمون خودهمبستگی		نتایج آزمون ناهمسانی واریانس		
سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	فرضیه‌ها
۰/۰۶۱۴	۳/۵۷۷	*۰/۰۰۰	۷۰/۶۰	فرضیه ۱
*۰/۰۴۷۲	۴/۰۳۵	*۰/۰۰۰	۱۰۱/۷۷	فرضیه ۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

پس از بررسی آزمون‌های انجام‌شده به‌منظور تخمین نهایی مدل‌های پژوهش به‌منظور رفع ناهمسانی واریانس و خودهمبستگی بین متغیرها از روش GLS (حداقل مربعات تعمیم‌یافته) استفاده شده است.

#### ۶.۴. آزمون فرضیه اول

**فرضیه اول:** بین نسبت‌های مالی و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری دارد. براساس نتایج جدول ۷، سطح معناداری (prob) مدل کمتر از سطح احتمال ۰/۰۵ است (۰/۰۰۰)؛ بنابراین معناداری کل مدل تأیید می‌گردد. از طرفی براساس نتایج کسب‌شده، به ترتیب برای متغیر نسبت جاری، نسبت بازده دارایی‌ها و نسبت سود هر سهم سطح احتمال به‌دست‌آمده کمتر از ۰/۰۵ بوده است، بنابراین بین نسبت جاری، نسبت بازده دارایی‌ها و نسبت سود هر سهم و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معنادار وجود داشته است. از طرفی با توجه به ضریب مربوط به هریک از متغیرهای مذکور می‌توان نتیجه گرفت که رابطه معنادار بین متغیر نسبت جاری، نسبت بازده دارایی‌ها و نسبت سود هر سهم و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران مثبت بوده است. همچنین با توجه به نتایج، به ترتیب برای متغیر نسبت آئی، نسبت سود ناخالص، نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها سطح احتمال به‌دست‌آمده کمتر از ۰/۰۵

و معنادار بوده است، از طرفی با توجه به ضریب مربوط به هریک از متغیرهای مذکور می‌توان نتیجه گرفت که بین متغیر نسبت آنی، نسبت سود ناخالص، نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام و نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معنادار و منفی وجود داشته است؛ بنابراین فرضیه اصلی اول مبنی بر اینکه بین نسبت‌های مالی و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران رابطه معناداری دارد، براساس نتایج حاصله فرضیه‌های فرعی اول، دوم، سوم، پنجم، ششم، هفتم و نهم تأیید می‌گردد.

جدول ۷- نتایج حاصل از فرضیه اصلی ۱

$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{1i,t} + \beta_2 X_{2i,t} + \beta_3 X_{3i,t} + \beta_4 X_{4i,t} + \beta_5 X_{5i,t} + \beta_6 X_{6i,t} + \beta_7 X_{7i,t} + \beta_8 X_{8i,t} + \beta_9 X_{9i,t} + \beta_{10} X_{10i,t} + \beta_{11} SIZE_{i,t} + \beta_{12} QTBI_{i,t} + \beta_{13} GROWTH_{i,t} + \beta_{14} DUAL_{i,t} + \varepsilon$					
VIF	احتمال	آماره F	ضریب	نماد متغیرها	متغیرها
۶/۴۸	*۰/۰۰۲	۳/۰۸۲	۰/۰۲۹	X1	نسبت جاری
۶/۱۶	*۰/۰۰۳	-۲/۹۳۵	-۰/۰۳۸	X2	نسبت آنی
۱/۸۹	*۰/۰۰۰	-۴/۰۶۵	-۰/۰۲۸	X3	نسبت سود ناخالص
۱/۰۲	۰/۷۵	-۰/۳۱۷	-۰/۰۰۳	X4	نسبت جریان نقد عملیاتی به سود عملیاتی
۱/۲۴	*۰/۰۰۰	-۳/۳۶۴	-۰/۰۰۱	X5	نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام
۱/۸۴	*۰/۰۱۰	-۲/۵۶۳	-۰/۰۴۴	X6	نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها
۲/۷۶	*۰/۰۰۰	۵/۳۱۷	۰/۳۱۴	X7	نسبت بازده دارایی‌ها
۱/۳۲	۰/۱۱۷۲	-۱/۳۷۱	-۰/۰۰۸	X8	نسبت بازده حقوق صاحبان سهام
۱/۹۰	*۰/۰۳۱	۲/۱۶۲	۱/۲۸E-۰۵	X9	نسبت سود هر سهم
۱/۰۸	۰/۷۹	-۰/۲۶۵	-۱/۸۷E-۰۶	X10	نسبت قیمت به سود
۱/۰۲	*۰/۰۰۰	۴/۸۷۱	۰/۰۲۰	SIZE	اندازه شرکت
۱/۰۷	*۰/۰۱۴	۲/۴۴۴	۰/۰۲۲	QTB	نسبت کیوتوبین
۱/۲۸	*۰/۰۰۳	۲/۹۶۷	۰/۰۲۷	GROWTH	رشد فروش
۱/۰۳	*۰/۰۰۰	-۷/۸۹۸	-۰/۰۵۲	DUAL	دوگانگی مدیرعامل
		۰/۳۸			ضریب تعیین
		۰/۳۶			ضریب تعیین تعدیل شده
		*۰/۰۰۰			سطح معناداری

منبع: یافته‌های پژوهشگر

#### ۷.۴. آزمون فرضیه دوم

**فرضیه دوم:** توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت‌های مالی و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری دارد.

براساس نتایج جدول ۸، سطح معناداری (prob) مدل کمتر از سطح احتمال ۰/۰۵ است (۰/۰۰۰)؛ بنابراین معناداری کل مدل تأیید می‌گردد. از طرفی براساس نتایج کسب‌شده، به منظور بررسی تأثیر توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت‌های مالی و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران، مشاهده گردیده است که برای متغیر ضرب متقابل (توانایی مدیران\*نسبت جاری) سهم سطح احتمال به‌دست‌آمده کمتر از ۰/۰۵ و معنادار بوده است، همچنین با توجه به ضریب مربوط به آن می‌توان نتیجه گرفت که توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت جاری و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معنادار و مثبتی داشته است. همچنین برای متغیر ضرب متقابل (توانایی مدیران\*نسبت آنی) سطح احتمال به‌دست‌آمده کمتر از ۰/۰۵ بوده است، از طرفی با توجه به ضریب مربوط به آن می‌توان نتیجه گرفت که توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت آنی و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معنادار و منفی داشته است؛ بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که سطح بالای توانایی مدیران، رابطه معنادار و منفی بین نسبت آنی و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران (نتیجه کسب شده در فرضیه اول) را تعدیل می‌کند. از طرفی برای متغیر ضرب متقابل (توانایی مدیران\*نسبت سود ناخالص) سطح احتمال به‌دست‌آمده کمتر از ۰/۰۵ و معنادار بوده است، از طرفی با توجه به ضریب مربوط به آن می‌توان نتیجه گرفت که توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت سود ناخالص و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معنادار و مثبتی دارد، به‌طور مشابه برای متغیر ضرب متقابل (توانایی مدیران\*نسبت سود هر سهم) سطح احتمال به‌دست‌آمده کمتر از ۰/۰۵ و معنادار بوده است، همچنین با توجه به ضریب مربوط به آن می‌توان نتیجه گرفت که توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت سود هر سهم و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معنادار و مثبت دارد؛ بنابراین با توجه به نتایج کسب‌شده فرضیه دوم پژوهش مبنی بر تأثیر معنادار توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت‌های مالی و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران براساس فرضیه‌های فرعی اول، دوم، سوم و نهم بر مبنای رگرسیون برازش شده تأیید می‌گردد.

جدول ۸- تایج حاصل از فرضیه اصلی ۲

$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{1i,t} + \beta_2 X_{2i,t} + \beta_3 X_{3i,t} + \beta_4 X_{4i,t} + \beta_5 X_{5i,t} + \beta_6 X_{6i,t} + \beta_7 X_{7i,t} + \beta_8 X_{8i,t} + \beta_9 X_{9i,t} + \beta_{10} X_{10i,t} + \beta_{11} HI\_ABILITY_{i,t} + \beta_{12} HI\_ABILITY * X_{1i,t} + \beta_{13} HI\_ABILITY * X_{2i,t} + \beta_{14} HI\_ABILITY * X_{3i,t} + \beta_{15} HI\_ABILITY * X_{4i,t} + \beta_{16} HI\_ABILITY * X_{5i,t} + \beta_{17} HI\_ABILITY * X_{6i,t} + \beta_{18} HI\_ABILITY * X_{7i,t} + \beta_{19} HI\_ABILITY * X_{8i,t} + \beta_{20} HI\_ABILITY * X_{9i,t} + \beta_{21} HI\_ABILITY * X_{10i,t} + \beta_{22} SIZE_{i,t} + \beta_{23} QTBI_{i,t} + \beta_{24} GROWTH_{i,t} + \beta_{25} DUAL_{i,t} + \varepsilon$					
VIF	احتمال	آماره F	ضریب	نماد متغیرها	متغیرها
۶/۹۷	۰/۱۹۰	۱/۳۹۰	۰/۰۲۲	X1	نسبت جاری
۶/۴۳	۰/۴۶۲	-۰/۷۳۴	-۰/۰۱۳	X2	نسبت آنی
۲/۲۷	*۰/۰۰۴	-۲/۸۵۲	-۰/۰۲۹	X3	نسبت سود خالص

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{1i,t} + \beta_2 X_{2i,t} + \beta_3 X_{3i,t} + \beta_4 X_{4i,t} + \beta_5 X_{5i,t} + \beta_6 X_{6i,t} + \beta_7 X_{7i,t} + \beta_8 X_{8i,t} + \beta_9 X_{9i,t} + \beta_{10} X_{10i,t} + \beta_{11} HI\_ABILITY_{i,t} + \beta_{12} HI\_ABILITY * X_{1i,t} + \beta_{13} HI\_ABILITY * X_{2i,t} + \beta_{14} HI\_ABILITY * X_{3i,t} + \beta_{15} HI\_ABILITY * X_{4i,t} + \beta_{16} HI\_ABILITY * X_{5i,t} + \beta_{17} HI\_ABILITY * X_{6i,t} + \beta_{18} HI\_ABILITY * X_{7i,t} + \beta_{19} HI\_ABILITY * X_{8i,t} + \beta_{20} HI\_ABILITY * X_{9i,t} + \beta_{21} HI\_ABILITY * X_{10i,t} + \beta_{22} SIZE_{i,t} + \beta_{23} QTBI_{i,t} + \beta_{24} GROWTH_{i,t} + \beta_{25} DUAL_{i,t} + \varepsilon$$

متغیرها	نماد متغیرها	ضریب	آماره F	احتمال	VIF
نسبت جریان نقد عملیاتی به سود عملیاتی	X4	۰/۰۰۲	۱/۳۴۱	۰/۱۸۰	۱/۰۵
نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام	X5	-۰/۰۰۱	-۱/۹۵۵	۰/۰۵۱	۱/۷۱
نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها	X6	-۰/۰۳۷	-۲/۰۱۵	*۰/۰۴۴	۱/۹۸
نسبت بازده دارایی‌ها	X7	۰/۳۹۹	۷/۶۶۰	*۰/۰۰۰	۳/۴۳
نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	X8	-۰/۰۰۶	-۰/۵۵۰	۰/۵۸۲	۳/۴۵
نسبت سود هر سهم	X9	۱/۱۹E-۰۵	۲/۵۸۲	*۰/۰۱۰	۲/۰۱
نسبت قیمت به سود	X10	-۳/۱۶E-۰۶	-۰/۲۸۵	۰/۷۷۵	۱/۱۲
توانایی مدیریت	HABILITY	-۰/۱۰۹	-۱/۸۵۹	۰/۰۶۳	۶/۷۹
نسبت جاری	HIABILITY *X1	۰/۱۰۳	۲/۷۸۳	*۰/۰۰۵	۵/۹۱
نسبت آنی	HIABILITY *HX2	-۰/۱۷۷	-۳/۹۱۲	*۰/۰۰۰	۴/۳۵
نسبت سود ناخالص	HIABILITY *HX3	۰/۲۱۰	۲/۰۴۹	*۰/۰۴۰	۳/۱۲
نسبت جریان نقد عملیاتی به سود عملیاتی	HIABILITY *HX4	۰/۰۰۰۶	-۰/۲۱۳	۰/۸۳۰	۱/۲۳
نسبت بدهی‌های بلندمدت به حقوق صاحبان سهام	HIABILITY *HX5	۰/۰۰۲	۰/۹۱۲	۰/۳۶۱	۱/۶۴
نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها	HIABILITY *HX6	۰/۱۵۸	۱/۸۵۳	۰/۰۶۴	۷/۷۹
نسبت بازده دارایی‌ها	HIABILITY *HX7	-۰/۳۵۱	-۱/۶۰۹	۰/۱۰۸	۵/۵۳
نسبت بازده حقوق صاحبان سهام	HIABILITY *HX8	-۰/۰۵۳	-۱/۰۳۱	۰/۳۰۲	۳/۰۷
نسبت سود هر سهم	HIABILITY *HX9	۶/۶۱E-۰۵	۳/۵۳۱	*۰/۰۰۰	۲/۵۹
نسبت قیمت به سود	HIABILITY *HX10	۲/۲۰E-۰۵	۰/۶۹۲	۰/۴۸۸	۱/۰۸
اندازه شرکت	SIZE	۰/۰۲۱	۱/۹۵۲	۰/۰۵۱	۱/۰۳
نسبت کیوتوبین	QTB	۰/۰۳۳	۴/۹۰۴	*۰/۰۰۰	۱/۱۱
رشد فروش	GROWTH	۰/۰۳۰	۳/۸۰۷	*۰/۰۰۰	۱/۳۱
دوگانگی مدیرعامل	DUAL	-۰/۰۲۸	-۳/۴۴	*۰/۰۰۰	۱/۰۵
ضریب تعیین		۰/۶۰			
ضریب تعیین تعدیل‌شده		۰/۵۰			
سطح معناداری		*۰/۰۰۰			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۵- بحث و نتیجه‌گیری

رفتار و واکنش سرمایه‌گذاران همواره، بر تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی بازده شرکت‌ها تأثیر می‌گذارد و شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روانشناسی انسان ریشه دارد، سبب شکل‌گیری اشتباهاتی در انتظارات سرمایه‌گذاران می‌شود که در نتیجه با رفتارهای ویژه‌ای در تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی همراه است. گاهی اوقات ممکن است تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازار سهام به صورت شهودی و بر مبنای آزمون و خطا باشد. همچنین، گاهی رفتار سرمایه‌گذاران به صورت دنباله‌روی از جمع یا رفتار توده‌وار همراه است؛ در این صورت، اشخاص تمایل دارند تا در تصمیم‌گیری‌هایشان با دیگران هم‌نوا تر شوند. از طرفی یکی از دلایل دور شدن بازارهای مالی از رفتارهای منطقی بروز رفتارهای واکنشی توسط سرمایه‌گذاران در این بازارها می‌باشد. در همین راستا یکی از مفروضات مهم بازار کارای سرمایه این است که سرمایه‌گذاران به طور منطقی به اطلاعات مالی جدید واکنش نشان می‌دهند و بر این اساس تصمیم می‌گیرند. در واقع دانش مالی رفتاری، به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان در بازار سرمایه پرداخته و اعتقاد دارد که سرمایه‌گذاران، در تصمیم‌گیری‌های خود علاوه بر اینکه همیشه به دنبال حداکثر مطلوبیت خود نیستند، بلکه به اطلاعات کامل نیز نیاز ندارند و در تصمیم‌گیری‌ها از جمله کسب بازده بیشتر، به صورت کاملاً عقلانی رفتار نمی‌کنند؛ به عبارتی دیگر سرمایه‌گذاران بیشتر تمایل دارند بر مبنای دانش مالی رفتاری و تأثیر اطلاعات مالی و غیر مالی همچون بررسی اثر نسبت‌های مالی و متغیرهای کلان اقتصادی مؤثر بر بازده سهام تصمیم‌گیری کنند. با توجه به اهمیت شناخت و تأثیر افشای اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه‌گذاران و تمایلات آن‌ها، سنجش اثر نسبت‌های مالی در مؤلفه‌های مالی رفتاری بسیار حائز اهمیت است؛ بنابراین هدف پژوهش حاضر، بررسی رابطه بین اطلاعات حسابداری و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران و همچنین بررسی تأثیر توانایی مدیران بر این رابطه بوده است. بر اساس نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها، مشاهده شده است که از بین نسبت‌های مالی نسبت جاری، نسبت آنی، نسبت سود ناخالص، نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام، نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها، نسبت بازده دارایی‌ها و نسبت سود هر سهم با رفتار و عملکرد معاملاتی سهام رابطه معنادار داشته‌اند. این نتیجه نیز به طور مشابه با نتایج حاصل از پژوهش خیاط بهبهان و خیاط بهبهان (۱۳۹۷)؛ بهار مقدم و جوکار (۱۳۹۷)؛ وقفی و کامران راد (۱۳۹۹)؛ مشایخ و همکاران (۱۴۰۲)؛ زنو و نیو (۲۰۱۶)؛ هاپ و همکاران (۲۰۱۶)؛ وانگ و همکاران (۲۰۱۹)؛ کیم و همکاران (۲۰۱۹)؛ السمدی (۲۰۲۲) و اسد و همکاران (۲۰۲۳) همسو می‌باشد. با توجه به ارتباط معنادار بین نسبت‌های مالی (نسبت جاری، نسبت آنی، نسبت سود ناخالص، نسبت کل بدهی‌ها به حقوق صاحبان سهام، نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها، نسبت بازده دارایی‌ها و نسبت سود هر سهم) و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود، در تحلیل بنیادی در سطح شرکت‌ها به این متغیرها و نسبت‌های مالی توجه شود. از طرفی استفاده از دارایی‌ها در جهت ایجاد بازدهی بیشتر و ایجاد سودآوری نشان داده که عملکرد و رفتار معاملاتی سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد؛ بنابراین پیشنهاد می‌شود در تحلیل‌های بنیادی به گستردگی فعالیت‌های



شرکت‌ها و کیفیت استفاده از دارایی‌ها در جهت ایجاد سودآوری و فعالیت‌های سودآور بیشتر توجه گردد. از طرفی پیشنهاد می‌گردد رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران با استفاده از نسبت‌های مالی سنتی و نوین (ارزش آفرینی) توأمان مورد مطالعه و مقایسه قرار گیرد. همچنین یافته‌های دیگر پژوهش نشان داده است که در شرکت‌هایی که تأمین مالی اهرمی آن‌ها از طریق بدهی‌های بلندمدت بیشتر (کمتر) بوده است، تمایل به رفتارهای معاملاتی سرمایه‌گذاری در آن‌ها کمتر (بیشتر) بوده است؛ در نتیجه به گروه‌های ذینفع پیشنهاد می‌شود در بررسی تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها این عوامل را به طور دقیق ارزیابی نمایند و با پرهیز از مشکلات نمایندگی تصمیمات مهمی در بخش سرمایه‌گذاری و تأمین مالی اتخاذ نمایند. همچنین به مدیران شرکت‌ها توصیه می‌شود به چیدمان اجزای ساختار تأمین مالی به طور عام و ساختار سررسید بدهی‌ها به طور خاص توجه نمایند و در تصمیمات خود فقط به بازده کوتاه‌مدت و سود هر سهم توجه ننمایند و با شناخت عوامل مؤثر بر سرمایه‌گذاری بین انتظارات مختلف سرمایه‌گذاران و فرصت‌های سرمایه‌گذاری مطلوب شرکت، تعامل برقرار نمایند. از طرفی یکی از مشکلاتی که در استفاده از نسبت‌های مالی برای ارزیابی وضعیت مالی شرکت‌ها وجود دارد این است که هر مجموعه نسبت‌های مالی یک بعد ویژه را ارزیابی می‌کند، به گونه‌ای که دسته‌ای از این نسبت‌ها، توانایی نقدینگی سازمان را اندازه‌گیری می‌کند، گروهی توانایی سودآوری سازمان را ارزیابی می‌کند، بخشی دیگر توانایی رشد شرکت را مشخص می‌نماید؛ بنابراین به سرمایه‌گذاران توصیه می‌گردد ضمن آموزش‌های لازم جهت فعالیت در بازار سرمایه و با اتکا به اطلاعات مالی به سایر نسبت‌های مالی در اتخاذ تصمیمات خود نیز توجه نمایند.

از طرفی نتایج پژوهش حاضر نشان داده است که توانایی مدیران بر رابطه بین نسبت‌های مالی (نسبت جاری، نسبت آبی، نسبت سود ناخالص و نسبت سود هر سهم) و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران اثر معناداری داشته است. این نتیجه به‌طور مشابه با نتایج حاصل از پژوهش خوشکار و همکاران (۱۴۰۰)؛ ظاهری عبدهوند و همکاران (۱۴۰۰)؛ یادگاری و همکاران (۱۴۰۲)؛ فیل سرائی (۱۴۰۲)؛ فان و همکاران (۲۰۲۰)؛ چن و همکاران (۲۰۲۱) و کینگ تینگ و همکاران (۲۰۲۱) همسو بوده است. در واقع نتایج نشان داده که توانایی مدیران از طریق تأثیر بر کیفیت اطلاعات حسابداری، تصمیمات سرمایه‌گذاری را بهبود و بر رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران اثر معنادار دارد. توانایی مدیران منجر به تغییرات مساعد در عملکرد شرکت از طریق بهبود نسبت‌های جاری، آبی، بازده دارایی‌ها و نسبت سود هر سهم خواهد شد. این انتظار وجود خواهد داشت که مدیریت توانمند انگیزه‌ها و فرصت‌های بیشتری برای ایجاد سودآوری و در نهایت بیش سرمایه‌گذاری داشته باشند. با اتکا به نتایج پژوهش حاضر پیشنهاد می‌شود که سهامداران عمده و اعضای هیئت‌مدیره سازوکارهای نظارتی بیشتری را برای مدیران توانمندتر اتخاذ نمایند. همچنین با توجه به تأکید نتایج بر توانایی مدیران به قانون‌گذاران از جمله سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که با ارائه دیتابسی از اطلاعات مدیریت و توانایی‌های مدیران و رتبه‌بندی گزارش‌های مالی شرکت‌ها براساس معیارهای توانایی مدیران و با اتخاذ سیاست‌ها و راهکارهای عملی در راستای ایجاد شفافیت و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، زمینه استفاده از این اطلاعات برای سرمایه‌گذاران و مدیران در بورس اوراق بهادار

تهران فراهم شود. بر این اساس اهمیت تحلیل اطلاعات توانایی مدیران شرکت‌ها به‌عنوان یکی از اجزای دارایی‌های نامشهود به همراه نسبت‌های مالی، بیش‌ازپیش مشخص شده و می‌تواند به همراه سایر اطلاعات حسابداری به استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی عرضه شود. با توجه به نتایج حاضر به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌شود در سنجش اطلاعات مدیران، سابقه و توانایی آن‌ها را نیز مد نظر قرار دهند. همچنین پیشنهاد می‌شود برای تحلیل کامل رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران، سایر ویژگی‌های رفتاری آن‌ها مانند بیش اطمینانی مدیران، ویژگی‌های شخصیتی و دانش مدیریتی و ... به کار گرفته شود. از طرفی پژوهشگران می‌توانند در پژوهش‌های آتی با تحلیل مجموع اطلاعات نسبت‌های مالی شرکت‌ها و سایر مدل‌های شخصیتی مدیران، رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران را بررسی کنند و به مقایسه رفتار و عملکرد سرمایه‌گذاران حقوقی در مقایسه با سرمایه‌گذاران حقیقی با توجه به تفاوت‌های احتمالی شخصیتی آنان بپردازند. با توجه به یافته‌های پژوهش حاضر، سرمایه‌گذاران می‌توانند با تحلیل مجموع اطلاعات نسبت‌های مالی شرکت‌ها شامل نسبت‌های نوین و سنتی نقدینگی، نسبت‌های سودآوری، نسبت‌های فعالیت، نسبت‌های اهرمی، معیارهای چشم‌انداز شرکت، معیارهای رشد و ارزش افزوده اقتصادی به همراه اطلاعات مرتبط با توانایی مدیران، رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران را تحت شرایط جدیدی مورد بررسی قرار دهند؛ لذا در تحقیقات آتی به‌منظور هرچه غنی شدن ادبیات توانایی مدیران رابطه این متغیر با دیگر متغیرهای مالی و حسابداری مورد بررسی قرار گیرد. به‌منظور پژوهش‌های آتی، تأثیر ویژگی‌های هیئت‌مدیره، میزان سهام در تملک مدیران، مالکیت غالب سهامداران، و سایر ویژگی‌های شخصیتی مدیریتی بر احساسات سرمایه‌گذاران و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران، بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر رابطه احساسات سرمایه‌گذاران و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران، بررسی تأثیر افشای اطلاعات حسابداری تئوری بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و بازده غیرعادی سهام و همچنین اهمیت و نقش تحلیل حاکمیت شرکتی و افشای سرمایه فکری بر رابطه بین اطلاعات حسابداری و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه‌گذاران را مدنظر قرار داد. از محدودیت‌های پژوهش حاضر می‌توان به ویژگی خاص پژوهش‌های نیمه تجربی اشاره نمود که در حوزه حسابداری متداول است. به‌بیان‌دیگر، تأثیر متغیرهای دیگری (همچون شرایط سیاسی و نرخ تورم) که کنترل آن‌ها خارج از دسترس محقق است و امکان تأثیرگذاری آن‌ها بر نتایج پژوهش منتفی نیست؛ در نتیجه، از یافته‌های پژوهش حاضر می‌بایست با توجه به این شرایط استفاده گردد. از طرفی محدودیت‌های اعمال شده برای انتخاب نمونه آماری از بین اعضای جامعه آماری، تعمیم نتایج پژوهش به آن گروه از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای ویژگی‌های متفاوتی با نمونه موردنظر هستند (شامل شرکت‌های مالی، سرمایه‌گذاری و بانک‌ها) را دشوار می‌سازد.

## فهرست منابع

- ۱) احمدی، موسی، ناصر علی یدالله‌زاده طبری و حنا طبری، (۱۳۸۹)، "تأثیر نوسانات تولیدی بخش‌های اقتصادی بر سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران"، *فصلنامه مطالعات کمی در مدیریت*، ۱ (۳)، صص ۸۳-۱۱۳.
- ۲) امری اسرمی، محمد، فاطمه جلالی و فهیمه کاظمی حاجی، (۱۴۰۲)، "اثر قدرت و دانش مالی مدیرعامل بر رابطه بین ریسک سازمانی و عملکرد شرکت"، *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی*، ۲ (۷)، صص ۶۷-۸۶.
- ۳) آسیابی اقدم، لیلا، اشکان رحیم زاده، نعمت فلیحی و یدالله رجایی، (۱۴۰۰)، "انتخاب سبد دارایی سهام مبتنی بر روش اقتصاد رفتاری (مورد مطالعه بازار بورس تهران)"، *فصلنامه اقتصاد مالی*، ۱۵ (۵۵)، صص ۱۵۵-۱۹۰.
- ۴) بهار مقدم، مهدی و حسین جوکار، (۱۳۹۷)، "بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری و عدم اطمینان اطلاعاتی بر تمایلات سرمایه‌گذاران"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۵ (۱)، صص ۲۱-۵۰.
- ۵) ثقفی، علی و مصطفی عرب مازاریزدی، (۱۳۸۹)، "کیفیت گزارشگری مالی و ناکارایی سرمایه‌گذاری"، *مجله پژوهش‌های حسابداری*، ۲ (۴)، صص ۱-۲۰.
- ۶) حسین پور، حمزه و علی باغبانی، (۱۴۰۰)، "بررسی رابطه بین افشای جباری و اختیاری با عدم تقارن اطلاعاتی"، *رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری*، ۸۳ (۱۰)، صص ۱۳۶۸-۱۳۸۴.
- ۷) حسینی، سید علی و فاطمه مرشدی، (۱۳۹۸)، "تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر پویایی معاملات بورس اوراق بهادار تهران"، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۱ (۴۴)، صص ۱-۲۲.
- ۸) خوشکار، فرزین، اسماعیل نیک نفس و سودا جاهدی، (۱۴۰۰)، "توانایی مدیریت، کیفیت کنترل داخلی و کارایی سرمایه‌گذاری"، *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۴ (۵۳)، صص ۱۷-۳۰.
- ۹) خیاط بهبهان، زهرا و بهاره خیاط بهبهان، (۱۳۹۷)، "بررسی رابطه بین شفاف‌سازی اطلاعات حسابداری و رفتار سرمایه‌گذاران در شرکت‌های صنعتی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *ماهنامه آفاق علوم انسانی*، ۲۳، صص ۴۷-۶۳.
- ۱۰) ستایش، محمد حسین و میلاد رحیمی، (۱۴۰۲)، "تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری و سیاست پولی بر پیش‌بینی ورشکستگی"، *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی*، ۲ (۵)، صص ۱-۳۸.
- ۱۱) سینایی، حسنعلی و عبدالله داودی، (۱۳۸۸)، "بررسی رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران"، *تحقیقات مالی*، ۱۱ (۲۷)، صص ۴۳-۶۰.
- ۱۲) ظاهری عبدهوند، سمیه، عبدالکریم مقدم و علی تامرادی، (۱۴۰۰)، "تأثیر قدرت مدیرعامل بر رابطه بین معاملات مدیریتی و کیفیت گزارشگری مالی"، *نشریه پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۱۳ (۱)، صص ۸۷-۱۰۸.

- (۱۳) عرفانیان، اسلام، محمدحسین رنجبر و بیژن عابدینی، (۱۳۹۵)، "بررسی رابطه بین اطلاعات حسابداری و ریسک سیستماتیک سهام عادی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *کنفرانس بین‌المللی در علم و تکنولوژی*، استانبول، ترکیه، صص ۱-۲۴.
- (۱۴) فروغی، داریوش و امین ساکیانی، (۱۳۹۵)، "تأثیر توانایی مدیریتی بر کارایی سرمایه‌گذاری"، *پژوهش حسابداری*، ۶ (۳)، صص ۹۷-۱۱۶.
- (۱۵) فیل سرائی، مهدی، (۱۴۰۲)، "کارایی مدیریت، تأخیر در تعدیل قیمت سهام و کارایی اطلاعاتی قیمت سهام"، *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی*، ۲ (۷)، صص ۴۳-۶۶.
- (۱۶) کامیابی، یحیی و امیر جوادی نیا، (۱۴۰۰)، "بررسی اثر تعدیل‌کننده توانایی مدیریت بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری"، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۸ (۱)، صص ۱۰۲-۱۳۴.
- (۱۷) محسنی، عبدالرضا و راضیه ره نورد، (۱۳۹۷)، "چگونه حالت ارزیابی سیستم اطلاعات حسابداری و چارچوب سنجش بر قضاوت‌های عملکرد (زیست) محیطی تأثیر می‌گذارد"، *چشم‌انداز حسابداری و مدیریت*، ۱ (۱)، صص ۹۰-۱۰۰.
- (۱۸) مشایخ، شهناز، منا پارسایی و پریا عسکرزاده، (۱۴۰۲)، "رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری و سرمایه‌گذاری حقوقی بر کارایی سرمایه‌گذاری در بانک‌های عضو بازار سرمایه ایران"، *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی*، ۲ (۵)، صص ۵۹-۸۶.
- (۱۹) مهرانی، کیارش و مهدی معدنچی زاج، (۱۳۹۷)، "آزمون اثر احساسات و الگوی رفتار معاملات سرمایه‌گذاران بر بازده مازاد سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، *راهبرد مدیریت مالی*، ۶ (۲۱)، صص ۱۳۱-۱۵۸.
- (۲۰) نیکبخت، محمدرضا و علی قاسمی، (۱۳۹۷)، "تأثیر توانایی مدیریت بر رقابت در بازار محصول"، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۱۰ (۴۰)، صص ۱۳۷-۱۴۶.
- (۲۱) وقفی، سید حسام و صدیقه کامران راد، (۱۳۹۹)، "تحلیل معیارهای مدیریت کیفیت اطلاعات در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *مدیریت اطلاعات*، ۶ (۲)، صص ۲۲۶-۲۴۹.
- (۲۲) یادگاری، سعید، صدیقه قرشی و احسان رجایی زاده هرنندی، (۱۴۰۲)، "تأثیر کیفیت کنترل داخلی بر رابطه بین توانایی مدیریت و کارایی سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، *نشریه علمی رویکردهای پژوهشی نوین مدیریت و حسابداری*، ۷ (۲۴)، صص ۴۳-۶۰.
- (۲۳) یوسفی، راحله و ابوالفضل شهرآبادی، (۱۳۸۶)، "بررسی و آزمون رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار"، *فصلنامه مدیریت توسعه و تحول*، ۲، صص ۵۷-۶۴.
- 24) Alsmady, A. A. (2022), "Accounting Information Quality and Tax Avoidance Effect on Investment Opportunities Evidence from Gulf Cooperation Council GCC", *Cogent Business & Management* (2022), 9, pp.1-25, 2143020 <https://doi.org/10.1080/23311975.2022.2143020>
- 25) Assad, N., Jaafar, A., & Zervopoulos, P. D. (2023), "The Interplay of Financial Reporting Quality and Investment Efficiency: Evidence from the USA", *Journal of Financial Reporting and*

- Accounting, Available: <https://www.emerald.com/insight/content/doi/10.1108/JFRA-04-2023-0199/full/html>
- 26) Chen, S., Li, Z., Han, B., & Ma, H. (2021), "Managerial Ability, Internal Control and Investment Efficiency", *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 31 (2021), PP. 1-41, 100523.
  - 27) Demerjian, P., Lev, B., & McVay, S. (2012), "Quantifying Managerial Ability: A New Measure and Validity Tests", *Management Science*, 58(7), pp. 1229-1248.
  - 28) Hope, O. K., Thomas, W. B., & Vyas, D. (2016), "Stakeholder Demand for Accounting Quality and Economic Usefulness of Accounting in U.S. Private Firms", Elsevier, pp. 1-13.
  - 29) Kiong Ting, I. W., Tebourbi, I., Lu, W. M., & Kweh, Q. L. (2021), "The Effects of Managerial Ability on Firm Performance and the Mediating Role of Capital Structure: Evidence from Taiwan", *Financial Innovation*, 7(89), pp. 1-23.
  - 30) Phan, D. H. B., Tran, V. T., Nguyen, D. T., & Le, A. (2020), "The Importance of Managerial Ability on Crude oil Price Uncertainty-Firm Performance Relationship", *Energy Econ* 88:104778
  - 31) Soon Kim, K., Young Chung, C., Hwon Lee, J., & Cho, S. (2019), "Accruals Quality, Information Risk, and Institutional Investors' Trading Behavior: Evidence From the Korean Stock Market", *The North American Journal of Economics and Finance*, PP. 1-61, 101081-  
doi:10.1016/j.najef.2019.101081
  - 32) Wang, L., Li, S., & Chen, T. (2019), "Investor Behavior, Information Disclosure Strategy and Counterparty Credit Risk Contagion. Chaos", *Solitons & Fractals*, 119, pp. 37-49. doi:10.1016/j.chaos.2018.12.007.
  - 33) Yang, H., Ahn, H. J., Kim, M. H., & Ryu, D. (2017), "Information Asymmetry and Investor Trading Behavior Around Bond Rating Change Announcements", *Emerging Markets Review*, 32, pp. 38-51.
  - 34) Zhu, B., & Niu, F. (2016), "Investor Sentiment, Accounting Information and Stock Price: Evidence from China", *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, pp. 125-134. doi:10.1016/j.pacfin.2016.03.010.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## The Effect of Managers' Ability on The Relationship Between the Quality of Accounting Information and Investor Behavior and Trading Performance

**Kevan Azizi**<sup>1</sup>  
**Farzad Eivani**<sup>2</sup>  
**Hadis Abdi**<sup>3</sup>  
**Seyed Javad Dellavari**<sup>4</sup>

Received: 06 / December / 2023 Accepted: 28 / January / 2024

### Abstract

In the behavioral financial paradigm, the human hypothesis as a rational being that always succeeds in optimizing its interests is questioned. Proponents of behavioral finance know that the knowledge of "psychological inclinations" in the field of investment is absolutely necessary and requires serious development of the field of study. Accordingly, the purpose of this study was to investigate the relationship between financial ratios as a measure of accounting information on the pattern of behavior and trading performance of investors and also to investigate the effect of managers' ability on this relationship. In order to achieve the research goal, 105 companies were selected from the companies listed on the Tehran Stock Exchange, by systematic elimination method and tested using EViews and Stata software. The results of testing the hypotheses have shown that among the components of financial ratios; There was a significant relationship between current ratio, current ratio, gross profit ratio, total debt to equity ratio, total debt to total assets ratio, return on assets ratio and earnings per share ratio with investors' trading behavior and performance. The present results showed that in the content of accounting information, especially using some financial ratios, investors' trading behavior and performance can be predicted. On the other hand, the findings indicate a significant effect of managers' ability on the relationship between financial ratios (current ratio, instantaneous ratio, gross profit ratio and earnings per share ratio) and the trading behavior and performance of investors.

**Keywords:** Accounting Information, Financial Ratios, Investor Behavior And Trading Performance, Ability Of Managers

<sup>1</sup> Department of Accounting, Kabir Gharb Non-Profit University, Kermanshah, Iran. (ke-azizi@yahoo.com).

<sup>2</sup> Department of Accounting, Faculty of Accounting, Razi University, Kermanshah, Iran, (Corresponding Author). (feivani@yahoo.com).

<sup>3</sup> Department of Accounting, Razi University, Kermanshah, Iran, (hadisabdi.2020@gmail.com).

<sup>4</sup> Department of Accounting, Faculty of Accounting, Razi University, Kermanshah, Iran, (dellavari@razi.ac.ir).