

## **Effect of Board's Characteristics on Earnings Informativeness by Considering the Moderating Role of Investor Sentiment**

**Mohammad Vahdani<sup>1</sup>, Javad Mohammadi Mehr<sup>2</sup>**

### **Abstract**

Based on the conventional theories, it is expected that investors be informed about profitability and make the decisions rationally without any emotional behaviors. The role of managers in strengthening the mechanisms of the company can increase the reliability of the profitability which is in itself a factor affecting the investor sentiment. Therefore, the purpose of this study is to investigate the Effect of Board's Characteristics on Earnings Informativeness by Considering the Moderating Role of Investor Sentiment.

This research is a library and analytical-scientific study and is based on the analysis of panel data (data panel). In this study, financial information of 136 companies listed in Tehran Stock Exchange during the 2010-2017 (952 companies-years) was investigated. Eviews software was used to analyze the results of the research. Based on the findings of this research, there is a negative and significant relationship between the Earnings informativeness and investor sentiment, as well as board's characteristics, including the independence, size and duration (experience) of the board, have a significant and direct effect. In this examination of the relationship between Earnings informativeness and the investor sentiment, it became clear that the independence, size and experience of the board would strengthen the negative relationship between them. In other words, these attributes contribute to the informativeness raising and hence less investor sentiment.

**Keywords:** Investor Sentiment, Board's Characteristics, Earnings Informativeness

**JEL:** M10 ,G10 ,G30

---

1 . Assistant Professor, Department of Accounting, University of Bojnord, Bojnord,(Corresponding Author),  
Email:m\_vahdani99@yahoo.com

2 . Master of Accounting Accounting, University of Bojnord, Bojnord,  
Email:j.mohamadimehr@gmail.com

## تأثیر ویژگی‌ها هیئت‌مدیره بر آگاهی دهنده‌گی سود با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌کنندگی گرایش احساسی سرمایه‌گذاران<sup>۱</sup>

محمد وحدانی<sup>۲</sup>، جواد محمدی مهر<sup>۳</sup>

### چکیده

بر اساس تئوری‌های حاکم انتظار بر آن است که سرمایه‌گذاران در قبال اطلاعات مربوط به سودآوری، تصمیمات و رفتار عقلایی و منطقی و فارغ از احساسات داشته باشند. نقش مدیران در تقویت مکانیسم‌های شرکی می‌تواند موجب اطمینان بیشتر به کیفیت سودآوری شود که خود به‌عنوان عاملی اثرگذار بر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران مطرح است. لذا هدف پژوهش حاضر، تأثیر ویژگی‌ها هیئت‌مدیره بر ارتباط آگاهی دهنده‌گی سود با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌کنندگی گرایش احساسی سرمایه‌گذاران است.

این پژوهش از نوع مطالعه کتابخانه‌ای و تحلیلی - علمی بوده و مبتنی بر تحلیل داده‌های تابلویی (پانل دیتا) است. در این پژوهش اطلاعات مالی ۱۳۶ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ بررسی شده است (۹۵۲ شرکت - سال). برای تجزیه و تحلیل نتایج به‌دست‌آمده‌ی پژوهش از نرم‌افزار Eviews ۱۰ استفاده شده است.

بر اساس یافته‌های این پژوهش بین آگاهی دهنده‌گی سود و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران رابطه منفی و معناداری وجود دارد و همچنین ویژگی‌ها هیئت‌مدیره از جمله استقلال، اندازه و سنوات (تجربه) هیئت‌مدیره بر آگاهی دهنده‌گی سود تأثیری معنادار و مستقیم دارد. از طرفی در بررسی اثرات این ویژگی‌ها بر رابطه بین آگاهی دهنده‌گی سود و گرایش‌های احساسی مشخص گردید که استقلال، اندازه و سنوات (تجربه) هیئت‌مدیره موجب تقویت رابطه منفی بین آن‌ها خواهد شد. به عبارتی این ویژگی‌ها منجر به تقویت آگاهی دهنده‌گی سود و در نتیجه بروز کمتر گرایش‌های احساسی در بین سرمایه‌گذاران می‌شود.

**واژه‌های کلیدی:** گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، ویژگی‌ها مدیریت، آگاهی دهنده‌گی سود

طبقه‌بندی موضوعی: G<sup>30</sup>، G<sup>10</sup>، M<sup>10</sup>

۱. کد DOI مقاله: ۱۰.۲۲۰۵۱/jfm.۲۰۱۸.۱۹۲۴۵.۱۶۰۹

۲. استادیار، حسابداری، دانشگاه بجنورد، بجنورد، نویسنده مسئول، Email: m\_vahdani99@yahoo.com

۳. کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه بجنورد، بجنورد، Email: j.mohamadimehr@gmail.com

## مقدمه

هدف اصلی گزارشگری مالی ارائه اطلاعات مناسب برای تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی است. نقش اطلاعات حسابداری در کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، به‌طور عمده ناشی از وظیفه ارزش‌گذاری اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا، باعث می‌شود تا اطلاعاتی را برای سرمایه‌گذاران جهت کمک به آن‌ها در ارزش‌گذاری صحیح دارایی‌ها و تصمیمات سرمایه‌گذاری، فراهم آورد و زیان‌های ناشی از ارزش‌گذاری یا تصمیم‌گیری ناصحیح در سرمایه‌گذاری را کاهش دهد (خواجوی و همکاران، ۱۳۹۳). در بازار کارا فرض بر این است که اثر وقوع یک رویداد (مانند خبر اعلان سود) بر روی قیمت اوراق بهادار لحظه‌ای است و به محض اعلام خبر در تاریخ مشخص، قیمت سهام به میزان ارزش خبر نوسان می‌یابد. وقتی که اطلاعات محرمانه در بازار وجود دارد طبق تئوری‌های مالی انتظار بر آن است که بعد از اعلان‌هایی مانند سود، واکنش سهامداران را به دنبال داشته باشد که در نتیجه قیمت‌های سهام به ارزش منصفانه آن نزدیک‌تر می‌شود و حجم مبادلات نیز افزایش می‌یابد (غیاث‌الدین، ۱۳۹۳).

مطابق مفروضات تئوری مالی کلاسیک انتظار بر آن است که سرمایه‌گذاران عقلانی رفتار کنند. ولی در طرف مقابل برخی معتقدند که علاوه بر عوامل بنیادی، شرایط رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران نیز تأثیرگذار است. در واقع همه سرمایه‌گذاران کاملاً عقلانی و منطقی رفتار نمی‌کنند و گاهی بواسطه احساسات در فرآیند تصمیم‌گیری، تصمیمات نادرستی اتخاذ می‌کنند (چن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱).

از طرفی مدیران برای ارائه عملکرد خود، گزارش‌های مالی دوره‌ای ارائه می‌کنند. سهامداران می‌توانند با سیگنال‌هایی که مدیران از این طریق به بازار مخابره می‌کنند به ارزیابی سرمایه‌گذاری‌هایشان بپردازند. آنچه سهامداران را به سرمایه‌گذاری پس‌اندازهایشان در فعالیت خاصی سوق می‌دهد، عملکرد مطلوب آن شرکت است که در نتیجه، افزایش ارزش و در نهایت افزایش ثروت سهامداران را دربر خواهد داشت. یکی از اطلاعات بسیار مهم که توسط شرکت‌ها در اختیار استفاده‌کنندگان قرار می‌گیرد مربوط به سود است. انتشار اطلاعات سودآوری شرکت‌ها می‌تواند موجب ایجاد واکنش و در نتیجه تغییراتی در قیمت سهام شود؛ اما واکنش بازار سهام به اطلاعات، متفاوت است. چنانچه واکنش افراد عقلایی نباشد موجب ناهنجاری‌هایی از جمله افزایش یا کاهش بیش‌ازحد قیمت‌ها می‌شود. واکنش بیش‌ازاندازه یا کمتر از اندازه، زمانی رخ می‌دهد که افراد با توجه به اطلاعات جدید، قیمت سهام را بیشتر یا کمتر از ارزش ذاتی آن تعیین می‌کنند. اگرچه بازار پس از گذشت زمان به‌اشتباه خود پی برده و به حالت تعادل برمی‌گردد، اما این رفتار اقتصادی، نوعی رفتار غیر عقلایی در بازار

محسوب می‌شود که شاید بتوان آن را نوعی واکنش منطقی نسبت به عدم اطمینان سرمایه‌گذاران تلقی کرد. لذا آگاهی دهندگی سود به انتظارات سرمایه‌گذاران جهت می‌دهد. به میزانی که انتظارات سرمایه‌گذاران از سود به یکدیگر نزدیک باشد، آن‌ها تفسیر مشابهی از اخبار موجود در سود خواهند داشت.

مسئله فوق در بازار سرمایه ایران نیز وجود دارد تا جایی که برخی از سهامداران به‌ویژه سهامدارانی با حضور مداوم و نگرشی انحصاری، در بازار اقدام به ایجاد هیجان نموده و با تحریک احساسات سایر سرمایه‌گذاران، آن‌ها را به سوی رفتار توده‌وار سوق می‌دهند. همواره کارشناسان بازار سرمایه در خصوص حضور احساسی سرمایه‌گذاران، توصیه‌هایی داشته‌اند و از سرمایه‌گذاران خواسته‌اند؛ بدون اطلاعات کافی وارد بازار نشوند، از خرید و فروش هیجانی در بازار اجتناب کنند. لذا یکی از مسائل پیشرو و دارای اهمیت مضاعف، این است که آیا گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تحت تأثیر آگاهی دهندگی سود به‌عنوان یکی از ابزارهای مدیریتی قرار می‌گیرد؟ از طرفی ویژگی‌ها هیئت‌مدیره باعث بهبود مکانیسم راهبری شرکت و همچنین جذب سرمایه‌گذاران می‌شود. حضور هیئت‌مدیره قوی به گونه بهتری از منافع سهامداران حمایت می‌کنند و نماینده‌ای مناسب برای آنان هستند، لذا می‌توان گفت مدیران در تلاش خواهند بود با ایجاد سیستم کنترل داخلی قوی، محیط کنترلی مناسب در شرکت، سبب بهبود سازوکارهای کنترلی شده و این امر خود سبب ترغیب مدیریت به ارائه هرچه بهتر و باکیفیت‌تر اطلاعات مالی می‌شود (برادران و تقی‌زاده، ۱۳۹۵). لذا از دیگر اهداف این پژوهش بررسی اثرگذاری ویژگی‌ها هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود و نقش تعدیل‌کننده گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران می‌باشد.

اگرچه در مورد آگاهی دهندگی سود پژوهش‌هایی در ایران انجام شده است، اما در مورد گرایش‌های احساسی و آگاهی دهندگی سود تاکنون پژوهشی صورت نگرفته است. همچنین تأثیر ویژگی‌ها مدیریتی بر چنین رابطه‌ای تاکنون مورد واکاوی پژوهشگران واقع نشده است. لذا دستاوردهای این پژوهش، افزایش دانش مخاطبین در زمینه تمایلات احساسی و غیر عقلایی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود با توجه به ویژگی‌ها مدیریتی خواهد بود.

### مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در طول سال‌های اخیر، مطالعات و پژوهش‌های مالی وارد دوران فکری جدیدی شده است که در برخی از آن‌ها، مفروضات اقتصاد مالی مدرن مورد انتقاد قرار گرفته است. یکی از این مفروضات، منطقی بودن سرمایه‌گذاران است که به‌طور جدی به چالش کشیده شده و مطالعات متعددی به بررسی

این موضوع اختصاص یافته‌اند. امروزه این موضوع قوت بیشتری گرفته است که قیمت‌ها بیشتر توسط نگرش‌ها و عوامل روانی تعیین می‌شوند تا متغیرهای بنیادی؛ بنابراین مطالعه روانشناسی بازار اهمیت بیشتری پیدا کرده است. (نیکو مرام و همکاران، ۱۳۹۱) از دیدگاه فرضیه بازار کارا، قیمت اوراق بهادار منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود در بازار است و انتظار می‌رود که تأثیر هرگونه اطلاعات جدید در بازار، سریعاً در قیمت سهام شرکت‌ها منعکس شود. بر پایه این تئوری، سرمایه‌گذاران دارای رفتار عقلایی بوده، به دنبال حداکثر ساختن مطلوبیت مورد انتظار خود هستند. بر این اساس، تغییرات قیمت سهام به تغییرات سیستماتیک در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است و رفتار غیر عقلایی سرمایه‌گذار تأثیری بر بازده ندارد؛ اما می‌توان متصور بود که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهامی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردارند، رابطه مثبت وجود داشته باشد (حیدر پور و همکاران، ۱۳۹۲). به عبارتی به‌جز عوامل بنیادی، باید تأثیر عوامل رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران را نیز بر آگاهی‌دهندگی قیمت سهام در نظر گرفت. (ستایش و شمس‌الدینی، ۱۳۹۵) در تائید این نکته می‌توان به تئوری مالی رفتاری اشاره کرد که فرض اول آن، این است که سرمایه‌گذاران تحت تأثیر گرایش‌های احساسی خود تصمیم می‌گیرند. دومین فرض این است که آریبیتراژ در برابر سرمایه‌گذاران احساسی، پر ریسک و پرهزینه است؛ بنابراین سرمایه‌گذاران منطقی یا آریبیتراژ‌گرا در برگرداندن قیمت‌ها به قیمت بنیادی، پرتکاپو نیستند. (حیدر پور و همکاران، ۱۳۹۲). در حقیقت، فعل و انفعال پویا بین معامله‌گران اختلال‌زا و آریبیتراژ‌گران منطقی، قیمت‌ها را شکل می‌دهد و اگر یک سهام، معامله‌گرهای اختلال‌زای بیشتر یا معامله‌گرهای منطقی کمتری داشته باشد، نوسانات قیمتی آن چشمگیر است (لینگ<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۰).

با توجه به وجود استثناهای بازار سرمایه و در نظر گرفتن نظریه مالی رفتاری، به نظر می‌رسد همراه با متغیرهای کلان اقتصادی و حسابداری، عوامل رفتاری سرمایه‌گذاران نیز می‌تواند بر قیمت سهام شرکت‌ها تأثیرگذار باشد. از دیدگاه مالی رفتاری عوامل گوناگون و متنوعی وجود دارد که به‌موجب آن عوامل، افراد اقدام به اتخاذ تصمیم‌های غیر بهینه می‌کنند. لذا سرمایه‌گذاران باید اهمیت این عوامل را در تصمیم‌گیری‌های خود دریافته و تعیین کنند که آیا این گونه از سوگیری‌ها در تصمیمات گذشته آن‌ها دخیل بوده است؟ و آیا در تصمیمات آتی آن‌ها تأثیرگذار است؟ سپس در مرحله بعدی به دنبال فهم رفتار غیر عقلایی در دیگر سرمایه‌گذاران هستند تا بتوانند از اشتباهات

---

۱. Ling

انجام شده توسط آن‌ها در جهت انجام معاملات سودمند و بهینه بهره ببرند (موسوی و آقا-بابائی، ۱۳۹۶). برخی از سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از قضاوت‌های شخصی، مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی برای تصمیم‌گیری حاکم بر بازار سهام استفاده می‌کنند. این شرایط می‌تواند ناشی از انتشار اطلاعات توسط شرکت‌ها ایجاد شود. مطالعات گسترده مؤید محتوا اطلاعاتی اعلان سودها بر مبنای شواهد ضریب تغییرات بازده‌ها، تغییرات قیمت غیرعادی و حجم معاملات غیرعادی در زمان اعلان سودها می‌باشند (چن<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). به عبارتی دیگر اثر این محتوای اطلاعاتی را می‌توان در تغییرات قیمت و حجم معاملات سهام حول و حوش تاریخ اعلان سود مشاهده کرد. از این رو انتظار می‌رود بازدهی که در واکنش به اعلان سود تحقق می‌یابد نیز حاوی اطلاعاتی مفید و به هنگام باشد (میشل<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۵). البته برخی از پژوهشگران نظیر بالاک<sup>۳</sup> (۲۰۱۳) معتقدند که اطلاعاتی سود منتشر شده در هر فصل تقریباً با ۱٪ تا ۲٪ از کل اطلاعات موجود در ارتباط است، به گونه‌ای که دربرگیرنده مقداری متناسب، نه قابل ملاحظه، از اطلاعات ارزشی برای بازار است. لذا از منظر ایشان نقش اقتصادی اصلی سود، ارائه اطلاعات به موقع جدید به بازار سهام نیست. قاعدتاً، این نقش از موارد دیگری همانند تسویه قراردادهای بدهی و جبران خدمات، ارائه اطلاعاتی مانند افشاهای به موقع تر اطلاعات حاصل از سیستم حسابداری، توسط مدیران ناشی می‌شود. (آلوک<sup>۴</sup> و همکاران، ۲۰۱۷).

به‌هرروی سرمایه‌گذاران مختلف بر مبنای اطلاعات حاصله از شرکت و توانایی‌شان در ارزیابی صورت‌های مالی، انتظارات متفاوتی از شرکت خواهند داشت. باین حال اتکا به یک منبع اطلاعاتی مشترک، شاخص سود حسابداری، ضرورت دارد تا بتواند برآیند انتظارات سرمایه‌گذاران را برآورده نماید. هرچند، شاخص سود حسابداری دارای نواقصی می‌باشد اما تنها شاخصی می‌باشد که با تکیه بر آن می‌توان انتظارات سرمایه‌گذاران را شکل داده و انحراف در انتظارات سرمایه‌گذاران را کاهش داد. لذا آگاهی دهندگی سود به انتظارات سرمایه‌گذاران جهت می‌دهد. به میزانی که انتظارات سرمایه‌گذاران از سود به یکدیگر نزدیک باشد، آن‌ها تفسیر مشابهی از اخبار موجود سود خواهند داشت. در نتیجه خروجی فرآیند حسابداری و گزارش هیئت‌مدیره از صورت‌های مالی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران منطقی، مؤثر خواهد بود.

---

۱ . Chen

۲ . Michael

۳ . Balakrishnan

۴ . Alok

هیئت‌مدیره شرکت نقش اصلی را در کنترل مشکلات نمایندگی بر عهده دارد. توانایی‌های هیئت‌مدیره باعث افزایش مکانیسم راهبری شرکت و همچنین جذب سرمایه‌گذاران می‌شود. بعلاوه حضور هیئت‌مدیره قوی به گونه بهتری از منافع سهامداران حمایت می‌کند و نماینده‌ای مناسب برای آنان است. مدیران در تلاش خواهند بود با ایجاد سیستم کنترل داخلی قوی، محیط کنترلی مناسب در شرکت (بونا سانچز<sup>۱</sup> و همکاران، ۲۰۱۳) و استقرار رویه‌های حاکمیت شرکتی مناسب، مانند وجود اعضای غیرموظف، تعداد اعضا، ثبات جایگاه مدیرعامل و تخصص مالی اعضای هیئت‌مدیره سبب بهبود سازوکارهای کنترلی گردند و این امر خود سبب ترغیب مدیریت شرکت به افشای هرچه بهتر و باکیفیت‌تر اطلاعات مالی می‌شود (آقایی و همکاران، ۱۳۹۴). از طرفی یکی از مهم‌ترین عوامل پیرامون هیئت‌مدیره، عدم تقارن اطلاعاتی است به عبارتی مدیران، نوعاً اطلاعات بیشتری در زمینه‌های مختلف، نسبت به سرمایه‌گذاران دارند و تمایل دارند که ارزش شرکت خود را به طرز دیگری نشان دهند. فین کلسین<sup>۲</sup> و همکاران، (۱۹۹۸) معتقدند که پیشرفت‌های اخیر علمی در زمینه ساختار و فرآیند تصمیم‌گیری مدیریت مستلزم مطالعات بیشتر اثرات رفتار مدیریت بر روی خروجی‌های سازمانی است. پژوهش ایشان در زمینه فرآیند تصمیم‌گیری مدیریت الهام گرفته از مطالعه فوربس و میلیکن<sup>۳</sup> (۱۹۹۹) و در زمینه روابط بین مدیران موظف و غیرموظف نشأت گرفته از کار پژوهشی پتیگر و مک نولتی<sup>۴</sup> (۱۹۹۵) است. پژوهش‌های آنها نشان می‌دهد در صورت مدیریت اثربخش و کارآمد، کیفیت و کفایت اطلاعات منتشرشده توسط مدیریت افزایش می‌یابد و بهبود کیفیت افشای شرکت باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد و کاهش عدم تقارن اطلاعاتی، مدیریت سود کمتری را به همراه دارد (فریرا<sup>۵</sup>، ۲۰۰۸). به عبارتی، حضور مدیران منصوب شده توسط سرمایه‌گذاران، تقویت نظارت، مکانیسم حاکمیت شرکتی موجب افزایش کیفیت گزارشگری مالی می‌شود. (بنت<sup>۶</sup> و همکاران، ۲۰۱۷) با توجه به پژوهش‌های انجام شده در کشورهای اروپایی مدیران نقش اصلی را در تصمیم‌گیری و آگاهی‌دهندگی سود دارند. پژوهش‌ها نشان می‌دهد ۴۰ درصد مدیران در اسپانیا، ۲۲ درصد در فرانسه و ۱۳ درصد در ایتالیا بر آگاهی‌دهندگی سود تأثیرگذار

---

۱ . Bona Sánchez

۲ . Finklstin

۳ . Forbes and Milliken

۴ . Pettigrew and McNollety

۵ . Ferreira

۶ . Bennett

هستند (کابیدو و بلتران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۶). لذا وابستگی رفتار و گرایش سرمایه‌گذاران به تصمیمات مدیران در اعلان سود وابسته بوده و بر اساس اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند. در این میان برخی سرمایه‌گذاران بر مدیران نفوذ دارند و برخی بر اطلاعات گزارش‌های مالی مدیران تمرکز می‌نمایند (لوپز<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۱۵).

کارولینا<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی با عنوان تأثیر ساختار هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود پرداختند. ایشان دریافتند که مدیران منصوب شده توسط افراد و سرمایه‌گذاران و بانک‌ها، آگاهی دهندگی سود را تحت تأثیر قرار می‌دهند. همچنین با اعلان سود، حفاظت از سهامداران را مدنظر قرار داده و سبب تقویت اعتماد آن‌ها به بازار سرمایه و باعث جذب سرمایه بیشتر می‌شود. لذا ساختار هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود تأثیر معناداری دارد.

فرینجس<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۷) در پژوهشی به این پرسش پرداختند که آیا اعتماد سرمایه‌گذاران می‌تواند عواملی از قبیل بازده سهام را توضیح دهد؟ ایشان دریافتند که عواید بازده سهام عمدتاً به دلیل گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران است.

ژو و نیو<sup>۵</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی در کشور چین، به این نتیجه رسیدند که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع را تغییر می‌دهد. هرچند که این تأثیر در دوره بدبینی و خوش‌بینی سرمایه‌گذاران متفاوت است. همچنین نتایج آن‌ها نشان داد که رفتار احساسی سرمایه‌گذاران به همراه اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام تأثیر معنی‌داری می‌گذارد.

میشل<sup>۶</sup> و همکاران (۲۰۱۵) در پژوهشی با عنوان رابطه تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران و سطح افشا در شرکت‌ها، به بررسی میزان تأثیرگذاری سیاست‌های افشا در شرکت‌ها بر تصمیمات احساسی سرمایه‌گذاران پرداختند. نتایج این پژوهش‌ها نشان می‌دهد که در دوره‌های که گرایش احساسی بالا در سرمایه‌گذاران وجود دارد، مدیران میزان افشا اطلاعات شرکت را کاهش می‌دهند و دوره‌های که گرایش‌های احساسی پائین در سرمایه‌گذاران وجود دارد، مدیران میزان افشا اطلاعات شرکت را افزایش می‌دهند. ایشان دریافتند که بین سطح افشا اطلاعات در شرکت‌ها و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران رابطه مستقیم و معنای داری وجود دارد.

۱ . Cabedo & Beltran

۲ . Lopez

۳ . Carolina

۴ . Frijns

۵ . Zhu and Niu

۶ . Michael



هوانگ<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۵) به بررسی نقش گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی بازده آتی پرداختند. با حذف اجزای مشترک در شاخص گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به این نتیجه رسیدند که شاخص‌های گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به‌طور معناداری هم‌اثر از نظر اقتصادی و هم‌اثر از نظر آماری قابلیت پیش‌بینی کنندگی بازده آتی و بازده مقطعی آتی را دارد. همچنین گرایش‌های احساسی از قابلیت پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی نیز برخوردار است؛ بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذاری معناداری بر بازده و جریان‌های نقدی آتی دارد. هاشمی و مشعشی (۱۳۹۷) در پژوهشی با عنوان، بررسی اثر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها پرداختند. در پژوهش ایشان، برای متغیر حاکمیت شرکتی از یک چک‌لیست استفاده شده است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار دارای اثر معناداری بر سطح سرمایه‌گذاری جدید و بیش سرمایه‌گذاری شرکت‌ها است. همچنین، شاخص حاکمیت شرکتی دارای اثر معناداری بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و سرمایه‌گذاری جدید و بیش سرمایه‌گذاری است. به عبارتی، در شرکت‌هایی با سطح حاکمیت شرکتی بالاتر، اثر احساسات سرمایه‌گذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت، بهبود می‌یابد.

زارعی و دارابی (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بازار سرمایه ایران می‌باشد. ایشان دریافتند که بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ اما با دسته‌بندی گرایش‌های احساسی به گرایش‌های احساسی بالا و پایین، رابطه معناداری بین آن‌ها و افشای اختیاری یافت نشده است. همچنین از میان متغیرهای کنترلی، بین رشد اقتصادی، اندازه شرکت، بازده دارایی‌ها و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار با افشای اختیاری رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ همچنین بین زیان‌ده بودن شرکت‌ها و افشای اختیاری رابطه منفی و معناداری یافت شده است.

نیکبخت و همکاران (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام پرداختند. ایشان شاخص رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر چشم‌انداز رشد، عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع را مورد بررسی قرار دادند. علاوه بر این، تأثیر مشترک رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر روی قیمت سهام، از طریق روش همبستگی بررسی شده است. بر اساس نتایج این پژوهش، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار را تغییر می‌دهد و سپس بر روی

۱. Huang

قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تأثیر می‌گذارد. هرچند رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر نرخ بازده مورد توقع تأثیر معنی‌داری ندارد. همچنین، تقابل اطلاعات حسابداری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، قیمت سهام را در نوسانات بالای عایدات توضیح می‌دهد. لازم به ذکر است، اطلاعات حسابداری هنگامی که عایدات باثبات‌تر باشد اثرگذاری بیشتری بر قیمت‌های سهام دارد؛ درحالی‌که رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران هنگامی که عدم اطمینان بیشتری وجود دارد بر روی قیمت سهام تأثیر بیشتری می‌گذارد.

ستایش و شمس‌الدینی (۱۳۹۵) در پژوهشی به بررسی رابطه‌ی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام پرداختند. بر اساس نتایج پژوهش ایشان، 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 رابطه‌ی معناداری یافت نشد. علاوه بر این، متغیر نرخ بازده دارایی‌ها ارتباط مثبت و نرخ بازده فروش ارتباط منفی با قیمت سهام دارد.

حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام پرداختند. در این پژوهش تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، بر بازده سهام پرتفوی‌های مرتب‌شده بر اساس اندازه، قیمت، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی مورد بررسی قرار گرفت. در پژوهش ایشان مدل چهار عاملی پرتفوی بازار، اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به بازار و گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران در تبیین بازده مورد استفاده قرار گرفت. نتایج پژوهش آن‌ها حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده سهام شرکت‌های دارای کمترین اندازه، نسبت ارزش دفتری به بازار و نسبت مالکیت نهادی می‌باشد.

همان‌طور که ملاحظه می‌گردد غالب پژوهش‌های فوق‌الذکر به بررسی رابطه متغیرهایی چون گرایش‌های سرمایه‌گذاری و قیمت سهام، بازده سهام، افشای اطلاعات حسابداری، سطح افشا و پیش‌بینی بازده آتی و امثالهم پرداخته‌اند. پژوهش‌های صورت گرفته در خصوص ویژگی‌ها هیئت‌مدیره و موضوعات متأثر و یا مرتبط با آن نیز همواره مورد توجه پژوهشگران بوده است. از طرفی موضوع آگاهی دهندگی سود در پژوهش‌های اندکی مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته، اما در پژوهش پیشرو به بررسی تأثیر ویژگی‌ها هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود پرداخته شده و نقش تعدیل‌کنندگی گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در این رابطه مورد واکاوی قرار گرفته است. لذا از این حیث نسبت به پژوهش‌های پیشین متمایز می‌باشد.

### فرضیه‌های پژوهش

مبانی نظری فرضیه اول نظریه تأمین مالی و نظریه پذیرایی است. بر اساس آن‌ها، احساسات سرمایه‌گذاران میزان سرمایه‌گذاری‌های شرکت را تحت تأثیر قرار می‌دهد که تبعات نامطلوب آن ناکارایی سرمایه‌گذاری (بیش و کم سرمایه‌گذاری) است. از طرفی با وجود افزایش آگاهی دهندگی سرمایه‌گذاری می‌بایست منتظر بهبود عملکرد سرمایه‌گذاری بود ولی با توجه به تصمیمات غیر عقلایی و احساساتی می‌توان رابطه معکوسی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری به شرح فرضیه اول متصور بود:

فرضیه اول: گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معکوس دارد.

با توجه به تئوری نمایندگی، مدیران نمایندگان سرمایه‌گذاران نهادی هستند که سهم بزرگی از سرمایه شرکت را در اختیار داشته و همچنین نیاز به حفاظت از منافع موکلان خود دارند لذا انتظار می‌رود به‌عنوان مدیران خوب رفتار کنند. از آنجایی که منافع اصلی سرمایه‌گذاران نهادی در حداکثر سازی سود می‌باشد لذا می‌بایست مکانیسمی ایجاد گردد که مدیران در جهت افزایش سود فعالیت نمایند؛ بنابراین اگر آگاهی دهندگی سود در نتیجه این مکانیسم‌ها افزایش یابد، مدیران ارزش بیشتری برای فهم و ارزش‌گذاری چنین سازوکاری دارند و احتمال کیفیت مطلوب‌تری از سود گزارش شده را مطالبه می‌نمایند. لذا سایر فرضیه‌های پژوهش به‌صورت زیر تدوین شده‌اند:

فرضیه دوم: ویژگی‌ها هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر مثبت و معناداری دارد.

(۱) استقلال هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر مثبت دارد.

(۲) اندازه هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر مثبت دارد.

(۳) پاداش هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر مثبت دارد.

(۴) دوگانگی مدیرعامل بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر مثبت دارد.

(۵) سنوات هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر مثبت دارد.

فرضیه سوم: ویژگی‌ها هیئت‌مدیره بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر دارد.

(۱) استقلال هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود

حسابداری تأثیر دارد.

- (۲) اندازه هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر دارد.
- (۳) پاداش هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر دارد.
- (۴) دوگانگی مدیرعامل بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر دارد.
- (۵) سنوات هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف از نوع کاربردی و برحسب روش گردآوری داده‌ها یک پژوهش به روش توصیفی و از نوع بررسی موردی می‌باشد. با در نظر گرفتن هدف پژوهش و با توجه به ماهیت موضوع جزء پژوهش‌های کاربردی بوده زیرا نتایج حاصل از آن می‌تواند در تصمیم‌های مدیران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مورد استفاده قرار گیرد. در این پژوهش با استفاده از روش توصیفی - همبستگی و روش اسناد کاوی (صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار)، داده‌های مورد نظر برای آزمون فرضیه‌های پژوهش به دست خواهد آمد، روش این پژوهش از نوع همبستگی می‌باشد، چون هدف فرضیه بررسی ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته است از این نوع پژوهش استفاده می‌شود. همچنین روش‌شناسی پژوهش از نوع پس‌رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) می‌باشد.

جامعه‌ی آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله‌ی زمانی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۶ بوده است. در این پژوهش، برای تعیین نمونه‌ی آماری از روش نمونه‌گیری به صورت هدفمند استفاده شد؛ بدین صورت که در هر مرحله از بین کلیه شرکت‌های موجود در پایان سال ۱۳۸۹، شرکت‌هایی که دارای شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و شرکت‌های باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شدند

- شرکت‌ها باید در طول دوره‌ی مورد بررسی فعالیت داشته باشند.
  - نمونه‌ی آماری شامل بانک‌ها و واسطه‌گری مالی نباشد.
  - شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به انتهای اسفندماه ختم می‌شود.
- در نهایت تعداد ۱۳۶ شرکت برای انجام آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شدند.

در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌های مربوط به مفاهیم نظری و ادبیات پژوهش از کتب مختلف، مقالات منتشر شده در مجلات معتبر و مقالات لاتین استفاده شده است. همچنین از مطالب موجود در روزنامه‌ها و وبسایت‌ها نیز استفاده شده است. داده‌های مربوط به متغیرهای موجود از صورت‌های مالی شرکت‌ها استخراج شده است. پس از انتخاب نمونه، با استفاده از متغیرهای مستقل، وابسته و کنترلی به کمک رگرسیون چندمتغیره و با استفاده از نرم‌افزار ۱۰ Eviews تحلیل شده است.

### الگوی پژوهش

با توجه به چارچوب نظری و پیشینه‌ی پژوهش، الگوی پژوهش از نوع رگرسیون چند متغیره است. بنابراین، از مدل رگرسیونی به شرح زیر و بر مبنای پژوهش‌های پیشین برای انجام آزمون استفاده شده است.  
الگوی (۱): بررسی تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر آگاهی دهندگی سود حسابداری

$$CAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SENT_{i,t} + \alpha_2 AUD_{i,t} + \alpha_3 CASH_{i,t} + \alpha_4 DAC_{i,t} + \alpha_5 LEV_{i,t} + \alpha_6 MTB_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 PROF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۲): بررسی تأثیر ویژگی‌ها هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری

$$CAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 BRDIND_{i,t} + \alpha_2 BRDSIZE_{i,t} + \alpha_3 COMP_{i,t} + \alpha_4 DUALITY_{i,t} + \alpha_5 TOP_{i,t} + \alpha_6 AUD_{i,t} + \alpha_7 CASH_{i,t} + \alpha_8 DAC_{i,t} + \alpha_9 LEV_{i,t} + \alpha_{10} MTB_{i,t} + \alpha_{11} SIZE_{i,t} + \alpha_{12} PROF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

الگوی (۳): بررسی تأثیر ویژگی‌ها هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری

$$CAR_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SENT_{i,t} + \alpha_2 BRDIND_{i,t} + \alpha_3 BRDSIZE_{i,t} + \alpha_4 COMP_{i,t} + \alpha_5 DUALITY_{i,t} + \alpha_6 TOP_{i,t} + \alpha_7 BRDIND * SENT_{i,t} + \alpha_8 BRDSIZE * SENT_{i,t} + \alpha_9 COMP * SENT_{i,t} + \alpha_{10} DUALITY * SENT_{i,t} + \alpha_{11} TOP * SENT_{i,t} + \alpha_{12} AUD_{i,t} + \alpha_{13} CASH_{i,t} + \alpha_{14} DAC_{i,t} + \alpha_{15} LEV_{i,t} + \alpha_{16} MTB_{i,t} + \alpha_{17} SIZE_{i,t} + \alpha_{18} PROF_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

**متغیر وابسته:** (CAR) آگاهی دهندگی سود حسابداری

اسکات<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) معتقد است محتوای اطلاعاتی سود به وسیله تغییرات در قیمت سهام و میزان بازده غیرعادی، در بازه زمانی انتشار سود خالص (سود هر سهم)، قابل اندازه‌گیری است. با توجه به این استدلال،

۱ . Scott

پترا<sup>۱</sup> (۲۰۰۷) نیز معتقد است وقتی سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدیدی دست می‌یابند، انتظارات خود درباره بازده آتی سهام را مورد بازبینی قرار داده و تصمیم‌های خرید و فروش ایشان متأثر خواهد شد. به عبارتی سود گزارش شده اطلاعاتی را به بازار مخابره می‌کند که به‌عنوان ویژگی آگاهی دهندگی سود به سهامداران تلقی شده و واکنشی را در بازار ایجاد خواهد نمود که خود می‌تواند منجر به بازده غیرعادی سهام گردد. لذا متغیر وابسته این پژوهش، واکنش بازار است که از بازده غیرعادی روزانه‌ی انباشته (CAR)، برای سنجش و ارزیابی واکنش سرمایه‌گذاران استفاده می‌شود. بازده غیرعادی روزانه بر اساس مدل تعدیل‌شده‌ی بازار محاسبه شده است. در این مدل فرض بر این است بازده بازار نشان‌دهنده‌ی بازده مورد انتظار سهام شرکت‌ها در هر دوره‌ی زمانی است و ریسک سهم معادل ریسک بازار در نظر گرفته می‌شود.

بنابراین تفاضل بازده واقعی سهم  $i$  و بازده بازار، در دوره‌ی  $t$ ، نشانگر بازده غیرعادی است. دوره‌ی تأثیرگذاری رویداد اعلام سود هر سهم پیش‌بینی شده بر قیمت سهم به‌طور متوسط حدود ۴ روز است (با احتساب روز اعلام). بر این اساس در این پژوهش، از جمع بازده غیرعادی هر سهم در طول ۱ روز پیش از روز اعلام سود پیش‌بینی شده تا ۴ روز پس از اعلام آن (۱ روز قبل از روز اعلام، روز اعلام، ۴ روز بعد از روز اعلام، مجموعاً ۶ روز)، به‌عنوان معیار سنجش واکنش بازار استفاده شده است. بازده غیرعادی روزانه‌ی انباشته بر اساس رابطه‌ی (۱) محاسبه شده است:

$$CAR = \sum_{-1}^4 AR_{i,t} \quad (1)$$

$CAR_i$ : بازده غیرعادی روزانه‌ی انباشته برای شرکت  $i$  از یک روز قبل از اعلام سود هر سهم پیش‌بینی شده تا ۴ روز پس از این رویداد.

بازده غیرعادی روزانه‌ی یک سهم (AR) عبارت است از تفاوت بازده واقعی سهم با بازده مورد انتظار آن سهم در روز مورد بررسی که بر اساس مدل تعدیل‌شده‌ی بازار، بر اساس رابطه‌ی (۲) محاسبه می‌شود:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (2)$$

$R_{i,t}$ : بازده واقعی شرکت  $i$  در روز  $t$ .

$R_{m,t}$ : بازده مورد انتظار شرکت  $i$  در روز  $t$

$$R_{i,t} = \frac{P_{i,t} - P_{i,t-1}}{P_{i,t}}$$

(فروغی و آیسک، ۱۳۹۴)

### متغیر مستقل

ویژگی‌ها هیئت‌مدیره:

(COMP) پاداش هیئت‌مدیره: لگاریتم پاداش هیئت‌مدیره

(DUALITY) دوگانگی مدیرعامل: اگر مدیرعامل رئیس یا نایب رئیس هیئت‌مدیره نیز باشد

یک است در غیر این صورت صفر

(TOP) سنوات هیئت‌مدیره: متوسط تعداد سال‌های اشتغال هیئت‌مدیره در شرکت

(BRDIND) استقلال هیئت‌مدیره: تعداد اعضای هیئت‌مدیره غیرموظف تقسیم بر تعداد کل

اعضای هیئت‌مدیره

(BRDSIZE) اندازه هیئت‌مدیره: تعداد کل اعضای هیئت‌مدیره

(Sent): شاخص تمایلات سرمایه‌گذار

به‌منظور محاسبه شاخص تمایلات سرمایه‌گذار از روش استفاده شده در مطالعه کیم (۲۰۱۶)

به‌صورت زیر استفاده می‌شود:

ابتدا چهار شاخص زیر محاسبه می‌شود:

شاخص ۱: شاخص قدرت نسبی<sup>۱</sup>: شاخص قدرت نسبی بازار توسط آقای جی. ولز. وایلدنر<sup>۲</sup> (۱۹۷۸) ابداع شده است. این اندیکاتور میانگین افزایش قیمت‌ها را در یک بازه زمانی مشخص محاسبه نموده و آن را تقسیم بر میانگین کاهش قیمت‌ها در همان بازه زمانی می‌کند و سپس حاصل را به‌صورت یک شاخص ریاضی که بین ۰٪ تا ۱۰۰٪ قابل‌نوسان است، ارائه می‌نماید.

$$RSI_t = \left[ \frac{RS_t}{1 + RS_t} \right] \times 100$$

که در آن:

$$RS_t = \frac{\sum_{k=0}^{13} \max(0, P_{t-k} - P_{t-1-k})}{\sum_{k=0}^{13} \max(0, P_{t-1-k} - P_{t-k})}$$

(RSI) = شاخص قدرت نسبی

(RS) = بازدهی بازار

<sup>۱</sup> . [relative strength index](#)

<sup>۲</sup> . J. Welles Wilder Jr

شاخص ۲: شاخص خط روانشناسی: نسبت شاخص وزنی قیمت سهام می‌باشد.

$$PLI_t = 100 \times \sum_{k=0}^{11} \left\{ \frac{\max(0, P_{t-k} - P_{t-1-k})}{P_{t-k} - P_{t-1-k}} \right\} / 12$$

شاخص ۳: شاخص لگاریتم حجم معاملات

$$LTV_t = \ln(V_t)$$

شاخص ۴: نرخ معاملات تعدیل شده

$$ATR_t = \left[ \frac{V_t}{\#ofshareoutstanding_t} \right] \times \left[ \frac{R_t}{|R_t|} \right]$$

که در آن:

$$R_t = \frac{P_t}{P_{t-1}} - 1$$

که در معادلات بالا P مقدار ماهانه شاخص سهام، R بازده شاخص و V حجم معاملات بازار است. با توجه به آنکه بعضی اجزای این شاخص‌ها مشترک است، به منظور جداسازی اجزای مشترک، از روش تجزیه و تحلیل مؤلفه اصلی استفاده شده و سپس بر اساس اولین مؤلفه اصلی  $F_1$  شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران ترکیبی به صورت زیر محاسبه می‌شود:

$$Sent_t = F_1 \times RSI_t + F_2 \times PLI_t + F_3 \times LTV_t + F_4 \times ATR_t$$

(Aziz Khan and Ahmad, ۲۰۱۸)

### متغیرهای کنترلی

اهرم مالی (lev)؛ اهرم مالی شرکت نسبت ارزش دفتری کل بدهی‌های شرکت به کل دارایی‌های آنان تعریف شده است.

اندازه شرکت (size)؛ لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت تعریف شده است.

سودآوری شرکت (PROF): نسبت سود خالص به کل دارایی‌ها



نوع حسابرِس (AUD): اگر حسابرِس شرکت سازمان حسابرِسی باشد، برابر است با یک و در غیر این صورت صفر.

اقلام تعهدی اختیاری (DAC)؛

جریان نقدی (CASH): نسبت جریان نقدی به کل دارایی‌ها

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری دارایی‌ها

### تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها

در بخش آمار توصیفی، تجزیه و تحلیل داده‌ها با استفاده از شاخص‌های مرکزی همچون میانگین، میانه و شاخص‌های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. همچنین، برای آزمون فرضیه‌ها از الگوی رگرسیون داده‌های ترکیبی استفاده شده است. برای انتخاب از بین روش‌های الگوهای رگرسیونی ترکیبی و الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت آزمون F لیمر استفاده شده است. آزمون هاسمن برای تعیین استفاده از الگوی اثرات ثابت در مقابل الگوی اثرات تصادفی استفاده می‌شود. (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۸۹).

جدول ۱. آماره‌های توصیفی متغیرهای الگو

متغیر	نام متغیرها	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
CAR	آگاهی دهندگی سود	71/406	45/517	511/549	0/000	77/286
SENT	گرایش احساسی سرمایه‌گذاران	0/268	0/242	0/488	-0/114	0/145
COMP	پاداش هیئت‌مدیره	2/89	2/34	18/35	0/003	0/239
BRDIND	استقلال هیئت‌مدیره	0/620	0/600	1/000	0/000	0/130
BRDSIZE	اندازه هیئت‌مدیره	5/025	5/000	7/000	3/000	0/250
DUALITY	دوگانگی مدیرعامل	0/239	0/000	1/000	0/000	0/427
TOP	تجربه و سنوات هیئت‌مدیره	0/572	0/590	0/888	0/214	0/143
AUD	نوع حسابرِس	0/223	0/000	1/000	0/000	0/416
CASH	گردش نقدی	0/047	0/027	1/080	0/000	0/069
DAC	اقلام تعهدی اختیاری	0/106	0/076	1/052	0/000	0/104
LEV	اهرم مالی	0/669	0/641	4/039	0/079	0/367

21/861	-342/772	309/210	2/079	1/666	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	MTB
0/163	-1/038	0/622	0/073	0/078	سودآوری	PROF
1/346	9/802	18/455	13/603	13/700	اندازه شرکت	SIZE

همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، میانگین آگاهی دهندگی سود ۷۱,۴۰۶ می‌باشد و همچنین اندازه هیئت‌مدیره در این شرکت‌ها ۵ نفر و میانگین اعضای غیرموظف نیز ۳ نفر می‌باشد. به عبارت دیگر، تقریباً ۶۰ درصد اعضای هیئت‌مدیره را افراد غیرموظف تشکیل می‌دهد. همچنین، به‌طور متوسط از هر ۱۰۰ شرکت به‌طور متوسط در ۲ شرکت مدیرعامل عضو هیئت‌مدیره نیز می‌باشد. ضمناً، به‌طور متوسط ۶۶ درصد دارایی‌های شرکت‌های موردبررسی از محل بدهی‌ها تأمین مالی شده‌اند؛ و متوسط بازده دارایی‌های شرکت‌ها نیز ۲۲ درصد می‌باشد لذا با توجه به نتایج به دست آمده از آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش می‌توان بیان کرد که کلیه متغیرها از توزیع مناسبی برخوردار هستند.

### بررسی مفروضات مدل رگرسیون خطی

#### ثابت بودن واریانس جمله خطا (باقیمانده‌ها)

در این مطالعه فرض همسانی واریانس باقیمانده‌ها از طریق آزمون وایت<sup>۱</sup> موردبررسی قرار گرفت و نتایج آن در جدول (۲) نشان می‌دهد که در مدل، فرضیه صفر مبنی بر وجود همسانی واریانس رد می‌شود به عبارت دیگر می‌توان گفت که در مدل پژوهش، ناهمسانی واریانس وجود دارد؛ بنابراین، به‌منظور رفع ناهمسانی واریانس در مدل از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده می‌کنیم.

#### جدول ۲. نتایج حاصل آزمون ثابت بودن واریانس جمله خطا

نتیجه	احتمال	آماره F	مفروضات
ناهمسانی واریانس جمله خطا	0.0067	2.670516	مدل اول رگرسیونی

۱. White

ناهمسانی واریانس جمله خطا	0.0104	2.193712	مدل دوم رگرسیونی
ناهمسانی واریانس جمله خطا	0.0000	32.23690	مدل سوم رگرسیونی

#### عدم وجود خودهمبستگی جمله خطا (باقیمانده‌ها)

برای بررسی استقلال باقیمانده‌ها آزمون خودهمبستگی سریالی بروش-پاگان<sup>۱</sup> استفاده شده است. در این آزمون فرضیه صفر بیانگر عدم وجود خودهمبستگی می‌باشد و فرضیه مقابل بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی بین خطاها می‌باشد. نتایج حاصل آزمون نشان می‌دهد که با توجه به اینکه در سطح اطمینان ۹۵٪ مقدار احتمال آماره  $F$ ، در مدل بیشتر از ۵٪ می‌باشد بنابراین می‌توان فرضیه صفر را در مدل تأیید کرد لذا دلیلی برای رد عدم وجود خودهمبستگی بین جملات باقیمانده وجود ندارد. به عبارت دیگر، فرض عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا در مدل مورد استفاده در پژوهش برقرار است.

#### جدول ۳. نتایج حاصل آزمون عدم وجود خودهمبستگی جزء خطا

نتیجه	احتمال	آماره $F$	مفروضات
عدم وجود همبستگی جمله خطا	۰,۴۰۴۶	0.100331	مدل اول رگرسیونی
عدم وجود همبستگی جمله خطا	۰,۸۷۶۷	0.100331	مدل دوم رگرسیونی
عدم وجود همبستگی جمله خطا	۰,۲۴۶۷	0.207933	مدل سوم رگرسیونی

#### بررسی مانایی متغیرها

۱ . Breusch-Pagan

به منظور بررسی مانایی، آزمون دیکی فولر<sup>۱</sup> استفاده شده است. با توجه به نتایج آزمون مانایی چون مقدار P-Value برای تمامی متغیرهای کمتر از ۰/۰۵ است، در نتیجه این متغیرهای پژوهش در طی دوره پژوهش در مانا بوده‌اند و متغیرها در هر سال از دوره پژوهش در سطح مانایی می‌باشند.

جدول ۴. آزمون ریشه واحد

نتایج	آزمون لوین و لین، چو		نماد	متغیرها
	احتمال	آماره		
مانا	0.0000	-33.9491	CAR	آگاهی دهنده‌گی سود
مانا	0.0000	-15.01809	SENT	گرایش احساسی سرمایه‌گذاران
مانا	0.0000	-60.0750	COMP	پاداش هیئت‌مدیره
مانا	0.0000	-26.2616	BRDIND	استقلال هیئت‌مدیره
مانا	0.0137	-2.20525	BRDSIZE	اندازه هیئت‌مدیره
مانا	0.0000	-21.5979	DUALITY	دوگانگی مدیرعامل
مانا	0.0000	-4.36711	TOP	تجربه و سنوات هیئت‌مدیره
مانا	0.0068	-2.4656	AUD	نوع حسابرس
مانا	0.0000	-83.2355	CASH	گردش نقدی
مانا	0.0000	-24.7700	DAC	اقدام تعهدی اختیاری
مانا	0.0000	-21.3129	LEV	اهرم مالی
مانا	0.0000	-54.2495	MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
مانا	0.0000	-41.5999	PROF	سودآوری
مانا	0.0000	-76.6691	SIZE	اندازه شرکت

### نرمال بودن جمله خطا

به منظور آزمون نرمال بودن جمله خطا از آماره آزمون جارکو-برا<sup>۲</sup> استفاده شده است. با توجه به نتایج به دست آمده، مقدار احتمال آماره آزمون جارکو-برا، در مدل پژوهش بیشتر از ۵ درصد می‌باشد؛ بنابراین در مدل فرضیه صفر مبنی بر نرمال بودن جمله خطا پذیرفته می‌شود.

۱ . Dickey-Fuller

۲ . Jarque-Bera

جدول ۵. نتایج حاصل از نرمال بودن جمله خطا

نتیجه	احتمال	آماره جاکو برا	مفروضات
نرمال بودن جز خطا	0.3506	41.824	مدل اول رگرسیونی
نرمال بودن جز خطا	0.5279	69.576	مدل دوم رگرسیونی
نرمال بودن جز خطا	0.0543	70.519	مدل سوم رگرسیونی

### آزمون F لیمر و آزمون هاسمن

قبل از تخمین الگو لازم است تا آزمون F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای الگوی بالا انجام شود. فرضیه‌های این آزمون به صورت زیر است:

$H_0$ : داده‌های ترکیبی معمولی

$H_1$ : داده‌های تابلویی با اثرات ثابت

نتایج حاصل آزمون F لیمر در جدول ۶ نمایش داده شده است.

جدول ۶. نتایج آزمون F لیمر

روش پذیرفته شده	سطح خطا	آماره
روش داده‌های تابلویی	0.000	2.760
روش داده‌های تابلویی	0.000	1.954
روش داده‌های تابلویی	0.000	3.061

همان‌طور که در جدول شماره (۶) نیز قابل مشاهده است، نتایج حاکی از رد فرض  $H_0$  است. در نتیجه الگوی، داده‌های تابلویی با اثرات ثابت روش ارجح است. حال لازم است تا در ادامه آزمون هاسمن نیز به منظور انتخاب از میان روش‌های داده‌های تابلوی با اثرات ثابت در مقابل روش داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی نیز انجام شود. فرضیه‌های این آزمون به صورت زیر است:

$H_0$ : داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی

$H_1$ : داده‌های تابلویی با اثرات ثابت

نتایج حاصل آزمون هاسمن در جدول ۷ نمایش داده شده است.

جدول ۷. نتایج آزمون هاسمن

روش پذیرفته شده	سطح خطا	آماره
روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت	۰/۰۴۳۶	۲۳/۸۰۱
روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت	۰/۰۱۲۲	۱۷/۶۴۵
روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت	۰/۰۰۰۰	۴۱/۰۴۷۳

همان‌طور که در جدول ۷ نیز قابل مشاهده است، نتایج حاکی از رد فرض H<sub>۰</sub> است در نتیجه الگوی، داده‌های تابلویی با اثرات ثابت روش ارجح است.

فرضیه اول: گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر آگاهی دهنده‌گی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد. برای آزمون فرضیه‌ها در مدل رگرسیونی با اثرات ثابت به روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته متغیر وابسته (آگاهی دهنده‌گی سود) به همراه متغیرهای مستقل (ویژگی‌ها هیئت‌مدیره و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران) و کنترلی مورد بررسی قرار گرفت؛ نتایج جدول با توجه به فزونی تعداد شرکت‌های نمونه از تعداد سال‌های مورد بررسی، مشکل ناهمسانی واریانس وجود دارد که بایستی هنگام انجام رگرسیون به آن توجه کرد. این مشکل با استفاده از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته برآوردی حل می‌شود.

با توجه به نتایج قابل مشاهده در جدول ۸ و با توجه آماره‌ی F به دست آمده (۵۳/۷۱۱) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان بیان کرد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، در مجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که برابر ۵۲ درصد است، می‌توان بیان کرد که در مجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش بیش از ۵۲ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این با توجه مقدار آماره‌ی دورین واتسون که برابر ۲,۰۳ است، می‌توان بیان کرد که خودهمبستگی مرتبه‌ی اول میان باقیمانده‌های الگو وجود ندارد.

جدول ۸. نتایج تخمین الگوی پژوهش

متغیر	نام متغیرها	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال
SENT	گرایش احساسی سرمایه‌گذاران	-21/828	6/116	-3/569	0/000
AUD	نوع حسابرس	7/544	2/418	3/120	0/002
CASH	نسبت جریان نقدی	31/866	17/109	1/863	0/063
DAC	اقلام تعهدی اختیاری	-0/004	0/002	-2/129	0/034
LEV	اهرم مالی	4/563	4/367	1/045	0/296
MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	0/076	0/084	0/907	0/365
SIZE	اندازه شرکت	-5/903	9/460	-0/624	0/533

0/000	6/580	0/468	3/080	سودآوری شرکت	PROF
0/878	0/154	6/180	0/949	ضریب ثابت	C
53/711(0/00)				F-statistic (P-Value)	
0/531				R- Squared	
0/522				Adjusted R- Squared	
2/03				Durbin – Watson Stat.	

هدف آزمون فرضیه، بررسی تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر آگاهی دهندگی سود حسابداری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۸ از تخمین الگوی پژوهش و ضریب متغیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران (۲۱/۸۲۸-) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰) می‌توان بیان کرد که در سطح خطای قابل‌پذیرش ۵ درصد، متغیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر منفی و معناداری بر آگاهی دهندگی سود شرکت‌ها دارد. آزمون فرضیه دوم: ویژگی‌ها هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد. با توجه به نتایج قابل‌مشاهده در جدول ۹ و با توجه آماره‌ی F به دست آمده (۴۴/۶۰) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰)، می‌توان بیان کرد که در سطح اطمینان ۹۹ درصد، درمجموع الگوی پژوهش از معناداری بالایی برخوردار است. همچنین، با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده به دست آمده برای الگو که تقریباً برابر ۴۳ درصد است، می‌توان بیان کرد که درمجموع متغیرهای مستقل و کنترل پژوهش ۴۳ درصد تغییرات متغیر وابسته را توضیح می‌دهند. افزون بر این با توجه مقدار آماره‌ی دورین واتسون که برابر ۲,۰۶ است، می‌توان بیان کرد که خودهمبستگی مرتبه‌ی اول میان باقیمانده‌های الگو وجود ندارد.

#### جدول ۹. نتایج تخمین الگوی پژوهش

متغیر	نام متغیرها	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال
BRDIND	استقلال هیئت‌مدیره	0/031	0/006	5/524	0/000
BRDSIZE	اندازه هیئت‌مدیره	0/056	0/009	6/054	0/000
COMP	پاداش هیئت‌مدیره	-0/182	5/138	-0/035	0/972
DUALITY	دوگانگی مدیرعامل	-0/007	0/003	-2/207	0/028
TOP	سنوات هیئت‌مدیره	3/002	1/182	2/541	0/011
AUD	نوع حسابرس	7/136	3/282	2/174	0/030
CASH	نسبت جریان نقدی	6/126	21/576	0/284	0/777
DAC	اقلام تعهدی اختیاری	-0/010	0/003	-2/844	0/005
LEV	اهرم مالی	2/696	4/516	0/597	0/551
MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	0/114	0/092	1/244	0/214
PROF	اندازه شرکت	0/128	0/010	12/227	0/000

0/787	0/270	2/451	0/663	سودآوری شرکت	SIZE
0/444	0/766	37/091	28/396	ضریب ثابت	C
44/608(0/00)				F-statistic (P-Value)	
0/457				R- Squared	
0/428				Adjusted R- Squared	
2/06				Durbin – Watson Stat.	

۱) استقلال هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد. با توجه به نتایج به دست آمده در جدول ۹ از تخمین الگوی پژوهش و ضریب متغیر استقلال هیئت‌مدیره (۰/۰۳۱) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰) می‌توان بیان کرد که در سطح خطای قابل‌پذیرش ۵ درصد، متغیر استقلال هیئت‌مدیره تأثیر مثبت و معناداری بر آگاهی دهندگی سود شرکت‌ها دارد.

۲) اندازه هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد. از آنجا که ضریب متغیر اندازه هیئت‌مدیره (۰/۰۵۶) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰) می‌باشد، لذا در سطح خطای قابل‌پذیرش ۵ درصد، متغیر اندازه هیئت‌مدیره تأثیر مثبت و معناداری بر آگاهی دهندگی سود شرکت‌ها دارد.

۳) پاداش هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد. تخمین الگوی پژوهش در جدول ۹ و ضریب متغیر پاداش هیئت‌مدیره (۰/۱۸۲-) و سطح خطای آن (۰/۹۷۲) نشان می‌دهد که در سطح خطای قابل‌پذیرش ۵ درصد، متغیر پاداش هیئت‌مدیره تأثیر معناداری بر آگاهی دهندگی سود شرکت‌ها ندارد.

۴) دوگانگی مدیرعامل بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد. با توجه به نتایج حاصل از تخمین الگوی پژوهش در جدول ۹ و ضریب متغیر دوگانگی مدیرعامل (۰/۰۰۷-) و سطح خطای آن (۰/۰۲۸) می‌توان بیان کرد که در سطح خطای قابل‌پذیرش ۵ درصد، متغیر دوگانگی مدیرعامل تأثیر منفی و معناداری بر آگاهی دهندگی سود شرکت‌ها دارد.

۵) سنوات هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد. نتایج به دست آمده در جدول ۹ از تخمین الگوی پژوهش نشان می‌دهد که ضریب متغیر سنوات هیئت‌مدیره (۳/۰۰۲-) و سطح خطای آن (۰/۰۱۱) می‌باشد بنابراین می‌توان بیان کرد که در سطح



خطای قابل پذیرش ۵ درصد، متغیر سنوات هیئت مدیره تأثیر مثبت و معناداری بر آگاهی دهنده‌گی سود شرکت‌ها دارد.

آزمون فرضیه سوم: ویژگی‌ها هیئت مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهنده‌گی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد.

#### جدول ۱۰. نتایج تخمین الگوی پژوهش

متغیر	نام متغیر	ضریب متغیر	خطای استاندارد	آماره تی	احتمال
BRDIND	استقلال هیئت مدیره	0/016	0/006	2/788	0/005
BRDSIZE	اندازه هیئت مدیره	0/010	0/003	2/844	0/005
COMP	پاداش هیئت مدیره	3/820	22/055	0/173	0/863
DUALITY	دوگانگی مدیرعامل	-64/356	29/499	-2/182	0/029
TOP	سنوات هیئت مدیره	0/072	0/006	12/056	0/000
SENT	گرایش احساسی سرمایه‌گذاران اثر متقابلی گرایش احساسی	0/095	0/029	3/247	0/001
BRDIND*SENT	سرمایه‌گذاران و استقلال هیئت مدیره اثر متقابلی گرایش احساسی	0/387	0/087	4/430	0/000
BRDSIZE*SENT	سرمایه‌گذاران و اندازه هیئت مدیره اثر متقابلی گرایش احساسی	0/105	0/053	1/977	0/048
COMP*SENT	سرمایه‌گذاران و پاداش هیئت مدیره اثر متقابلی گرایش احساسی	-14/369	36/402	-0/395	0/693
DUALITY*SENT	سرمایه‌گذاران و دوگانگی	-130/961	50/470	-2/595	0/010
TOP*SENT	سنوات هیئت مدیره	6/078	16/228	0/375	0/708
AUD	نوع حسابرس	9/884	3/400	2/907	0/004
CASH	نسبت جریان نقدی	14/209	21/953	0/647	0/518
DAC	اقلام تعهدی اختیاری	-11/327	11/054	-1/025	0/306
LEV	اهرم مالی	2/071	4/219	0/491	0/624
MTB	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	0/129	0/092	1/410	0/159

0/538	0/616	13/645	8/400	اندازه شرکت	SIZE
0/000	3/594	1/219	4/380	سودآوری شرکت	PROF
0/865	0/170	158/541	26/963	ضریب ثابت	C
70/420(0/00)				F-statistic (P-Value)	
0/521				R- Squared	
0/511				Adjusted R- Squared	
1/953				Durbin – Watson Stat.	

۱) استقلال هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد.

بر اساس نتایج حاصله، مندرج در جدولی شماره (۱۰)، از تخمین الگوی پژوهش و ضریب متغیر اثر متقابلی گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و استقلال هیئت‌مدیره (۰/۳۸۷) و سطح خطای آن (۰/۰۰۰) می‌توان بیان کرد که در سطح خطای قابل‌پذیرش ۵ درصد، استقلال هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر مثبت و معناداری دارد.

۲) اندازه هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد.

همان‌طور که در جدول شماره (۱۰) مشاهده می‌شود، ضریب متغیر اثر متقابلی گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و اندازه هیئت‌مدیره (۰/۱۰۵) و سطح خطای آن (۰/۰۴۸) می‌باشد. لذا در سطح خطای قابل‌پذیرش ۵ درصد، اندازه هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر مثبت و معناداری دارد.

۳) پاداش هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد.

نتایج ناشی از تخمین الگوی پژوهش، جدول شماره (۱۰)، ضریب متغیر اثر متقابلی گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و پاداش هیئت‌مدیره (۱۴/۳۶۹-) و سطح خطای آن (۰/۶۳۹) را نشان می‌دهد؛ بنابراین در سطح خطای قابل‌پذیرش ۵ درصد، پاداش هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری ندارد.

۴) دوگانگی مدیرعامل بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد.

با توجه به نتایج به دست آمده در جدول شماره (۱۰) از تخمین الگوی پژوهش و ضریب متغیر اثر متقابلی گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و دوگانگی مدیرعامل (۱۳۰/۹۶۱-) و سطح خطای آن (۰/۰۱۰) می‌توان بیان کرد که در سطح خطای قابل‌پذیرش ۵ درصد، دوگانگی مدیرعامل بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر منفی و معناداری دارد. (۵) سنوات هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد.

با توجه به نتایج حاصله در جدول شماره (۱۰) از تخمین الگوی پژوهش و ضریب متغیر اثر متقابلی گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و سنوات هیئت‌مدیره (۶/۰۷۸) و سطح خطای آن (۰/۷۰۸) می‌توان بیان کرد که در سطح خطای قابل‌پذیرش ۵ درصد، سنوات هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد.

### نتیجه‌گیری و بحث

یکی از گام‌های مؤثر در جهت توسعه‌یافتگی، توسعه و رشد و حرکت به سوی کارایی بازار سرمایه است. زمانی می‌توان به این مهم دست‌یافت که اطلاعات کافی در اختیار سرمایه‌گذاران قرار گرفته و در نهایت ایشان با تصمیمات منطقی و فارغ از گرایش‌های و تمایلات احساسی به‌طور منطقی اقدام به تصمیم‌گیری نمایند. اما در عمل بسیاری از حرکت‌ها و نابسامانی‌ها در بازارهای مالی، با استفاده از تئوری‌های مربوط به بازار کارا قابل توجیه نبوده لذا همین امر موجب بروز مباحث رفتاری در حوزه مالی گردید. هدف این پژوهش بررسی تأثیر ویژگی‌ها هیئت‌مدیره بر ارتباط آگاهی دهندگی سود با در نظر گرفتن نقش تعدیل‌کنندگی گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است.

در فرضیه اول به بررسی تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر آگاهی دهندگی سود حسابداری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. نتایج آماری حاصل آزمون این فرضیه نشان داد که متغیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر منفی و معناداری بر آگاهی دهندگی سود شرکت‌ها دارد. در راستای نتیجه به دست آمده با پژوهش فرینجس<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۷) می‌توان بیان کرد که گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، باعث جو روانی و رفتار

۱. Frijns

توده‌وار سرمایه‌گذاران شده لذا آگاهی دهندگی سود کاهش می‌یابد (آجی و آجی<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). همچنین یافته‌های این پژوهش با پژوهش ژو و نیو<sup>۲</sup> (۲۰۱۶) در کشور چین مطابقت دارد که ایشان نیز دریافته بودند، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع را تغییر می‌دهد؛ و قیمت سهام را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. نتایج حاصل از پژوهش‌های دیگری همچون میشل<sup>۳</sup> و همکاران (۲۰۱۵) هوانگ<sup>۴</sup> و همکاران (۲۰۱۵) در راستای تأثیرگذاری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران نسبت به بازدهی و به تبع آن آگاهی دهندگی سود می‌باشد. در پژوهش‌های داخلی می‌توان به یافته‌های نیکبخت و همکاران (۱۳۹۵) اشاره نمود که ایشان نیز دریافتند رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار را تغییر می‌دهد و در نهایت بر روی قیمت سهام شرکت‌ها تأثیرگذار است. لذا آگاهی دهندگی سود به‌عنوان یکی از عوامل مؤثر در تعیین قیمت‌ها تحت تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران کاهش خواهد داشت. یافته‌های حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲) نیز همسو با یافته‌های این پژوهش می‌باشد که مطابق آن گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با بازده شرکت رابطه مثبت و معناداری دارد.

اما در فرضیه دوم پژوهش به بررسی رابطه ویژگی‌ها هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری پرداخته شد. ویژگی‌هایی که در این پژوهش بدان‌ها پرداخته شد شامل استقلال هیئت‌مدیره، اندازه هیئت‌مدیره، پاداش هیئت‌مدیره، دوگانگی مدیرعامل و در نهایت سنوات هیئت‌مدیره می‌باشد. از آنجا که هیئت‌مدیره شرکت نقش اصلی را در کنترل مشکلات نمایندگی بر عهده دارد. توانایی‌های هیئت‌مدیره باعث افزایش مکانیسم راهبری شرکت و در نهایت جذب سرمایه‌گذاران می‌شود؛ بنابراین می‌توان متصور بود مدیران در جهت افزایش سود فعالیت نمایند. لذا اگر آگاهی دهندگی سود در نتیجه این مکانیسم‌ها افزایش یابد، مدیران ارزش بیشتری برای فهم و ارزش‌گذاری چنین سازوکاری دارند و احتمال کیفیت مطلوب‌تری از سود گزارش شده را مطالبه می‌نمایند. به بیان دیگر مدیران در تلاش برای تقویت سرمایه‌گذاران و جذب سرمایه‌گذاران جدید سعی در تقویت آگاهی دهندگی سود خواهند داشت. نتایج حاصل از آزمون‌های آماری در این خصوص نشان می‌دهد که

✓ استقلال هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر مثبت و معناداری دارد.

۱ . Adjei and Adjei

۲ . Zhu and Niu

۳ . Michael

۴ . Huang

- ✓ اندازه هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر مثبت و معناداری دارد.
  - ✓ پاداش هیئت‌مدیره تأثیر معناداری بر آگاهی دهندگی سود شرکت‌ها ندارد.
  - ✓ دوگانگی مدیرعامل تأثیر منفی و معناداری بر آگاهی دهندگی سود شرکت‌ها دارد.
  - ✓ سنوات هیئت‌مدیره تأثیر مثبت و معناداری بر آگاهی دهندگی سود شرکت‌ها دارد.
- در بین ویژگی‌ها مذکور عواملی چون استقلال، اندازه، دوگانگی مدیرعامل تأثیر معناداری بر آگاهی دهندگی سود داشتند که یافته‌های این پژوهش مطابق با یافته‌های کارولینا<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۸) می‌باشد. هوانگ<sup>۲</sup> (۲۰۱۵) در پژوهشی مشابه دریافت که ترکیب هیئت‌مدیره دارای اثرات مثبت بر عملکرد بانک‌ها می‌باشد. در پژوهش‌های داخلی می‌توان به پژوهش کاشانی پور و کریمی (۲۰۱۳) اشاره نمود که بر اساس آن نسبت اعضای غیرموظف، مالکیت مدیریت شرکتی با افزایش اختیاری به‌عنوان یکی از راه‌های جذب اعتماد سرمایه‌گذاران، رابطه مثبت و معنادار داشته و پژوهش پیشرو نیز در پی بررسی تأثیرات ویژگی‌ها مدیریت با آگاهی دهندگی سود به‌عنوان راهکاری برای جلب اعتماد و جذب سرمایه‌گذاران جدید است. لذا نتایج این دو پژوهش همسو می‌باشند. در پژوهش دیگری که نیکبخت و همکاران (۱۳۹۵) انجام دادند نتایج مشابه و همسو با پژوهش حاضر دارند که بر اساس آن درصد مالکیت مدیریت، نسبت اعضای غیرموظف، تعداد اعضای هیئت‌مدیره و دوگانگی مسودیت، رابطه معناداری با زمان‌بندی گزارش‌های مالی دارند.
- در خصوص فرضیه سوم پژوهش: ویژگی‌ها هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد. از آنجا که هیئت‌مدیره می‌تواند موجب بهبود فرایندهای راهبری شرکتی شده و تلاش در جهت ارتقا سازوکارهای کنترلی دارند، افزایش اعتماد سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان را به همراه خواهد داشت. لذا منجر به افزایش کیفیت سود خواهد شد. از طرفی رفتار و گرایش سرمایه‌گذاران به تصمیمات مدیران در اعلان سود وابسته است و طبیعت رفتار احساسی سرمایه‌گذاران نسبت به آگاهی دهندگی سود متأثر خواهد شد. لذا انتظار بر این بوده که ویژگی‌ها مدیریتی بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود تأثیر معناداری داشته باشد. نتایج حاصل آزمون آماری فرضیه سوم نشان می‌دهد:
- استقلال هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد. به‌نحوی که با افزایش استقلال هیئت‌مدیره، رابطه منفی و معنادار گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود تقویت می‌یابد.

---

۱ . Carolina

۲ . Huang

اندازه هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد. به طوری که با افزایش استقلال هیئت‌مدیره، رابطه منفی و معنادار گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود شدت بیشتری خواهد داشت. پاداش هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری ندارد.

دوگانگی مدیرعامل بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد. به نحوی که با افزایش دوگانگی مدیرعامل رابطه منفی و معنادار گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود کاهش خواهد یافت.

سنوات هیئت‌مدیره بر ارتباط بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود حسابداری تأثیر معناداری دارد، به نحوی که با افزایش استقلال هیئت‌مدیره، رابطه منفی و معنادار گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود شدت بیشتری خواهد داشت. نتایج حاصل از پژوهش پیشرو در راستای پژوهش کارولینا<sup>۱</sup> و همکاران (۲۰۱۸) می‌باشد که ایشان نیز دریافتند ساختار هیئت‌مدیره بر آگاهی دهندگی سود تأثیر مثبت و معناداری دارد و همچنین منجر به تقویت رابطه منفی بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و آگاهی دهندگی سود می‌گردد.

### پیشنهادها و محدودیت‌ها

بازار سهام کشور ما بخصوص در سال‌های اخیر دستخوش هیجانات و نوسانات بسیاری شده که خود معلول عوامل بسیاری است. گرایش احساسی سرمایه‌گذاران به عنوان یکی از عوامل مهم در نوسانات مطرح شده منجر به کاهش کارایی بازار سرمایه خواهد شد. لذا شناخت احساسات، از طرفی برای سوق دادن بازار به سمت عقلانیت توسط سیاست‌گذاران بازار و از طرفی دیگر به عنوان مبنای طراحی راهبردهای سرمایه‌گذاری برای مدیران سرمایه‌گذاری می‌تواند حائز اهمیت باشد. از طرفی برای فعالان بازار سرمایه اثبات وجود گرایش‌های احساسی نسبت به آگاهی دهندگی سود می‌تواند به عنوان مبنایی برای تعدیل برخی تصمیمات مطرح گردد. با توجه به نقش مدیران در تقویت رابطه فوق‌الذکر، اقدامات آن‌ها نیز می‌تواند موجب ایجاد اطمینان بیشتر و رفتار غیراحساسی در بین سرمایه‌گذاران گردد.

اما در پژوهش‌های آتی بررسی عوامل بروز گرایش‌های احساسی در بین سرمایه‌گذاران نیز می‌تواند بسیار مفید باشد. همچنین بررسی مدت‌زمان بازبینی و تغییر نگرش نسبت به واکنش احساسی و تعدیل قیمت‌ها برای سرمایه‌گذاران دستاورد بسیار مناسبی است.

لازم به ذکر است که با توجه به تعداد نسبتاً پایین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران به نسبت بورس‌های توسعه‌یافته و همچنین وجود اثرات کلان‌ناشی از تورم و سیاست و وضعیت شاخص‌های اقتصادی تعمیم نتایج به سنوات بعد می‌بایست با احتیاط بیشتری صورت پذیرد.

## منابع

- آقایی، محمدعلی، انواری رستمی، علی اصغر، ساری، محمدعلی، سلمانی، یونس. (۱۳۹۴). بررسی رابطه ویژگی‌ها حاکمیت شرکتی و طرح‌ریزی مالیات شرکتی. *راهبرد مدیریت مالی*، ۳(۲)، ۱-۲۱.
- برادران حسن زاده، رسول. تقی زاده خانقاه، وحید. (۱۳۹۵). تأثیر هزینه‌های نمایندگی بر رفتار سرمایه‌گذاری، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۳۲، ۱۳۹-۱۶۳.
- حیدرپور، فرزانه، یدالله تاروی وردی و مریم محرابی، (۱۳۹۲)، «تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام»، *پژوهش‌های دانش مالی تحلیل اوراق بهادار (مطالعات مالی)*، شماره ۱۷، دوره ۶، ۱۳-۱.
- خواجه‌وی، شکراله و ممتازیان، علیرضا، (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر کیفیت افشای اطلاعات مالی بر بازده جاری و آتی سهام، *دانش حسابداری مالی*، ۱(۱): ۹-۲۷.
- زارعی. علی. دارابی، رویا (۱۳۹۶)، تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران، *پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی*، ۳۷، ۱۳۱-۱۵۷.
- ستایش، محمدحسین و کاظم شمس‌الدینی، (۱۳۹۵)، «بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، *پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، شماره ۸، ۱۲۵-۱۰۳.
- فروغی، داریوش، مهرداد آیسک، سید سعید. (۱۳۹۴). بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سهم پیش‌بینی شده. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۵(۱)، ۱۳۹-۱۶۲.
- غیاث‌الدین، عماد، ابراهیمی، کاظم، بهرامی نسب، علی، (۱۳۹۳). بررسی تأثیر رتبه‌بندی‌های انجام شده توسط نماگر بورس بر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه سمنان.
- کاشانی پور، محمد، کریمی، حسن، کریمی، ولی‌الله. (۱۳۹۳). بررسی ارتباط بین ساختار هیئت‌مدیره و مالکیت شرکت با افشای اختیاری. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۴(۲)، ۱۶۷-۱۸۶.
- نیک‌بخت، محمدرضا، حسین پور، امیرحسین، اسلامی مفیدآبادی، حسین. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۶(۲)، ۲۵۵-۲۱۹.
- نیکو مرام، هاشم، فریدون رهنمای رود پشته، فرشاد هبیتی و شهره یزدانی، (۱۳۹۱)، تأثیر سوگیری شناختی سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران بر ارزشیابی سهام، *فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار*، شماره ۱۳، ۸۱-۶۱.



- هاشمی، سید عباس، مشعشی، سید محمد. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر سازوکارهای حاکمیت شرکتی بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۳(۷)، ۲۲۶-۱۹۹
- Alok, Shashwat, Felipe Cortes and Radhakrishnan Gopalan, (۲۰۱۷), Stock price informativeness and executive compensation. Unpublished working paper. Washington University in St. Louis.
- Aghaei, M. Anvari Rostami, A. Sari, M. Salmani, Y. (۲۰۱۵). The Investigation of the Relationship between Corporate Governance and Corporate Tax Planning. *Financial Management Strategy*, ۳(۲), ۱-۲۱. (In Persian)
- Aziz Khan. M and Ahmad. E, (۲۰۱۸), Measurement of Investor Sentiment and Its Bi-Directional Contemporaneous and Lead-Lag Relationship with Returns: Evidence from Pakistan, *Sustainability*, vol. ۱۱ and issue ۱, ۱-۲۰.
- Balakrishnan, K. Billings, M. B. Kelly, B. T. and Ljungqvist, A. (۲۰۱۳). Shaping Liquidity: On the Causal Effects of Voluntary Disclosure. *The Journal of Finance*, Forthcoming.
- Baradaran Hassanzadeh, Rasoul. Taqizadeh Khaneghah, Vahid, (۲۰۱۷) Impact of agency costs on investment behavior, *Financial Accounting and Audit Research*, Volume ۸, Number ۳۲, p. ۱۳۹-۱۷۰ (In Persian)
- Bennett, Benjamin, J. Carr Bettis, Radhakrishnan Gopalan, and Todd T. Milbourn. (۲۰۱۷). Compensation goals and firm performance. Forthcoming at Journal of Financial Economics.
- Bona Sánchez, C. Pérez Alemán, J. & Santana Martín, D. J. (۲۰۱۳). Dominant institutional control and earnings informativeness. *Revista Española De Financiación Y Contabilidad*, ۴۲(۱۵۹), ۳۷۱-۳۹۴.
- Cabedo, J. & Beltrán, J. (۲۰۱۶). Quantity and quality of risk information disclosed by Spanish firms: An analysis in different periods of the economic cycle. *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review*, ۱۹, ۲۶۱-۲۷۰.
- Carolina Bona-Sánchez, Emma García-Mecab, Jerónimo Pérez-Alemána. Earnings informativeness and institutional investors on boards. *Revista de Contabilidad – Spanish Accounting Review* (۲۰۱۸).
- Chen, Hailiang. De, Prabuddha. Yu, Hu. And Hwang, Byoung-Hyoun, (۲۰۱۱), "Sentiment Revealed In Social Media and Its Effect on the Stock Market", Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Ferreira D, Ferreira M, Raposo C. (۲۰۱۱). Board structure and price informativeness. *Journal of Financial Economics* ۹۹, ۵۲۳-۵۴۵.
- Ferreira, M. A. & Matos, P. (۲۰۰۸). The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world. *Journal of Financial Economics*, ۸۸(۳), ۴۹۹-۵۳۳.
- Finkelstein and D.C. Hambrick, (۱۹۸۹). Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal*, ۱۰(۲), ۱۲۱-۱۳۴
- Forooghi, D. Mehrdad Ayask, S. (۲۰۱۵). Market Reaction to the Timing of EPS Forecast. *Empirical Research in Accounting*, ۵(۱), ۱۳۹-۱۶۲. (In Persian)
- Frijns, B. Willem F.C. Verschoor, R. Zwinkels, C.J. (۲۰۱۷). Excess stock return comovements and the role of investor sentiment. *Journal of International Financial Markets*, ۴۹, ۷۴-۸۷.

- Ghyasoddin, Emad, Ebrahimi, Kazem, Bahramini, Nasab, (۲۰۱۵) Ali, Effect of Ratings by Stock Exhibitor on the Information Content of the Accounting Estimates of Companies Accepted in Tehran Stock Exchange, Master's Theses. Semnan University. (In Persian)
- Hashemi, A. moshashae, M. (۲۰۱۸). Corporate Governance and the Relation between Investor Sentiment and Corporate Investment Decisions. *Empirical Research in Accounting*, ۷(۳), ۱۹۹-۲۲۶. (In Persian)
- Heydarpur, F, Tariverdi, Y, Mehrabi, M. (۲۰۱۴). The effect of investors' emotional tendencies on stock returns. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, ۶ (No. ۱ (۱۷)), ۱-۱۳. (In Persian)
- Huang, D, Jiang, F, Tu, J, & Zhou, G, (۲۰۱۵), "Investor Sentiment Aligned: A Powerful Predictor of Stock Returns", *Review of financial study*, ۲۸(۳), PP. ۷۹۱-۸۳۷
- Kashanipour, M. Karimi, H. Karimi, V. (۲۰۱۵). The Relation of Ownership and board Structure with Voluntary Disclosure. *Empirical Research in Accounting*, ۴(۲), ۱۶۷-۱۸۶. (In Persian)
- Khajavi, Shokrollah momtazian, alireza, (۲۰۱۴), Investigation The quality of financial information disclosure effect on current and future stock return of listed companies of Tehran Stock Exchange, *A Quarterly Journal of Empirical Research of Financial Accounting*, Volume ۱, Issue ۱, Page ۹-۲۷ (In Persian).
- Kim, J.S. Kim, D.H. Seo, S.W. (۲۰۱۶). Investor sentiment and return predictability of the option to stock volume ratio. *Financial Management*, ۴۶, ۷۶۷-۷۹۶.
- Ling, D. Naranjo, A. Scheik B, (۲۰۱۰), "Investor Sentiment and Asset Pricing in Public and Private Markets", Available at [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- Lopez-iturriaga, F. García-Meca, E. & Tejerina-Gaite, F. (۲۰۱۵). Institutional Investors and board compensation: Spanish evidence. *Business Research Quarterly*, ۱۸(۳), ۱۶۱-۱۷۳.
- Michael J. Cooper. Jing He. Marlene A. Plumlee, (۲۰۱۵), "Voluntary Disclosure and Investor Sentiment", [onlinelibrary.wiley.com](http://onlinelibrary.wiley.com).
- Nikbakht, M. Hossein Pour, A. Eslami Mofidabadi, H. (۲۰۱۷). The Effect of Investors Sentiment and Accounting Information on Stock Price. *Empirical Research in Accounting*, ۶(۲), ۲۱۹-۲۵۵. (In Persian)
- Nicomaram, Hashem, Fereydoun Rahnameh Rostashi, Farshad Hibati and Shohreh Yazdani (۲۰۱۲). Investors Cognitive biases Effect on Stock Valuation. *Financial Knowledge of Securities Analysis*, ۵(۱۳), ۶۱-۸۱. (In Persian)
- Petra, S. T. (۲۰۰۷). The effects of corporate governance on the informativeness of earnings. *Economics of Governance*, ۸(۲), ۱۲۹-۱۵۲.
- Scott, W. (۱۹۹۷). *Financial accounting theory*. Prentice Hall: Upper Saddle River.
- Setayesh, M. Shamsedini, K. (۲۰۱۶). An Investigation of the Relationship between Investor Sentiment and Price Stocks in Tehran Stock Exchange (TSE). *Journal of Accounting Advances*, ۸(۱), ۱۰۳-۱۲۵. (In Persian)
- Zarei, Ali, Darabi, Roya. (۲۰۱۸). the Effect of Emotional Trends of Investors on Optional Disclosures in Iran's Capital Market. *Financial Accounting and Audit Research*, ۱۰ (۳۷), ۱۳۱-۱۵۸. (In Persian)
- Zhu, B. Niu, F. (۲۰۱۶). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, ۳۸, ۱۲۵-۱۳۴.