



تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر پدیده برجستگی

پروانه خالقی کسبی^۱

محمدعلی آقایی^۲

فرزین رضایی^۳

تاریخ پذیرش: ۹۸/۰۴/۳۱

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۳/۲۰

چکیده

سرمایه‌گذاران تصمیمات خود را با به کارگیری قواعد سرانگشتی و از طریق پردازش تنها بخشی از اطلاعات در دسترس ساده می‌نمایند، لذا بر اطلاعات برجسته وزن بیشتری برای قضاوت‌های آتی خود می‌دهند. پس از شکل‌گیری نظریه مالی رفتاری، در این زمینه که چگونه می‌توان عوامل موثر بر خطاهای رفتاری را تعدیل کرد، بحث‌های کمی صورت گرفته است. از این رو، هدف این پژوهش بررسی تأثیر افزایش کیفیت اطلاعات حسابداری بر کاهش پدیده برجستگی می‌باشد. بدین منظور نمونه‌ای متشکل از ۶۰۰ سال - شرکت طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ بررسی شد. نتایج نشان داد وجود پدیده برجستگی منجر به بیش‌واکنشی سرمایه‌گذاران و قیمت‌گذاری نامتناسب سهام می‌شود. نتایج تحلیل بیشتر نشان داد کیفیت پایین اقلام حسابداری منجر به برآوردهای نامطمئن از جریان‌های نقدی آتی و تأخیر در تعدیل قیمت سهم می‌شود، با افزایش کیفیت اطلاعات، قابلیت اعتماد به اطلاعات حسابداری افزایش می‌یابد، هرچه اطلاعات گزارش شده با کیفیت‌تر باشد امکان گزینش نامناسب و سوگیری رفتاری سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: برجستگی اطلاعات، بیش‌واکنشی، تأخیر در تعدیل قیمت، کیفیت اطلاعات حسابداری.

۱- دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران

۲- دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران (نویسنده مسئول) aghaeim@modares.ac.ir

۳- دانشیار گروه حسابداری، واحد قزوین، دانشگاه آزاد اسلامی، قزوین، ایران

۱- مقدمه

آنها این موضوع را به محدودیت‌های شناختی سرمایه-گذاران و توانایی محدود آنان در پردازش حجم زیاد اطلاعات نسبت می‌دهند؛ بدین معنا که تمرکز سرمایه-گذاران بر یک موضوع، آنان را از توجه به سایر منابع اطلاعاتی باز می‌دارد.

از طرفی دیگر سوگیری‌های روانشناختی زمانی که کیفیت اطلاعات حسابداری پایین است، زیادتر می‌شود (کرونل و همکاران^۱، ۲۰۱۷). با توجه به اینکه در تهیه اطلاعات موجود در گزارشات مالی از برآوردهای بسیاری استفاده می‌شود، میزان اخلاص و سوگیری در این برآوردها معیاری برای سنجش کیفیت اطلاعات حسابداری می‌باشد. کیفیت اطلاعات حسابداری بر اساس انعکاس محتوای اطلاعاتی اثر مناسب و مطلوب بر بازار سرمایه دارد. یعنی با قرار دادن اطلاعات قابل اتکا در دسترس عموم، به چه میزان اطلاعات مربوط برای پیش‌بینی سودهای آتی مورد انتظار و جریان‌های نقد و تصویری کامل در مورد عملکرد شرکت، موقعیت و ریسک آن ارائه می‌کند. به روز شدن جریان‌های نقد برآوردی و تعدیل قیمت سهم بستگی به کیفیت اطلاعات منتشر شده دارد. در واقع کیفیت پایین اطلاعات حسابداری، مانع از انعکاس کامل اطلاعات و تعدیل به هنگام قیمت سهام می‌شود.

با توجه به موضوع مطرح شده، ایراد اصلی نظریه مالی رفتاری این است که تنها به شناسایی خطاهای ادراکی و رفتاری سرمایه‌گذاران پرداخته و در این باره که چه عواملی بر خطاهای رفتاری سرمایه‌گذاران مؤثر است و چگونه می‌توان بر این خطاها غلبه نمود یا آنها را تعدیل کرد، بحث‌های کمی صورت گرفته است. در حالی که از دیدگاه نظری شواهد نشان می‌دهد در سطح خرد، رفتار سرمایه‌گذاران به کیفیت اطلاعات حسابداری وابسته است و از پیش فرض‌های قضاوت سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند (ژو و نیو، ۲۰۱۶؛ کرونل و همکاران، ۲۰۱۷). به همین علت این پژوهش درصدد بررسی تاثیر پدیده برجستگی بر رفتارهای غیرمنطقی سرمایه‌گذاران و همچنین چگونگی تاثیر کیفیت اطلاعات بر رابطه بین برجستگی و رفتار سرمایه‌گذاران می‌باشد.

طی چند دهه گذشته، ظهور ناسازگاری‌های بازار سرمایه و پدیده‌های استثنا در بازارهای مالی باعث شد که انتقادهای زیادی به نظریه‌های اقتصادی وارد شود. این واقعیت، حس بی‌اعتمادی را نسبت به عملکرد نظریه‌های اقتصادی به عنوان ابزارهای مهم در ارزش‌گذاری و پیش‌بینی قیمت سهام ایجاد کرد و زمینه‌ساز پیدایش نظریه مالی رفتاری شد. بر مبنای رویکرد مالی رفتاری، علاوه بر ارزش‌های بنیادی سهام (ارزش‌های منطقی)، عوامل روانشناختی نیز نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها ایفا می‌کند، که منجر به واکنش سرمایه‌گذاران و نحوه تصمیم‌گیری و رفتار آنها در بازار سرمایه می‌گردد (ژو و نیو^۱، ۲۰۱۶).

با توجه به اینکه اطلاعات زیاد و قدرت پردازش اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران محدود است، سرمایه-گذاران تصمیمات و قضاوت‌های خود را با به کارگیری قواعد سرانگشتی و روش‌های شهودی و از طریق پردازش تنها بخشی از اطلاعات در دسترس تفسیر می‌نمایند، لذا بر چند محرک برجسته (اطلاعات مهم از نظر آنها) تمرکز می‌کنند (لیبی و همکاران^۲، ۲۰۰۲). برجستگی^۳ یکی از علل در دسترس قرار گرفتن اطلاعات است که اغلب از باورهای ذهنی نگه داشته شده یا توانایی محدود سرمایه‌گذاران در استفاده از اطلاعات مرتبط با ارزش سهام سرچشمه می‌گیرد و می‌تواند موجب واکنش‌های افراطی شود (فولر^۴، ۲۰۰۰). همچنین شواهدی وجود دارد که قیمت سهام به انتشار مجدد اطلاعات نامفهوم اما به طور عمومی در دسترس، زمانی که به شکل برجسته‌تر یا از لحاظ پردازش، آسانتر ارائه می‌شوند، واکنش نشان می‌دهد (بال و کوتاری^۵ (۱۹۹۱)؛ هابرمن و رگو^۶ (۲۰۰۱)). سرمایه‌گذاران در فرآیند انتخاب، به اطلاعات برجسته بیش از احتمال واقعی آنها وزن می‌دهند، که این امر موجب ایجاد اشتباهات سیستماتیک مؤثر بر قیمت-های بازار می‌شود. بسیاری از محققان (مانند لمبرت و همکاران^۷، ۲۰۰۷؛ کالن و همکاران^۸، ۲۰۱۲) عقیده دارند که اطلاعات به تدریج در بازار انتشار می‌یابد و با تأخیر زمانی، قیمت سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

از نظریه‌های "اقتصادی نئوکلاسیک"^{۱۱} اینگونه استنباط می‌شود که "انسان اقتصادی"^{۱۱} مدل ساده‌ای از رفتار اقتصادی انسان است که بر اصولی نظیر منفعت شخصی کامل^{۱۲}، عقلانیت کامل^{۱۳} و تصمیم‌گیری اقتصادی براساس اطلاعات کامل^{۱۴} استوار است. منتقدین انسان اقتصادی با به چالش کشیدن این سه فرض بنیادی، معتقدند که عامل اقتصادی در معرض انواع تورش‌های رفتاری است که مانع از تحقق مفروضات نظریه‌های نئوکلاسیک علم اقتصاد و مالی می‌افتد، تناقض‌هایی وجود دارد که اقتصاد و مالی رفتاری به دنبال توجیه و تفسیر آنها است.

در شرایط ابهام و عدم اطمینان، دسترسی به اطلاعات عامل اصلی در تجزیه و تحلیل تفکر شهودی می‌باشد. تعیین اینکه افراد در مواجهه شدن با شرایط نامطمئن چگونه رفتار می‌کنند، منجر به تعریف واژه ریسک شده است. طی چند دهه اخیر، محققان، جنبه‌های با اهمیت نقض تئوری مطلوبیت مورد انتظار را شناسایی و تحت عنوان تئوری انتخاب بر حسب ریسک^{۱۵} بیان کرده‌اند. در ابتدایی‌ترین سطح با توجه به موقعیت‌های مختلف، غالباً افراد ریسک‌پذیر و ریسک‌گریز هستند. همانطور که فریدمن و ساویج^{۱۶} (۱۹۴۸) نشان دادند افراد بیشتر در پروژه‌های ریسک-دار سرمایه‌گذاری می‌کنند و نسبت به انتخاب‌های بدون ریسک بی‌توجه‌تر هستند. روانشناسان، برجستگی را بعنوان مکانیسم اصلی توجه تلقی می‌کنند که سرمایه‌گذاران را قادر می‌سازد منابع شناختی محدودشان را روی بخشی از اطلاعات متمرکز کنند. هنگامی که جنبه مثبت انتخاب برجسته باشد، تصمیم‌گیرنده ریسک‌پذیر و هنگامی که جنبه منفی آن برجسته باشد، تصمیم‌گیرنده ریسک-گریز است. نظریه برجستگی توضیحی واحد برای ویژگی و ناهنجاری‌های انتخاب تحت ریسک ارائه داد که هر زمان توجه سرمایه‌گذاران به طور متفاوتی به سوی یک بخش از اطلاعات بیشتر از سایر بخش‌ها جلب می‌شود، اطلاعات موجود در آن بخش وزن

بیشتری برای قضاوت‌های آتی به خود می‌گیرد، مثلاً در رابطه با انتخاب‌های ریسک‌دار، توجه هر فرد به آن بازدهی جلب می‌شود که متمایزترین برجستگی را نسبت به حد متوسط داشته باشند و احتمال بروز مجدد آنها را بیش از واقع برآورد و محتمل فرض کنند (بردالو و همکاران، ۲۰۱۲؛ ۲۰۱۳).

تحقیق اودن و باربر (۲۰۰۸)، کاربرد مستقیم "سوگیری برجستگی" را در دانش مالی نشان داد که سرمایه‌گذاران گرایش دارند که از رفتار اقتصاد تجویزی منطقی فاصله بگیرند، زیرا اغلب فاقد ظرفیت لازم برای پردازش مقادیر انبوه داده‌هایی هستند که جمع‌آوری آنها برای یک تصمیم خرید عقلانی، ضروری است. اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران (اطلاعاتی که روزانه منتشر می‌شود) از نقطه نظر شناختی ("ادارگی"^{۱۷}) همواره قابل دسترس نیست. این عدم دسترسی به اطلاعات مربوط، نهایتاً موجب نقصان در تصمیمات سرمایه‌گذاری می‌شود. اندرسن و کراوس^{۱۸} (۱۹۹۰) با نشان دادن تاثیر برجستگی نسبی اطلاعات بر پیش‌بینی‌ها، تمایلات زمانی و رفتار تجاری، استدلال کردند که سرمایه‌گذاران از روندهایی که در پیش‌بینی آتی قیمت سهام تاثیرگذار هستند، استفاده می‌کنند که در نهایت منجر به بیش‌واکنشی سرمایه‌گذاران در برابر اطلاعات و قیمت‌گذاری نامتناسب خواهد شد. هیرشلیفر و ثوئه^{۱۹} (۲۰۰۳) عنوان کردند که اطلاعات برجسته‌تر یا اطلاعاتی که نیازمند پردازش کمتری است توسط سرمایه‌گذاران، بیشتر مورد استفاده قرار می‌گیرد و سرانجام به طور کامل در قیمت سهام منعکس می‌گردد.

در مدل باربریز و همکاران (۱۹۹۸)، اثبات شد که بازده‌های مثبت متوالی موجب می‌شوند که سرمایه‌گذاران به پایداری روند اطلاعات واکنش بیشتری نشان دهند (گریفین و ترسکی^{۲۰}، ۱۹۹۲). هر قدر روند قیمت‌های گذشته با ثبات‌تر باشد، به دلیل فراهم بودن و دسترسی به اطلاعات مربوط به قیمت، احتمال پایداری این روند در ذهن بیشتر خواهد بود (ایزدی نیا و همکاران، ۱۳۹۷). بر این اساس بسیاری از اندیشمندان سودآوری مومنتوم را ناشی از اریب در

۲-۱- تعریف برجستگی بر اساس تئوری تحت ریسک

مسئله انتخاب را با در نظر گرفتن دو فرض زیر در نظر بگیرید:

(۱) مجموعه ای از حالات تحت عنوان S که هر حالت $s \in S$ که با احتمالات عینی π_s رخ خواهد

$$\sum_{s \in S} \pi_s = 1 \text{ که بطوری که}$$

(۲) مجموعه انتخابی $\{L_1, L_2\}$ که L_i ریسک مورد انتظار بازده انتخاب x_s^i در حالت s می باشد.

تصمیم‌گیرنده از تابع ارزشی زیر برای ارزیابی بازده سهام انتخابی خود استفاده می‌کند.

$$V(L_i) = \sum_{s \in S} \pi_s v(x_s^i) \quad (۱) \text{ رابطه}$$

تابع برجستگی، تابعی نزولی (نامساوی مثلثی) است که برجستگی حالت s برای انتخاب L_i ، $i = 1, 2$ ، تابعی پیوسته و محدود $\sigma(x_s^i, \bar{x}_s)$ است که طبق سه شرایط زیر می‌باشد:

(۱) ترتیب^{۲۵}: اگر حالت‌های $\tilde{s} \in S$ و s ، $[x_{\tilde{s}}^{min}, x_{\tilde{s}}^{max}]$ زیرمجموعه‌ای از $[x_s^{min}, x_s^{max}]$ باشد، خواهیم داشت:

(۲) کاهش حساسیت^{۲۶}: اگر $x_s^i > 0$ ، $i = 1, 2$ و $\varepsilon > 0$ خواهیم داشت:

(۳) انعکاس^{۲۷}: برای هر دو موقعیت s و $\tilde{s} \in S$ بطوری که $x_s^i, x_{\tilde{s}}^i > 0$ و $i = 1, 2$ خواهیم داشت:

$$\sigma(-x_s^i, -\bar{x}_s) < \sigma(x_s^i, \bar{x}_s) \text{ اگر و تنها اگر } \sigma(x_s^i, \bar{x}_s) < \sigma(x_{\tilde{s}}^i, \bar{x}_{\tilde{s}})$$

برای تبیین برجستگی بر مبنای تعریف بالا می‌توان از تابع زیراستفاده نمود:

$$\sigma(x_s^i, \bar{x}_s) = \frac{|x_s^i - \bar{x}_s|}{|x_s^i| + |\bar{x}_s| + \theta} \quad (۲) \text{ رابطه}$$

x_s^i : بازده شرکت i در صنعت s
 \bar{x}_s : بازده صنعت

نحوه تفسیر اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران می‌دانند. هرست و دوکیتی^{۲۱} (۲۰۱۵) طی تحقیقی به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران با استفاده از مومنتوم‌های برنده برجسته و بازنده برجسته، روند اخیر را برآورد می‌کنند و بازده‌ای بیش از بازده بازار بدست می‌آورد. آنها استدلال کردند مومنتوم برجسته نسبت به مومنتوم سنتی بهتر می‌تواند رفتار سرمایه‌گذار را طبق مدل‌های رفتاری توضیح دهد. بوردالو، جنایولی و شلايفر^{۲۳} (۲۰۱۲a) معتقدند طرز فکر متأثر از برجستگی منجر به کشش به سمت سهام‌هایی می‌شود که بدلیل اثر برجستگی، بیش از حد واقعی ارزش‌گذاری می‌شوند. در همین راستا کوزمانز وفرن (۲۰۱۷) با بررسی پیامدهای ناشی از تئوری برجستگی، به این نتیجه رسیدند سرمایه‌گذاران به سهام با برجستگی بیشتر جذب می‌شوند که این سهام‌ها بیش از حد ارزش‌گذاری شده اند در حالی که بازده کمتری دارند.

با توجه به پیامدهای تصمیم‌گیری بر اساس اطلاعات برجسته، برخی محققین به بررسی این موضوع که چگونه می‌توان بر خطاهای رفتاری غلبه نمود یا آنها را تعدیل کرد پرداختند. پژوهش‌های پیشین (فرانسیس، لافوند، السن و اسچپپر^{۲۳}، ۲۰۰۵؛ کروئل و همکاران؛ ۲۰۱۴، ۲۰۱۷) در زمینه تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر رفتار سرمایه‌گذاران تلاش کرده‌اند که کیفیت اطلاعات حسابداری را از طریق معیارهایی مانند کیفیت اقلام تعهدی، ضریب واکنش به سود و پایداری سود به رفتار سرمایه‌گذاران پیوند داده و نشان دهند کیفیت اطلاعات حسابداری بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد. کیفیت اطلاعات حسابداری، نقش تعیین کننده‌ای در رفتار سرمایه‌گذاران در ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها ایفا می‌کند. اطلاعات حسابداری با کیفیت، یکی از منابع مهم اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران است که می‌تواند تأثیر مهمی بر تصمیمات بهینه سرمایه‌گذاران داشته باشد (یانگ و جیانگ^{۲۴}، ۲۰۰۸).

۵- مدل آماری پژوهش و نحوه سنجش متغیرها

مدل شماره (۱) - جهت آزمون فرضیه اول

$$MISV_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 Sal_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 \left(\frac{B}{M}\right)_{it} + \alpha_4 Mom_{it} + \alpha_5 Liq_{it} + \alpha_6 Rel_{it} + \alpha_7 \left(\frac{I}{O}\right)_{it} + \alpha_8 LEV_{it} + \alpha_9 ROE_{it} + \alpha_{10} SUE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل شماره (۲) - جهت آزمون فرضیه اول

$$BHAR^{Carhart} = \alpha_0 + \alpha_1 Sal_{it} + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 \left(\frac{B}{M}\right)_{it} + \alpha_4 Mom_{it} + \alpha_5 Liq_{it} + \alpha_6 Rel_{it} + \alpha_7 \left(\frac{I}{O}\right)_{it} + \alpha_8 LEV_{it} + \alpha_9 ROE_{it} + \alpha_{10} SUE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل شماره (۳) - جهت آزمون فرضیه اول

$$D_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 sal_{it}^s + \alpha_2 Size_{it} + \alpha_3 \left(\frac{B}{M}\right)_{it} + \alpha_4 Mom_{it} + \alpha_5 Liq_{it} + \alpha_6 Rel_{it} + \alpha_7 \left(\frac{I}{O}\right)_{it} + \alpha_8 LEV_{it} + \alpha_9 ROE_{it} + \alpha_{10} SUE_{it} + \varepsilon_{it}$$

مدل شماره (۴) - جهت آزمون فرضیه دوم

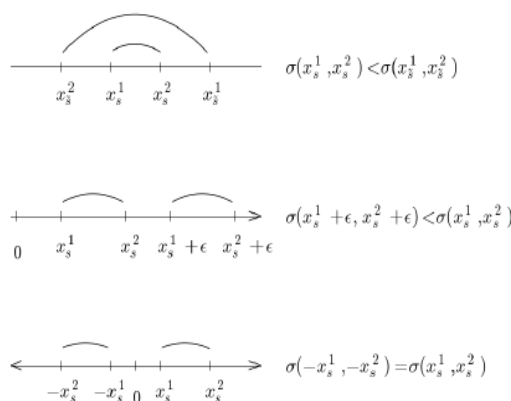
$$D_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 sal_{it}^s + \alpha_2 sal_{it}^s * QI_{it} + \alpha_3 Size_{it} + \alpha_4 \left(\frac{B}{M}\right)_{it} + \alpha_5 Mom_{it} + \alpha_6 Liq_{it} + \alpha_7 Rel_{it} + \alpha_8 \left(\frac{I}{O}\right)_{it} + \alpha_9 LEV_{it} + \alpha_{10} ROE_{it} + \alpha_{11} SUE_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در آنها:

$Salience_{i,t}$: میانگین موزون بازده سهام در طی دوره بیست روزه [۱۱-، ۳۰-] قبل از اعلان سود و بازده صنعت.

در این پژوهش به منظور محاسبه برجستگی بازده با توجه به تئوری برجستگی و انتخاب تحت ریسک برجستگی بازده این سهام شرکت i بستگی به تفاوت میان بازده سهام شرکت و متوسط بازده صنعت دارد (بوردالو، جنایولی و شلايفر، ۲۰۱۲). برای این منظور با استناد به ماده ۹۸ قانون تجارت که فاصله بین نشر دعوتنامه مجمع عمومی و تاریخ تشکیل آن حداقل ده روز و حداکثر چهل روز می‌باشد (با در نظر گرفتن رزوه‌های کاری و وقفه‌های معاملاتی)، میانگین موزون بازده سهام در طی دوره بیست روزه [۱۱-،

با توجه به تعریف مفهومی برجستگی هرچه فاصله از میانگین بیشتر باشد انحراف معیار (برجستگی) بالاتر است. در واقع با توجه به خاصیت ترتیب تغییرات در فاصله از میانگین پیام‌های متفاوتی دارد. در اعداد منفی و مثبت و برابر با توجه به اینکه فاصله از میانگین به یک میزان می‌باشد، پیام مشابه منعکس می‌کنند. این موضوع را می‌توان در نمودار ۱ به خوبی مشاهده نمود.



نمودار (۱) - ویژگی‌های تابع برجستگی

منبع: بوردالو، جنایولی و شلايفر (۲۰۱۲)

۳- فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: پدیده برجستگی بر رفتار سرمایه‌گذاران موثر است.

فرضیه دوم: کیفیت اطلاعات حسابداری تاثیر برجستگی بر تأخیر تعدیل قیمت سهم را تعدیل می‌کند.

۴- روش شناسی پژوهش

جامعه آماری این پژوهش تعداد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۵ می‌باشد که نمونه آماری از میان این شرکت‌ها و به روش غربالگری (حذفی) انتخاب شده است و در نهایت تعداد ۱۲۰ شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند و برای هر متغیر این پژوهش تعداد ۶۰۰ سال-شرکت، جهت آزمون فرضیه‌های آماری جمع‌آوری شده است.

J: صنعتی است که شرکت i به آن تعلق دارد
 M: لگاریتم ارزش بازار شرکت
 B: لگاریتم ارزش دفتری سهام عادی
 $NI_{i,t-1}^+$: لگاریتم قدرمطلق سود خالص
 $I_{i,t-1} (<0)$: متغیر مجازی است که زمانی که زیان خالص داشته باشیم، برابر با ۱ و در غیر این صورت برابر با صفر است.

LEV: نسبت اهرمی، به صورت یک منهای کل بدهی بر کل دارایی شرکت
 تفاوت بین M و ارزش به دست آمده از معادله رگرسیونی بالا، برابر با ارزشیابی نادرست یا MISV می‌باشد که حاکی از واکنش افراطی در بازار است.

D: تأخیر تعدیل قیمت سهم

بر مبنای مدل هو و ماسکوویتز^{۲۹} در سال ۲۰۰۵ متوسط تأخیر در تعدیل قیمت نسبت به اطلاعات منتشر شده برای هر شرکت با استفاده از رگرسیون‌های زیر محاسبه می‌گردد:

رگرسیون محدود نشده (رگرسیون شماره ۲)

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} + \sum_{n=1}^4 \delta_{j,n} R_{m,t-n} + \varepsilon_{j,t}$$

رگرسیون محدود شده (رگرسیون شماره ۱)

$$r_{j,t} = \alpha_j + \beta_j R_{m,t} + \varepsilon_{j,t}$$

T_j : عبارت است از بازده سهم t در زمان j

R_m : عبارت است از بازده بازار در دوره t

در این تحقیق فرض می‌شود در صورتی که قیمت سهم به اطلاعات منتشر شده با تأخیر واکنش‌های d_{jn} نشان دهد آنگاه برخی از δ_{jn} برآورد شده در معادله رگرسیون شماره ۱ از صفر اختلاف معناداری پیدا می‌کنند. بنابراین بازده‌های متأخر، توان تشریح رگرسیون را افزایش می‌دهند. ولی با فرض آنکه کلیه δ_{jn} ها صفر باشند رگرسیون شماره ۲ نیز برآورد می‌شود. آنگاه تأخیر قیمت بر مبنای ضریب تعیین محاسبه شده با استفاده از بازده‌های ماهانه بر مبنای معادلات یاد شده به شرح زیر محاسبه می‌گردد:

۳۰- قبل از اعلان سود و بازده صنعت، را برای محاسبه فاصله بازده شرکت i و میانگین بازده همان روز صنعت را در تابع برجستگی (رابطه ۲) قرار داده سپس اعداد بدست آمده از کوچکترین عدد تا بزرگترین عدد مرتب شده و میانگین موزون برجستگی بازده محاسبه شده است.

در این پژوهش جهت سنجش رفتار سرمایه‌گذاران از سه شاخص ارزش‌گذاری نامتناسب، واکنش افراطی در بازار و تأخیر تعدیل قیمت سهم استفاده شده است که نحوه محاسبه آنها به شرح ذیل می‌باشد.

BHAR^{Carhart}: ارزش گذاری نامتناسب (شاخص

اندازه گیری بازده خرید و نگهداری شرکت) به طور خاص، بین بازده خرید و نگهداری شرکت اعلام کننده و اندازه، ارزش دفتری به بازار (B / M) و حرکت در دوره سه روزه حول اعلان سود [۰، ۲] در روزهای معاملاتی نسبت به روز اعلام سود تفاوت وجود دارد. یعنی:

$$BHAR_i^{Carhart}[t_1, t_2] = \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{it}) - \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{pt})$$

R_{it} : بازده سهام i در زمان t

R_{pt} : اندازه پرتفوی با استفاده از مدل کارهات در زمان t

کارهات در سال ۱۹۹۷ این مدل چهار متغیره را با اضافه کردن یک متغیر جدید تحت عنوان عامل شتاب ابداع کرد. فرمول این مدل برای بازده مورد انتظار دارایی یا پرتفوی پیش بینی شده بصورت زیر می‌باشد:

$$R_{pt} - R_{ft} = \beta_p (R_{mt} - R_{ft}) + h_p (SMB_t) + s_p (HML_t) + p_p (WML_t) + \varepsilon_p$$

MISV: واکنش افراطی در بازار

ابتدا رگرسیون زیر تخمین زده شد (رودز-کروپ^{۲۸}، ۲۰۰۵):

$$M_{i,t} = \beta_{0jt} + \beta_{1jt} \times B_{i,t-1} + \beta_{2jt} \times NI_{i,t-1}^+ + \beta_{3jt} \times I_{i,t-1} (<0) NI_{i,t-1}^+ + \beta_{4jt} \times LEV_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Size : اندازه شرکت - لگاریتم طبیعی ارزش بازاری شرکت در پایان هر سال.

$B / M_{i,t}$: نسبت ارزش دفتری به بازار

Iiq : نقد شوندگی - میانگین نسبت ماهانه بازده سهام به حجم معاملات در سال ضربدر ۱۰۰۰

ReL : تاخیر حسابرسی - برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد روزهای بین پایان سالی مالی شرکت و تاریخ ارائه‌ی گزارش حسابرس در سال t

I / O : درصد مالکیت نهادی در پایان هر سال

Lev : اهرم مالی - برابر است با نسبت کل بدهی به کل دارایی در پایان هر سال

ROE : بازده حقوق صاحبان سهام

SUE_{Rank} : سود غیر منتظره - برابر است با تفاوت سود هر سهم واقعی و سود هر سهم پیش‌بینی شده به قیمت سهام

Mom : مومنتوم بازده - برابر است با بازده انباشته روزانه برای هر سهم در نه روز قبل از اعلان سود

جدول آماره توصیفی در بردارنده اصلی ترین شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است. میانگین که نشان دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع بوده و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده هاست.

نتایج حاصل از تخمین مدل شماره (۱) در فرضیه اول بشرح جدول (۲) نشان می‌دهد ضریب برآورد شده برای متغیر برجستگی بر اطلاعات بازده بیش واکنشی مثبت و معنادار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده قداراست به میزان ۵۲٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد. ضریب برآورد شده برای متغیر برجستگی بر اطلاعات بازده بیش واکنشی مثبت و معنادار می‌باشد و سرمایه‌گذاران به برجستگی اطلاعات بازده بیش واکنشی نشان می‌دهند.

رابطه (۳) $D = R^2_{restrected} / R^2_{unrestrected}$

$R^2_{restrected}$: ضریب تعیین رگرسیون محدود شده
 $R^2_{unrestrected}$: ضریب تعیین رگرسیون محدود نشده

QI : کیفیت اطلاعات حسابداری - در پژوهش حاضر از معیار دیچو و دیچاو (۲۰۰۲) برای محاسبه کیفیت اطلاعات حسابداری استفاده می شود:

$$TCA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i(t-1)} + \beta_2 CFO_{it} + \beta_3 CFO_{i(t+1)} + e_{it}$$

TCA_{it} : کل اقلام تعهدی

که با توجه به اطلاعات موجود، به روش زیر به دست می‌آید:

$$TCA_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CL_{it} - \Delta Cash_{it} + \Delta STD_{it} / A_{i,t-1})$$

ΔCA_{it} : تغییرات در دارایی جاری

ΔCL_{it} : تغییرات در بدهی جاری

$\Delta Cash_{it}$: تغییرات در وجه نقد

ΔSTD_{it} : تغییرات در تسهیلات دریافتی کوتاه مدت

$A_{i,t-1}$: کل دارایی ها

CFO : جریان نقدی عملیاتی

فرانسیس و همکارانش (۲۰۰۵) این مدل را با کنترل کردن دو عامل تعیین کننده‌ی اضافی برای اقلام تعهدی، بهبود می‌دهند:

$$TCA_{it} = \beta_0 + \beta_1 CFO_{i(t-1)} + \beta_2 CFO_{it} + \beta_3 CFO_{i(t+1)} + \beta_4 \Delta REV_{it} + \beta_5 PPE_{it} + e_{it}$$

ΔREV_{it} : نشان دهنده ی تغییرات در درآمد فروش

و PPE_{it} : دارایی ها؛ اموال و تجهیزات

سپس معادله ی بالا به صورت مقطعی تخمین زده می‌شود، مقدار "انحراف معیار پس ماند مدل" در مدت ۵ سال استفاده می‌کنیم (یعنی، سال فعلی و چهار سال قبلی) معادل "کیفیت اطلاعات حسابداری" می‌باشد. (ژینگ و یان، ۲۰۱۸)

جدول شماره (۱) - نتایج آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها							شرح
B/M	SIZE	QI	D	SAL	BHAR Carhart	MISV	
0.4532	6.2017	654.31	0.7731	0.5226	0.2837	0.3309	میانگین
0.4	6.12	110.89	0.7694	0.5201	0.27	0.3231	میانه
3.69	8.19	19167	0.9927	0.6547	1.0752	0.73	ماکسیمم
0	4.93	2.795	0.5187	0.4122	-0.5679	0	مینیمم
0.3051	0.5979	2101.2	0.0902	0.023	0.274	0.1558	انحراف معیار
1.8436	0.9675	1.5771	-0.1505	1.738	0.2197	0.0838	چولگی
3.4231	3.9957	3.329	2.9846	12.55	3.2123	2.5639	کشیدگی
12078.5	118.399	67553	2.2722	2582.2	5.9572	5.4565	آزمون جاکو- برا
0	0	0	0.321	0	0.0508	0.0653	سطح معنی داری
600	600	600	600	600	600	600	مشاهدات
SUE Rank	ROE	Lev	I/O	ReL	liq	MOM	شرح
-0.036	0.0308	0.5948	0.3764	-0.4676	0.0072	0.2844	میانگین
-0.01	0.23	0.59	0.37	-0.34	0	0.11	میانه
3.54	3.68	2.32	0.87	-0.08	0.47	4.05	ماکسیمم
-1.77	-7.27	0.01	0	-0.99	-0.09	-0.29	مینیمم
0.2403	3.0786	0.2443	0.2038	0.2432	0.0311	0.5288	انحراف معیار
3.7229	-2.2146	1.29	-0.0047	-0.2115	1.5122	2.6136	چولگی
3.183	3.2118	3.0714	2.4006	1.7044	3.047	3.2425	کشیدگی
198659	6762021	1654.365	8.983	46.433	265852.9	2904.181	آزمون جاکو- برا
0	0	0	0.0112	0	0	0	سطح معنی داری
600	600	600	600	600	600	600	مشاهدات

جدول شماره (۲) - نتایج آزمون فرضیه اول - واکنش افراطی

نتیجه معناداری	نوع تاثیر	سطح معناداری	آماره - t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
معنادار	-	0.0000	-5.3853	0.2724	-1.4673	a_0
معنادار	+	0.0322	2.1487	0.2191	0.4709	SAL
معنادار	+	0.0000	6.9310	0.0362	0.2514	SIZE
معنادار	-	0.0000	-4.4166	0.02234	-0.0986	B/M
بی معنی	-	0.4380	-0.7762	0.0090	-0.0069	MOM
بی معنی	-	0.8428	-0.1984	0.1645	-0.0326	Iiq
بی معنی	-	0.3685	-0.9002	0.0240	-0.0216	ReL
بی معنی	-	0.4377	-0.7767	0.1134	-0.0881	I/O
معنادار	+	0.0052	2.8063	0.03788	0.1063	Lev
بی معنی	+	0.2498	1.1521	0.00165	0.0019	ROE
بی معنی	+	0.5047	0.6676	0.02232	0.0149	SUE ^{Rank}
6.10042	F-آماره		0.6260	ضریب تعیین		
0.0000	سطح معناداری		0.52345	ضریب تعیین تعدیل شده		
2.1589			دوربین واتسون			

احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد. ضریب برآورد شده برای متغیر برجستگی بر ارزش گذاری نامتناسب سهام مثبت و معنادار می باشد و پدیده برجستگی موجب ارزش گذاری نامتناسب سهام می شود.

نتایج حاصل از تخمین مدل شماره (۲) در فرضیه اول بشرح جدول (۳) نشان می دهد ضریب برآورد شده برای متغیر برجستگی بر ارزش گذاری نامتناسب سهام مثبت و معنادار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده به میزان ۴۱٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند.

جدول شماره (۳) - نتایج آزمون فرضیه اول - ارزش گذاری نامتناسب

متغیرها	ضرایب	خطای استاندارد	آماره-t	سطح معناداری	نوع تاثیر	نتیجه معناداری
a_0	1.4049	0.5352	2.6250	0.0089	+	معنادار
SAL	1.4057	0.4305	3.2652	0.0012	+	معنادار
SIZE	-0.2826	0.0712	-3.9662	0.0001	-	معنادار
B/M	-0.5134	0.0438	-11.699	0.0000	-	معنادار
MOM	0.1652	0.0176	9.3409	0.0000	+	معنادار
Iiq	1.6303	0.3232	5.0429	0.0000	+	معنادار
ReL	-0.1947	0.0472	-4.1211	0.0000	-	معنادار
I/O	0.0874	0.2228	0.3923	0.6950	+	بی معنی
Lev	-0.0901	0.0744	-1.2108	0.2265	-	بی معنی
ROE	-0.0003	0.0032	-0.1155	0.9081	-	بی معنی
SUE ^{Rank}	-0.0139	0.0438	-0.3172	0.7512	-	بی معنی
ضریب تعیین		0.533271		F-آماره		
ضریب تعیین تعدیل شده		0.405169		سطح معناداری		
دوربین واتسون		2.389281				

متوسط و زیاد به ترتیب ۰/۰۰۰۲، ۰/۰۰۰۱ و ۰/۰۰۰۸ می باشد. و قدر مطلق ضریب متغیر برجستگی شرکتهایی با بیشترین میزان کیفیت اطلاعات از طبقات کم و متوسط کمتر می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده در حالت های اطلاعات با کیفیت کم، متوسط و زیاد قادر است به ترتیب به میزان ۴۰٪، ۴۲٪ و ۴۶٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد. با توجه به فرضیه چون متغیر کیفیت اطلاعات حسابداری در تعامل برجستگی بازده بر تأخیر تعدیل قیمت سهم در حالت های اطلاعات با کیفیت کم، متوسط و زیاد به ترتیب ۰/۰۰۰۲، ۰/۰۰۰۱ و ۰/۰۰۰۸ می باشد. و از آنجا که قدر مطلق ضریب متغیر برجستگی شرکتهایی با بیشترین میزان کیفیت اطلاعات از طبقات کم و متوسط کمتر می باشد.

نتایج حاصل از تخمین مدل شماره (۳) در فرضیه اول بشرح جدول (۴) نشان می دهد ضریب برآورد شده برای متغیر برجستگی بازده بر تأخیر تعدیل قیمت سهم مثبت و معنادار می باشد. ضریب تعیین تعدیل شده به میزان ۷۵٪ تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. احتمال آماره F بیانگر این است که کل مدل از لحاظ آماری معنی دار می باشد. متغیر برجستگی بازده بر تأخیر تعدیل قیمت سهم مثبت و معنادار می - باشد. بنابراین فرض H_0 رد می شود. یعنی برجستگی بازده موجب تأخیر بیشتری در تعدیل قیمت سهم می شوند.

نتایج حاصل از تخمین مدل آماری، فرضیه دوم بشرح جدول (۵) نشان می دهد ضریب برآورد شده توسط نرم افزار برای متغیر کیفیت اطلاعات حسابداری در تعامل برجستگی بازده بر تأخیر تعدیل قیمت سهم در حالت های اطلاعات با کیفیت کم،

جدول شماره (۴) - نتایج آزمون فرضیه اول - تعدیل در تاخیر قیمت سهام

نتیجه	VIF آزمون	سطح معناداری	آماره-t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرها
مثبت		0.0000	10.136	0.1161	1.1770	α_0
مثبت	1.0353	0.0247	2.2527	0.0974	0.2195	Sal
منفی	1.1587	0.0103	-2.5749	0.0155	-0.0394	Size
بی معنی	1.0617	0.1201	1.5570	0.0094	0.0147	B / M
مثبت	1.0126	0.0278	2.2065	0.0038	0.0084	Mom
بی معنی	1.0426	0.3830	-0.8732	0.0695	-0.0607	Iiq
بی معنی	1.0325	0.2295	-1.2031	0.0101	-0.0122	ReL
بی معنی	1.1188	0.7638	-0.3006	0.0480	-0.0144	I / O
منفی	1.1178	0.0000	-5.5610	0.0160	-0.0890	Lev
بی معنی	1.03711	0.6493	-0.4550	0.0006	-0.0003	ROE
بی معنی	1.0579	0.1204	1.5558	0.0094	0.0147	SUE ^{Rank}
14.6554	آماره-F		0.8008		ضریب تعیین	
0.0000	سطح معناداری		0.7462		ضریب تعیین تعدیل شده	
1.79383			دوربین واتسون			

جدول شماره (۵) - نتایج آزمون فرضیه دوم

اطلاعات با کیفیت زیاد			اطلاعات با کیفیت متوسط			اطلاعات با کیفیت کم			متغیرها
سطح معناداری	آماره-t	ضرایب	سطح معناداری	آماره-t	ضرایب	سطح معناداری	آماره-t	ضرایب	
0.0000	11.943	1.5044	0.0000	11.096	1.3969	0.0000	12.984	1.636	α_0
0.0248	-2.2622	-0.4525	0.1703	-1.3765	-0.2344	0.0300	-2.1868	-0.308	Sal
0.0102	2.5963	0.00008	0.0373	-2.0974	-0.0001	0.0128	2.5119	0.0002	Sal *QI
0.0000	-8.5896	-0.0792	0.0000	-6.6956	-0.0882	0.0000	-6.4793	-0.0997	Size
0.0006	3.4784	0.0376	0.1075	1.6174	0.0255	0.0000	-6.0439	-0.1034	B / M
0.1611	1.4070	0.0125	0.5809	0.5529	0.0038	0.2364	1.1879	0.0073	Mom
0.0005	-3.5293	-0.8459	0.0211	-2.3261	-0.3160	0.1817	1.3405	0.1171	Iiq
0.2243	-1.2192	-0.0200	0.6164	0.5017	0.0077	0.0994	-1.6559	-0.0272	ReL
0.0000	8.4327	0.1830	0.0000	5.4422	0.1015	0.0000	4.9933	0.0978	I / O
0.0000	-6.7184	-0.1406	0.7936	0.2620	0.0044	0.0000	-10.359	-0.2129	Lev
0.9520	-0.060	-0.0004	0.000	4.788	0.018	0.198	-1.291	-0.0084	ROE
0.0126	2.5186	0.0326	0.104	-1.631	-0.043	0.457	0.745	0.0142	SUE ^{Rank}
0.4916			0.4563			0.4356			ضریب تعیین
0.4619			0.4245			0.4025			ضریب تعیین تعدیل شده
16.531			14.345			13.190			آماره-F
0.0000			0.0000			0.0000			سطح معناداری
2.0432			2.0700			2.1759			دوربین واتسون

همانگونه که ملاحظه می شود سطح احتمال آماره‌ی محاسباتی کمتر از ۵ درصد است و بنابراین فرض صفر مبنی بر صفر بودن ضرایب رد می شود.

سطح معنی داری	آزمون والد	کیفیت کم	مدل اول
0.0000	168.6083	کیفیت متوسط	
0.0000	123.1349	کیفیت زیاد	
سطح معنی داری	آزمون والد	کیفیت کم	مدل دوم
0.0000	296.4303	کیفیت متوسط	
0.0000	230.2841	کیفیت زیاد	

۶- نتیجه‌گیری و بحث

نبود سیستم قابل اتکا که بتواند تمامی جنبه‌های یک مسأله را به شکلی همسان و یکنواخت به نمایش بگذارد و همچنین عجله و پایین بودن دقت تصمیم‌گیرنده و بسیاری عوامل دیگر، همگی باعث می‌شوند اطلاعات در دسترس، سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر بیشتری قرار دهند. مطابق با پدیده برجستگی قدرت پردازش محدود سرمایه‌گذاران موجب می‌شود تنها بخشی از اطلاعات تفسیر شود و سرمایه‌گذاران به اطلاعات منطبق با برداشت خود وزن بیشتری دهند. نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول مبین وجود تأثیر اطلاعات برجسته بر رفتارهای غیرمنطقی سرمایه‌گذاران (واکنش افراطی، ارزش‌گذاری نامتناسب و تاخیر تعدیل قیمت سهام) می‌باشد. تمرکز سرمایه‌گذاران بر یک موضوع، آنان را از توجه به سایر منابع اطلاعاتی باز می‌دارد و ممکن است ماه‌ها طول بکشد تا اطلاعات جدید در قیمت‌ها جذب شود.

ادبیات مالی رفتاری برخی عوامل خرد را که بر رفتار سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد، نشئت گرفته از کیفیت اطلاعات حسابداری می‌داند. اطلاعات حسابداری مکانیزمی را فراهم می‌آورد که به واسطه آن اطلاعات درون‌سازمانی به سرمایه‌گذاران و بازار سرمایه انتقال می‌یابد. در واقع کیفیت اطلاعات حسابداری از دو طریق با رفتار سرمایه‌گذاران در ارتباط است؛ اول اینکه کیفیت گزارشگری مالی می‌تواند هزینه‌های گزینش نادرست را از طریق کاهش عدم اطمینان اطلاعاتی بین شرکت و سرمایه‌گذاران کاهش دهد و دوم، کیفیت گزارشگری مالی با کاهش مسائل نمایندگی، می‌تواند ریسک اطلاعاتی را کاهش دهد، کاهش ریسک اطلاعاتی، از هزینه‌های سرمایه

کاسته و بر رفتار سرمایه‌گذاران برای خرید و فروش یا نگهداری سهام شرکت تأثیر می‌گذارد پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد اگر شرکت‌ها، اطلاعات حسابداری باکیفیت و شفاف ارائه کنند، این کیفیت و شفافیت در ارائه اطلاعات حسابداری می‌تواند قضاوت‌ها و به تبع آن رفتار سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد و خطای قیمت‌گذاری سهام را نیز کاهش دهد. در واقع افزایش در کیفیت محتوی اطلاعات گزارش شده از طریق کاهش جوانب مبهم اطلاعات باعث می‌شود سرمایه‌گذاران به جریان‌های نقدی آتی مطمئن‌تر شوند و بر مبنای اطلاعات برجسته در ذهن خود و یا اطلاعاتی که جلب توجه می‌کند، تصمیم‌گیری نکنند. در این راستا باکر و ورگلر (۲۰۰۶)، ژو و نیو (۲۰۱۶)، کالن و همکاران (۲۰۱۳) و کروئل و همکارانش (۲۰۱۷) به بررسی رابطه کیفیت اطلاعات حسابداری با تاخیر در تعدیل قیمت سهام و پیش‌بینی بازده آتی پرداختند. نتایج تحقیق آنها با نتایج بدست آمده در این پژوهش همسو می‌باشد.

با توجه به ضرایب بدست آمده در فرضیه دوم به این نتیجه حاصل شد که کیفیت اطلاعات می‌تواند اثر تعدیل‌کنندگی در رفتار سرمایه‌گذاران داشته باشد، با تفکیک کیفیت اطلاعات به سه طبقه بالا، متوسط و پایین و با تحلیل علامت ضرایب بدست آمده در آزمون فرضیه دوم می‌توان گفت کیفیت اطلاعات در طبقه متوسط اثر غیرمستقیم بر تاخیر تعدیل قیمت سهام دارد و کیفیت اطلاعات در طبقه بالا یا پایین می‌تواند به عنوان عامل برجسته عمل کند، بدین ترتیب که کیفیت بالا و پایین اطلاعات حسابداری از منظر مالی رفتاری می‌تواند در نظر سرمایه‌گذاران جلب توجه نماید و رفتار سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار دهد لذا بهتر است نرم افزارهایی برای محاسبه سیستمی ویژگی‌های کیفیت اطلاعات حسابداری طراحی شود تا استفاده‌کنندگان از اطلاعات حسابداری بتوانند پیامدهای اقتصادی کیفیت محتوای ارزشی اطلاعات حسابداری را مورد ارزیابی قرار دهند و تصمیم اقتصادی مطلوب‌تری درباره وضعیت شرکت‌ها

- * Friedman, M., and Leonard J. Savage, 1948 , The Utility Analysis of Choices involving Risk, *Journal of Political Economy*, 56 , 279-304.
- * Fuller, 2000, Behavioral Finance and the Sources of Alpha, *Journal of Pension Plan Investing*, Vol. 2, Pp: 7-21.
- * Griffin, D., and Tversky, A., 1992, The Weighing of Evidence and The Determinants of Confidence, *Cognitive Psychology*, Vol. 24, Issue 3, pp. 411-435.
- * Hirshleifer, D., Teoh, S., 2003, Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 35, 337-386.
- * Huberman, G., Regev, T., 2001, Contagious speculation and a cure for cancer. *Journal of Finance* 56, 387-396.
- * Hurst, G., Docherty, P., 2015, Trend salience, investor behaviours and momentum profitability, *Pacific-Basin Finance Journal*, 35 : 471-484.
- * Lambert, R., Leuz, C. & Verrecchia, R., 2007, Accounting information, disclosure, and the cost of capital. *Journal of Accounting Research*, 45(2), 385-420.
- * Libby, R., Bloomfield, R., Nelson, M., 2002. Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society* 27, 775-810.
- * Odean, T. and Barber, M., 2008, All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors, *Review of Financial Studies*, vol. 21, issue 2, pages 785-818.
- * Yang, J., and Jiang, Y., 2008, Accounting information quality, free cash flow and overinvestment: A Chinese study. *The Business Review*, 11 (1), 159-166.
- * Zhu, B., & Niu, F., 2016, Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38 (3), 125-134

یادداشت‌ها

- ¹ Zhu & Niu
- ² Libby, Bloomfield & Nelson
- ³ Saliency
- ⁴ Fuller
- ⁵ Ball & Kothari
- ⁶ Huberman & Regev
- ⁷ Lambert, Leuz & Verrecchia
- ⁸ Callen, Khan & Lu
- ⁹ Cornell, Landsman & Stubben

برای ایجاد، توسعه و واگذاری سرمایه‌گذاری‌ها را اتخاذ نمایند.

به پژوهشگران جهت تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود تاثیر برجستگی بر سهام‌های رشدی و ارزشی (تشریح مسئله رشد-ارزش بر اساس تئوری برجستگی) مورد بررسی قرار دهند.

فهرست منابع

- * ایزدی‌نیا، ناصر؛ پاکدل، عبدالله؛ دستگیر، محسن، ۱۳۹۷، شناسایی عوامل موثر حسابداری ذهنی در تشکیل پرتفوی توسط سرمایه‌گذاران کم تجربه به کمک تحلیل عاملی تاییدی، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۰، ص ۱۲۷ تا ۱۴۶.
- * Andreassen, P., Kraus, S., 1990, Judgmental extrapolation and the salience of change, *Journal of Forecast*, 9, 347-372 .
- * Ball, R., Kothari, S., 1991, Security returns around earnings announcements. *The Accounting Review* 66, 718-738.
- * Barberis, N., Shleifer, A., Vishny, R., 1998. A model of investor sentiment. *J. Financ. Econ.* 49, 307-343.
- * Bordalo, P., Gennaioli, N., and Shleifer. A., 2013, "Salience and Asset Prices", *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 103(3): 623-628.
- * Bordalo, P., Gennaioli, N., and Shleifer. A., 2012a. "Salience Theory of Choice under Risk." *Quarterly Journal of Economics*, 127 (3):1243-85.
- * Callen, J., Khan, M., and Lu, H., 2012, Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Returns. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 30, No. 1, Pp. 269-295.
- * Cornell, B., Landsman, W., & Stubben, S., 2017, Accounting information, investor sentiment and market pricing. *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2(۲), 325-345.
- * Cosemans, M., Frehen, R., 2017, Salience Theory and Stock Prices: Empirical Evidence, *SFS Cavalcade Paper* .
- * Francis, J., La Fond, R., Olsson, P., & Schipper, K., 2005, The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), 295-327.

- ¹⁰ Neoclassical Economics
- ¹¹ Homo Economicus
- ¹² Prefect Self-Interest
- ¹³ Prefect Rationality
- ¹⁴ Prefect information
- ¹⁵ Choice Under Risk
- ¹⁶ Friedman and Savage
- ¹⁷ Cognitively
- ¹⁸ Andreassen and Kraus
- ¹⁹ Hirshleifer, Teoh
- ²⁰ Griffin &Tversky
- ²¹ Hurst,Docherty
- ²² Bordalo, Gennaioli, and Shleifer
- ²³ Francis, La Fond, Olsson, & Schipper
- ²⁴ Yang, Jiang
- ²⁵ Ordering
- ²⁶ Diminishing sensitivity
- ²⁷ Reection
- ²⁸ Rhodes-Kropf
- ²⁹ Hou, and Moskowitz