

## بررسی مصداق پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه ایران: با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری

ناهید حسینی \*

بابک جمشیدی نوید \*\*

پرویز پیری \*\*\*

### چکیده

تنوری چشم‌انداز و نقطه مرجع یکی از مباحث مطرح در پارادایم مالی رفتاری می‌باشد که توصیف‌کننده موقعیت افراد در زمان تصمیم‌گیری است. شواهد تجربی بیانگر آن است که سرمایه‌گذاران در تصمیمات خرید و فروش، نقاطی را به‌عنوان نقاط مرجع سود و زیان خود برمی‌گزینند. در صورتی که قیمت پایین‌تر از نقطه مرجع باشد، فروش خود را به تعویق می‌اندازند و در نتیجه حجم معاملات نیز کاهش می‌یابد و اگر قیمت بالاتر از نقطه مرجع باشد، اقدام به فروش سهم می‌کنند که افزایش حجم معاملات را در پی دارد. هدف از این تحقیق بررسی مصداق پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه ایران: با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. جامعه آماری شامل ۱۱۵ شرکت که از ابتدای ۱۳۸۵ تا پایان ۱۳۹۶ در بورس فعال بوده‌اند. در این پژوهش جهت بررسی فرضیه‌ها از مدل رگرسیون پانل - دیتا استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از پیش‌بینی‌های مدیریت (وضعیت نسبی سودآوری شرکت در برابر سودآوری پیش‌بینی شده شرکت) استفاده نمی‌کنند. علاوه بر این، سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از متوسط صنعت (وضعیت نسبی سودآوری شرکت در برابر متوسط صنعت) استفاده نمی‌کنند.

واژگان کلیدی: پدیده هاله، اطلاعات حسابداری، پانل دیتا.

---

\* دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرمانشاه، کرمانشاه، ایران  
\*\* دانشیار حسابداری، دانشکده ادبیات و علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرمانشاه، کرمانشاه، ایران (نویسنده مسئول).

Jamshidinavid@gmail.com

\*\*\* استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه ارومیه، ارومیه، ایران

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۸/۱۰/۰۸

تاریخ دریافت: ۱۳۹۸/۰۸/۰۷

## مقدمه

یکی از مفاهیم اصلی در حوزه‌های مالی رفتاری، تئوری چشم‌انداز<sup>۱</sup> و نقطه مرجع<sup>۲</sup> می‌باشد. تئوری چشم‌انداز از سوی کاهنمن<sup>۳</sup> و تیورسکی<sup>۴</sup> در سال ۱۹۷۹ ارائه شد. آنان در قالب این نظریه نشان دادند که "میزان رضایتمندی حاصل از میزان معینی سود، کمتر از عدم رضایتی است که از همان مقدار زیان بدست می‌آید". تئوری چشم‌انداز به وسیله تابع ارزش توضیح داده می‌شود. تابع ارزش<sup>۵</sup>، منحنی S شکلی است که دارای یک نقطه مرجع می‌باشد. نقطه مرجع تعیین‌کننده ریسک‌پذیر یا ریسک‌گریز بودن سرمایه‌گذاران می‌باشد به گونه‌ای که در زیر نقطه مرجع، سرمایه‌گذاران ریسک‌پذیر و بالای آن ریسک‌گریز هستند (ویسبرد<sup>۶</sup>، ۲۰۱۳).

تئوری چشم‌انداز و نقطه مرجع یکی از مباحث مطرح در پارادایم مالی رفتاری می‌باشد که توصیف‌کننده موقعیت افراد در زمان تصمیم‌گیری است. شواهد تجربی بیانگر آن است که سرمایه‌گذاران در تصمیمات خرید و فروش، نقاطی را به‌عنوان نقاط مرجع سود و زیان خود برمی‌گزینند. در صورتی که قیمت پایین‌تر از نقطه مرجع باشد، فروش خود را به تعویق می‌اندازند و در نتیجه حجم معاملات نیز کاهش می‌یابد و اگر قیمت بالاتر از نقطه مرجع باشد، اقدام به فروش سهم می‌کنند که افزایش حجم معاملات را در پی دارد. از جمله مواردی که در پژوهش‌های گذشته به‌عنوان نقطه مرجع مورد بررسی قرار گرفته است، قیمت سقف و کف سهام در یک سال گذشته و قیمت تمام‌شده خرید بوده است. اکثر پژوهش‌های انجام شده در بورس‌های توسعه‌یافته، تأییدکننده این نقاط به‌عنوان نقاط مرجع بوده است (ویسبرد، ۲۰۱۳).

از طرف دیگر، بیور<sup>۷</sup> (۱۹۸۹) معتقد است که هدف اصلی اطلاعات حسابداری، کمک به کاربران این اطلاعات برای اتخاذ تصمیمات آگاهانه است. کیفیت اطلاعات حسابداری را می‌توان از دو طریق ارزیابی کرد. روش اول، ارزشیابی مطلوبیت است، یعنی مطلوبیت اطلاعات برای سرمایه‌گذارانی که به‌دنبال اتخاذ تصمیمات ارزشیابی هستند چقدر است. این مطلوبیت نمایانگر نقش قیمت‌گذاری اطلاعات حسابداری است. روش دوم، اعتبار

1- Prospect Theory  
2-Reference point  
3-Kahneman  
4- Tversky  
5- Value Function  
6- Weisbrod  
7- Beaver

قرارداد است، یعنی اطلاعات حسابداری تا چه اندازه به نفع قراردادهای است (خصوصاً قراردادهای بین سرمایه‌گذاران و مدیران). این منفعت نمایانگر نقش حاکمیتی این اطلاعات است. بنابراین، اطلاعات حسابداری دو نقش اصلی دارند: قیمت‌گذاری و حاکمیت. اول این که اطلاعات حسابداری با تأثیرگذاری بر هزینه‌های سرمایه و قیمت سهام، نقش قیمت‌گذاری خود را ایفا می‌کنند. اطلاعات باکیفیت باعث کاهش عدم‌تقارن اطلاعات می‌شود و از این طریق هزینه سرمایه تأمین مالی بیرونی را کاهش می‌دهد (مایرز و ماجلوف<sup>۱</sup>، ۱۹۸۴؛ ایسلی و اوهارا<sup>۲</sup>، ۲۰۰۴). اطلاعات باکیفیت با تأثیرگذاری بر قیمت سهام نیز می‌توانند نقش قیمت‌گذاری خود را ایفا کنند. قیمت سهام شرکت‌های عضو بورس تا حدی نمایانگر اطلاعات خاص درباره آن شرکت است. اطلاعات حسابداری باکیفیت‌تر و شفاف‌تر امکان رشد قیمت سهام را فراهم می‌کنند و از این طریق به جذب سرمایه‌گذاران جدید کمک می‌کنند. هم‌چنین، اطلاعات حسابداری با کاهش عدم‌تقارن اطلاعات آینده‌نگر میان گروه‌های ذینفع یک قرارداد می‌تواند نقایص قرارداد را کاهش بدهد و رفتار فرصت‌طلبانه مدیران را محدود و در عین حال بر آن نظارت کند. به این ترتیب، اطلاعات حسابداری نقش حاکمیتی خود را ایفا می‌کند. در صورت کسب سرمایه بیرونی، این نقش حاکمیتی اطلاعات حسابداری به بنگاه‌های عضو بورس کمک می‌کند تا برای تمرکز فعالیت اصلی خود و تخصیص کارآمدتر سرمایه، تصمیمات منطقی بگیرند. بوشمن و اسمیت<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) به این نتیجه رسیدند که افشای اطلاعات باکیفیت به سرمایه‌گذاران کمک می‌کند تا بر مدیران نظارت کنند، آن‌ها را برای اتخاذ تصمیمات کارآمد و مؤثر تشویق می‌کند و نهایتاً باعث افزایش کارایی تخصیص سرمایه و کسب سود بیشتر برای سرمایه‌گذاران می‌شود. بال و شیواکومار<sup>۴</sup> (۲۰۰۵) معتقدند که اطلاعات حسابداری باکیفیت باعث بهبود نظارت سرمایه‌گذاران بر مدیران می‌شود زیرا مانع از پرداخت مدیران به خود یا سایر ذینفعان می‌شود و تصمیم‌گیری در مورد سرمایه‌گذاری را بهینه می‌کند. علاوه بر این، اطلاعات حسابداری باکیفیت می‌توانند در موقع مناسب درباره جهت‌گیری سرمایه‌گذاری بنگاه به سرمایه‌گذاران اطلاع‌رسانی کنند و آن‌ها را در نظارت بر فعالیت مدیران یاری کنند. بیدل و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) نیز معتقدند که اطلاعات حسابداری باکیفیت

1 - Myers & Majluf  
2 - Easley & O'Hara  
3 - Bushman & Smith  
4 - Ball & Shivakumar  
5 - Biddle & et al

مانع از آن می‌شوند که مدیران برای خود «امپراطوری» بسازند، مانع از سرمایه‌گذاری‌های غیرعقلانی می‌شوند و توانایی سرمایه‌گذاران برای نظارت بر کارایی تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران را افزایش می‌دهد. در باب اختلاف‌نظرهای مربوط به موضوع پژوهش حاضر، گفتنی است که مارکوبیتز مدل اساسی پرتفوی را ارائه کرد که مبنایی برای تئوری مدرن پرتفوی گردید. براساس مدل مارکوبیتز سرمایه‌گذاران باید پرتفویی را تشکیل دهند که مناسب با نیازهایشان باشد. تجزیه و تحلیل پرتفوی با اطلاعاتی درباره اوراق بهادار آغاز و با نتایجی در باره پرتفوی‌ها به صورت کلی به پایان می‌رسد. هدف، یافتن راهی است که به بهترین شکل اهداف سرمایه‌گذار را برآورده می‌سازد. مارکوبیتز در واقع مدلی برای تخصیص بهینه ثروت یک فرد بین دارایی‌های ریسکی ابداع نمود. این مدل تنها بر دو عامل بازده مورد انتظار و واریانس تمرکز داشت و بر پایه این فرض بود که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند. این در حالی است که رشته علمی، مالی-رفتاری در سال ۱۹۷۹ آغاز شد. زمانی که روانشناسانی مانند دانیل کاهنمن و آموس تورسکی، تئوری چشم‌انداز را ارائه کردند. تئوری چشم‌انداز به عنوان موضوعی برای درک چگونگی چارچوب اثر ریسک در تصمیمات اقتصادی معرفی شده است. تورسکی و کاهنمن، رشته مالی-رفتاری را در زمینه روانشناسی ریسک گسترش دادند. در حال حاضر با بررسی تحقیق‌های موجود، چنین به نظر می‌رسد تحقیق جامعی در خصوص مدل اندازه‌گیری پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه ایران: با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری با توجه به ویژگی‌های محیط اقتصادی کشورمان، انجام نشده و مدل خاصی برای اندازه‌گیری میزان تاثیرپذیری بازارهای سرمایه از پدیده اثر هاله‌ای وجود ندارد. هم‌چنین به دلیل وجود تفاوت‌های اساسی در ماهیت کسب و کار، تامین مالی عمدتاً بانک‌محور شرکت‌ها، اقتصاد کمابیش دولتی و تورم مزمن بالا، مدل‌ها و معیارهای تحقیق‌های کشورهای دیگر به صورت کامل قابل استفاده نمی‌باشد. همگی این موارد بیانگر این است که تحقیق حاضر به دنبال ارائه مدلی خاص در خصوص اندازه‌گیری مصداق پدیده اثر هاله بر بازارهای سرمایه در ایران است. در واقع نتایج این مطالعه برای پژوهشگران در حوزه حسابداری و مالی-رفتاری کاربردی مستقیم خواهد داشت. در ادامه، مروری بر ادبیات پژوهش، پیشینه تحقیق، فرضیات، مدل و متغیرها، روش تحقیق، تحلیل یافته‌ها، نتیجه‌گیری و پیشنهادات پرداخته خواهد شد.

### مبانی نظری و مروری بر مطالعات گذشته

سرمایه‌گذاری فرآیندی پیچیده‌ای است که دربرگیرنده پردازش چندین عامل و گام‌های متفاوتی می‌باشد. تصمیمات سرمایه‌گذاران نیز برگرفته از همین مدل‌های پیچیده مالی می‌باشد. این مدل‌ها مبتنی بر دو عامل ریسک و بازده مورد انتظار می‌باشد. اما تصمیمات همواره براساس منابع شخصی و مدل‌های پیچیده ایجاد نمی‌گردد و در آن عوامل موقعیتی لحاظ نمی‌شود (خواجه‌وی و فتاحی‌ناقچی، ۱۳۹۲).

نظریه استاندارد تصمیم‌گیری، بر این باور است که افراد براساس منطق و به‌صورت عقلایی عمل می‌کنند. نظریه پرتفوی مدرن ارائه شده توسط مارکوویتز<sup>۱</sup> در سال ۱۹۵۲ نشان می‌دهد که چگونه سرمایه‌گذاری منطقی اساس سرمایه‌گذاری خود را دو پارامتر ریسک و بازده قرار می‌دهد، با استفاده از این دو پارامتر زمینه ارائه دیدگاه مالی-رفتاری و دیدگاه مالی-اقتصادی فراهم می‌گردد.

در دیدگاه مالی رفتاری، افراد حاضر در بازار سرمایه جانشین افراد منطقی می‌شوند. مالی-رفتاری، تئوری پرتفوی رفتاری را با تئوری میانگین واریانس تئوری پرتفوی جایگزین می‌کند و مدل قیمت‌گذاری رفتاری دارایی‌ها را برای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، پیشنهاد می‌کند و مدل‌های دیگری که بازده مورد انتظار به‌وسیله ریسک را تعیین می‌کنند. مالی رفتاری همچنین بازارهای منطقی را در بحث‌های مربوط به بازارهای کارا شناسایی می‌کند و این موضوع را آزمون می‌کند که چرا بسیاری از سرمایه‌گذاران بر این اعتقادند که ضربه زدن به بازار راحت است. علاوه بر این؛ مالی-رفتاری دامنه مالی را به فراتر از پرتفوی قیمت‌گذاری دارایی و کارایی بازار گسترش می‌دهد و به این گسترش ادامه می‌دهد، در حالی که به مالی استاندارد پایبند می‌باشد (استاتمن<sup>۲</sup>، ۲۰۱۴). به بیان دیتر (۲۰۰۳)، مالی-رفتاری مبتنی بر روانشناسی است که بیان می‌دارد فرآیند تصمیم‌گیری انسانی ناشی از چندین تصور شناختی است. پدیده اثر هاله‌ای یکی از مباحث مطرح در مالی رفتاری است. این اثر باعث می‌شود شخص قضاوت‌کننده تحت تأثیر یک ویژگی مطلوب از فرد یا موضوع مورد بررسی قرار گرفته، این ویژگی را به دیگر ویژگی‌های آن تعمیم دهد. چنین استنادهای اشتباهی می‌تواند به‌طور بالقوه باعث قیمت‌گذاری اشتباه در بازار سهام شود. برای مثال، اگر سرمایه‌گذاران، دورنمای مطلوبی از سهام رشدی را

1- Markowitz

2- Statman

مشاهده کنند و آن را به دورنمای بازده تعدیل شده با ریسک نیز نسبت دهند، این امر باعث می‌شود قیمت این نوع سهام بالای ارزش ذاتی قرار گیرد (هیرشلیفر و همکاران، ۲۰۰۹). با توجه به پیشینه، وجود واکنش‌های احساسی و غیرمنطقی در بازار سرمایه ایران و همچنین عدم پیروی سرمایه‌گذاران از الگوهای مالی کلاسیک، در این مطالعه تلاش می‌شود تا الگویی جهت بررسی مصداق پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه ایران ارائه گردد. در این راستا از اطلاعات گزارش شده حسابداری شامل سود هر سهم، بازده دارایی‌ها، و بازده حقوق صاحبان سهام استفاده می‌گردد.

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی، بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهاتی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای خاصی در هنگام سرمایه‌گذاری در بازار-رهایی مالی از خود بروز دهند (سینایی و داوودی، ۱۳۸۸).

یکی از معیارهای اساسی برای تصمیم‌گیری در بورس، بازده سهام است، بازده سهام خود به تنهایی دارای محتوای اطلاعاتی است و بیشتر سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه در تجزیه و تحلیل مالی و پیش‌بینی‌ها از آن استفاده می‌نمایند (قائم‌ی و طوسی، ۱۳۸۵).

در یک بازار کارا قیمت اوراق بهادار منعکس‌کننده مجموعه‌ای از همه اطلاعات موجود بوده و اطلاعات جدید به سرعت بر روی قیمت اوراق بهادار اثر می‌گذارد و سرمایه‌گذاران با توجه به اطلاعات در دسترس و انتظاری که از بازده اوراق بهادار در آینده دارند، تصمیم‌گیری می‌کنند. بنابراین بازار کارا نسبت به اطلاعات جدید حساس است به طوری که اطلاعات، هسته اصلی بازار کارا را تشکیل داده و بر مبنای آن به سه شکل ضعیف، نیمه قوی و قوی تقسیم می‌شود. پیش‌بینی درآمد خالص و ناخالص هر سهم که اصطلاحاً سود برآوردی هر سهم، نامیده می‌شود اطلاعات تازه‌ای از وضعیت شرکت‌ها است که توسط تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان، مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و بر مبنای آن تصمیم‌گیری نسبت به خرید یا فروش یک سهم انجام می‌گردد (جهانخانی و صفاریان، ۱۳۸۲).

سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی انتظار دارند که شرکت‌ها به پیش‌بینی‌های انجام‌یافته برسند و مغایرتی نداشته باشند، این مهم برای شرکت‌هایی که قابل اتکاءتر هستند، بیشتر

صادق است. تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران از انحراف میان مقادیر سود پیش‌بینی شده و سود واقعی بسیار ناخشنود خواهند شد (کولینگ‌وود<sup>۱</sup>، ۲۰۱۱). از مغایرت‌ها و انحراف میان مقادیر سود پیش‌بینی شده و سود واقعی اعلام شده در صورت‌های مالی در خصوص مدیریت سود، بیشتر استفاده می‌شود. در مغایرت منفی، سرمایه‌گذاران یا صاحبان سود، مدیریت سود را تقلب می‌دانند در حالی که در مغایرت مثبت، مدیریت سود را اقدامی بدون مشکل و طبق صلاحدید مدیریت قلمداد می‌نمایند (فریدسون<sup>۲</sup> و همکاران، ۲۰۰۲). بازی با «ارقام مالی» (نامی که گاهی اوقات برای مدیریت سود به کار می‌رود)، می‌تواند تاثیر کاملاً منفی، در هنگام کشف شدن باقی‌گذار. با استفاده از حسابداری مدیریت سود، مدیریت می‌تواند تصورات سایرین نسبت به عملکرد شرکت خویش تغییر دهد. ارزیابی قدرت سودآوری شرکت ممکن است به اشتباه تعبیر شود و باعث تعیین نامناسب قیمت اوراق بهادار و سرمایه‌شود. هنگامی که اشتباهاتی کشف می‌شود، شرکت دیگر اطمینان بازار را به دست نخواهد آورد و این باعث کاهش شدید قیمت اوراق بهادار و سرمایه‌شود (نوروش، سیاسی و نیکبخت، ۱۳۸۴).

## مطالعات پیشین

### پیشینه داخلی

لاجوردی و فیض (۱۳۹۸) پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر خطاهای شناختی (اثر هاله‌ای، بیش‌اطمینانی، تشدید تعهد و خطای تصادفی) بر نوع سرمایه‌گذاری انجام دادند. هدف اصلی از این مطالعه بررسی تأثیر خطاهای شناختی بر نوع سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران است. جامعه آماری پژوهش، کلیه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بود. برای انتخاب نمونه با استفاده از روش حذفی سیستماتیک تعداد ۳۸۴ شرکت در نظر گرفته شده است. بعد از نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد رابطه معناداری بین متغیرهای پژوهش وجود دارد.

رضایی و علمی (۱۳۹۸) پژوهشی با عنوان مدل‌های مالی - رفتاری و تعصبات رفتاری در پیش‌بینی قیمت سهام انجام دادند. آنها در این پژوهش بیان داشتند بازار سهام تحت تأثیر اخبار و اطلاعات قرار دارد. اگر بورس کالا کارآمد نباشد، واکنش قیمت سهام به اخبار و اطلاعات باعث می‌شود بازار سهام در حالت‌های بیش از حد و تحت فشار قرار گیرد.

1 - Colling Wood

2 - Fridson

مدل‌های بسیاری قبلاً با استفاده از ابزارها و تکنیک‌های مختلف برای پیش‌بینی رفتار بورس ارائه شده است. در این مطالعه، واکنش قیمت سهام در بورس کالا با رویکرد مالی رفتاری مدل شد. شرکت‌های فهرست‌شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری این مطالعه بود. به‌منظور پیش‌بینی قیمت سهام، داده‌های قیمت نهایی در پایان دسامبر، مارس، ژوئن و سپتامبر - و قیمت سهام به‌عنوان نمونه مورد بررسی قرار گرفت. در این مطالعه از قانون بیزی برای برآورد احتمال تغییر مدل استفاده شده است. از طریق این قانون، احتمال وقوع یک رویداد با شرط‌بندی وقوع یا عدم وقوع یک رویداد دیگر قابل محاسبه است. نتایج حاصل از برآورد مدل نشان داد که احتمال قرار گرفتن در رژیم‌هایی با نوسان بالا (بیش از حد) و کم نوسان (تحت اثر قیمت سهام با وجود شوک‌های وارد شده به بورس) وجود دارد که در مدل‌سازی وجود دارد. ثابت شد که قیمت واقعی سهام هیچ تفاوتی با قیمت بازار ندارد.

امیرخانی و افشاری (۱۳۹۷) به بررسی اثرات میزان اطمینان به اطلاعات موجود بر ایجاد رفتارهای توده‌ای در بازار مالی، پرداختند. نتایج نشان داد افراد، زمانی که اطمینان به اطلاعات پایین است عموماً یا به اطلاعات محرمانه خود وزن می‌دهند و یا تصمیمی نمی‌گیرند و زمانی که اطمینان متوسط است اکثریت به اطلاعات عمومی خود وزن می‌دهند و دست به تقلید می‌زنند و زمانی که اطمینان بالاست نیز بیشتر به اطلاعات عمومی وزن می‌دهند و دست به تقلید می‌زنند ولی این درجه از اطمینان منجر به توده‌واری کمتری نسبت به اطمینان متوسط می‌شود چرا که افراد بسیاری از پیشنهاد تحلیل‌گران استفاده می‌کنند و این باعث کاهش توده‌واری می‌شود.

نوری‌نالت (۱۳۹۷) به بررسی تاثیر تمایلات رفتاری بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خرده‌پا در بورس اوراق بهادار تهران، پرداخت. در این پژوهش برای جمع‌آوری داده‌ها از پرسشنامه استاندارد حاوی ۶ سوال عمومی و ۲۰ سوال تخصصی استفاده شده است. سرمایه‌گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان جامعه آماری و برای انتخاب نمونه از فرمول کوکران استفاده شده است. همچنین در این پژوهش، تالار بورس و اوراق بهادار تهران به‌عنوان قلمرو مکانی در نظر گرفته شده است. در این راستا، تعداد ۴۷۵ پرسشنامه دریافتی در سال ۱۳۹۶ بررسی و جهت آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیونی استفاده شده است. یافته‌های پژوهش حاکی از تاثیر مثبت و معنی‌دار تمایل رفتاری اطمینان بیش از حد سرمایه‌گذاران بر فرآیند تصمیم‌گیری آنان است. همچنین یافته‌های پژوهش



حاکمی از تاثیر مثبت تمایل رفتاری نماگری و توده‌واری بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران می‌باشد.

ثقفی و همکاران (۱۳۹۴) پژوهشی با عنوان ریسک بتا: شواهدی از تئوری چشم‌انداز انجام دادند. در این مطالعه با استفاده از مدل رگرسیون چارکی (در چارک‌های مختلف) و مدل رگرسیون خطی، بتای ۱۸۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۹۲ برآورد شد. نتایج نشان می‌دهد ریسک کل (انحراف معیار) سهام در چارک‌های بالاتر افزایش می‌یابد، و بتای سهام در چارک‌های مختلف تغییر می‌کند و با حرکت از چارک ۰/۲۵ به چارک ۰/۷۵، ریسک سیستماتیک (بتا) به‌طور معناداری افزایش می‌یابد. همچنین، مدل‌های خطی و مدل‌های چارکی نشان می‌دهد واریانس غیرمنتظره لااقل به میزان واریانس مورد انتظار، می‌تواند بازده مازاد را توضیح دهد. نتایج این تحقیق را می‌توان با بینش مالی کلاسیک و مالی رفتاری تفسیر کرد. در حوزه مالی رفتاری، رفتار وابسته به الگوی ضرایب شیب، با پیش‌بینی تئوری چشم‌انداز از رفتار سرمایه‌گذاران پیرامون نقطه مرجع (چارک میانه) سازگار است.

باباجانی و همکاران (۱۳۹۴) پژوهشی با عنوان بررسی رفتار توده‌وار در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک انجام دادند. این تحقیق در پی پاسخ به این سوال است که آیا صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در بورس اوراق بهادار تهران در سرمایه‌گذاری-هایی که انجام می‌دهند از رفتار توده‌وار پیروی می‌کنند؟ اگر چنین رفتاری وجود دارد بر روی چه نوع سهامی (رشدی یا ارزشی) و سهام چه نوع شرکت‌هایی (از لحاظ اندازه، بزرگ یا کوچک) اعمال می‌شود؟ جامعه آماری تحقیق همه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بورس اوراق برای محاسبه رفتار توده‌وار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بهادار تهران بوده است و از مدل LSV استفاده شده است. نتایج این تحقیق بیانگر آن است که بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک فعال در

بورس رفتار توده‌وار وجود دارد؛ رفتار توده‌وار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک بر روی سهام شرکت‌های کوچک‌تر و هم‌چنین بر روی سهام رشدی بیشتر است؛ رفتار توده‌وار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در هنگام رشد شاخص کل بورس در خرید بیشتر از فروش نیست؛ رفتار توده‌وار صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در هنگام تنزل شاخص کل بورس در فروش بیشتر از خرید نیست.

## پیشینه خارجی

تورسکی و کانمن<sup>۱</sup> (۱۹۷۴) دریافتند که سرمایه‌گذاران یک مبنای فردی در مورد ریسک دارند. که در این حالت نسبت به ریسک حساسیت بیشتری خواهند داشت. اساس نظریه مالی-رفتاری عبارت است از مطالعه رفتار عوامل در نحوه تخصیص منابع، از نظر زمانی و مکانی در یک محیط نامطمئن. به عبارت دیگر، دیدگاه مالی رفتاری به دنبال تأثیر فرآیندهای روانشناختی در تصمیم‌گیری است.

شفرین<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) عنوان می‌کند که «دیدگاه مالی رفتاری، مطالعه چگونگی تأثیرگذاری روانشناسی بر تصمیم‌گیری‌های مالی و بازارهای مالی است» به طور کلی می‌توان گفت: دیدگاه مالی-رفتاری به دنبال توضیح و تشریح پدیده‌های غیرعادی<sup>۳</sup> مشاهده شده در حوزه مالی است. اثر هاله‌ای به عنوان یکی از پدیده‌های مطرح در دیدگاه مالی رفتاری، بیانگر این است که اتخاذکننده تصمیم متأثر از یک مشخصه مناسب و مطلوب از موضوع تحت ارزیابی قرار می‌گیرد و این مشخصه را به دیگر مشخصات آن تعمیم می‌دهد. چنین رویکردها و استندهای نادرستی می‌تواند به صورت بالقوه موجب قیمت‌گذاری اشتباه سهام گردد.

هنز و ولک<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) نشان دادند که تئوری چشم‌انداز غالباً اثر تمایلاتی معکوس پیش-بینی می‌کند، به طوری که در آن سرمایه‌گذاران تمایل دارند که سهام زیان‌ده را سریع‌تر از سهام سودآور بفروشند. در نتیجه، چنانچه اثر تمایلاتی معکوس<sup>۵</sup> وجود داشته باشد، ریسک در منطقه سود افزایش و در منطقه زیان کاهش می‌یابد. علاوه بر این، پراکندگی مقطعی بازده‌ها در الگوی زیان در مقایسه با الگوی سود بیشتر است. بنابراین، رفتار سرمایه‌گذار بتای شرکت را نیز تحت تأثیر قرار می‌دهد. اگر سرمایه‌گذاران در شرایط نزولی بازار، ریسک‌گرا باشند، بتاها در مقایسه با شرایط خوب بازار بالاتر خواهد بود.

هانتون<sup>۶</sup> (۲۰۱۵) براساس تئوری بازارهای کارا به بررسی مالی رفتاری سهامداران در بورس سهام شیکاگو در ارتباط با نحوه تصمیم‌گیری آن‌ها در مورد سهام شرکت‌های دارای فناوری بالا می‌پردازد. براساس نتایج این پژوهش، تصمیم‌گیری سهامداران در مورد این گروه از سهام با نظریه‌های موجود در مدیریت مالی همخوانی ندارد و علی‌رغم

1 - Tversky &amp; Kahneman

2- Shefrin

3- Anomalies

4- Hens &amp; Vlcek

5 - reversed disposition effect

6- Hunton

سود پایین این شرکت‌ها، به دلیل انتظارات بالای سهامداران از آینده درخشان این شرکت‌ها، تقاضای خرید این گروه از سهام به شدت افزایش یافته و متغیرهای مالی ضعیف این شرکت‌ها مانع از خرید سهام آن‌ها نشده است.

وانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) در پژوهشی تحت عنوان "بررسی مکانیسم‌های روان‌شناختی سرمایه‌گذاران در بازار سهام" چین به بررسی عوامل مؤثر بر درک سرمایه‌گذاران انفرادی از ریسک و آثار آن بر رفتار آن‌ها در بازار سهام پرداختند. نتایج این پژوهش نشان داد از بین انواع مختلف اطلاعات تأثیرگذار بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران، سیاست‌های مرتبط به بازار سهام و مدیریت نامناسب شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس و همچنین اطلاعات از سطح سازمانی (که در قالب ۲ بعد کیفیت افشای اطلاعات توسط شرکت‌ها و نحوه تخصیص بازده سود بین سرمایه‌گذاران بررسی شد) بر درک سرمایه‌گذاران از ریسک تأثیرگذار است. همچنین یافته‌ها نشان داد که ریسک درک‌شده توسط سرمایه‌گذاران به واسطه تأثیر بر عملکرد آن‌ها، تمایل به سرمایه‌گذاری مجدد و رضایتمندی سرمایه‌گذاران (که برای توسعه بازار حیاتی است) را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

چن<sup>۲</sup> (۲۰۱۸) نیز طی بررسی‌های وسیعی که در ۶۱ کشور تحت عنوان آیا سرمایه‌گذاران در بازار سهام جهانی به صورت توده‌وار عمل می‌کنند؟ انجام داد، به این نتیجه رسید که در بازارهای مالی کشورهای مختلف چه پیشرفته و چه درحال توسعه رفتار توده‌وار مشاهده می‌شود و علاوه بر سرمایه‌گذاران، خطاهای تصمیم‌گیری در مدیران شرکت‌ها نیز مشاهده شده است.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به ادبیات و پژوهش‌های صورت گرفته، هدف از این پژوهش بررسی مصداق پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه ایران: با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ است. بدین ترتیب فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر مطرح شده‌اند:

فرضیه ۱: سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای از پیش‌بینی‌های مدیریت (وضعیت نسبی سودآوری شرکت در برابر سودآوری پیش‌بینی شده

1- Wang

2- Chen

شرکت) استفاده می کنند.

فرضیه ۲: سرمایه گذاران در بازار سرمایه ایران در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای از متوسط صنعت (وضعیت نسبی سودآوری شرکت در برابر متوسط صنعت) استفاده می کنند.

## روش پژوهش

### روش تحقیق

این پژوهش از منظر نتیجه اجرا، کاربردی است. در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها در بخش مبانی نظری و پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. همچنین برای گردآوری داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌ها از روش اسنادکاوی استفاده شده است و داده‌های مورد نیاز به صورت سالانه از صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و بانک‌های اطلاعاتی موجود در این زمینه، از قبیل نرم افزار ره‌آورد نوین جمع‌آوری شده است. با توجه به ادبیات و پژوهش‌های صورت گرفته، هدف از این پژوهش بررسی مصداق پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه ایران: با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۶ است. پس از اعمال فیلترهای زیر تعداد ۱۱۵ شرکت پذیرفته شده انتخاب گردیدند:

- ✓ دوره مالی آنها، منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد؛
- ✓ در طول دوره پژوهش، سهام آنان دچار وقفه معاملاتی طولانی تر از ۶ ماه نشده باشد؛
- ✓ اطلاعات آنها در دسترس باشد؛
- ✓ تغییر سال مالی نداشته باشند.

دلیل اعمال شرط عدم تغییر سال مالی و عدم وقفه معاملاتی طولانی تر از ۶ ماه طی دوره مورد بررسی این است که اگر نماد معاملاتی شرکتی برای مدت طولانی بسته شده و سهام آن مورد معامله قرار نگرفته باشد و همچنین تغییر سال مالی داشته باشد، قابلیت مقایسه اطلاعات بین شرکت‌ها از بین خواهد رفت. از طرف دیگر، مدت کمتر از ۶ ماه ممکن است منجر به حذف تعداد زیادی از شرکت‌های عضو نمونه آماری گردید. بنابراین ۱۳۸۰ سال - شرکت برای تجزیه و تحلیل آماری استفاده شدند.

### متغیرها و مدل پژوهش

به منظور دستیابی به پاسخی برای پرسش فرعی اول این مطالعه مبنی بر اینکه "آیا سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از پیش‌بینی‌های مدیریت استفاده می‌کنند؟" از مدل (لاجوردی و فیض، ۱۳۹۸؛ وانگ و همکاران<sup>۱</sup> (۲۰۱۷) به شرح زیر استفاده می‌گردد:

$$RETURN_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 DEC\_REPS_{i,t} + \beta_2 (REPS > EEPS_{i,t}) + \beta_3 DEC\_REPS * (REPS > EEPS_{i,t}) + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

که در آن:

متغیر وابسته:

$RETURN_{i,t}$ : بازده سهام شرکت  $i$  در ماه  $t+1$  که با استفاده از رابطه زیر محاسبه خواهد

شد:

$$r_{is} = \frac{(1+x+y)P_{is} - P_{is-1} - yP_{ni} + DPS}{P_{is-1} + yP_{ni}}$$

که در آن:

$$P_{is} = \text{قیمت سهام شرکت } i \text{ در پایان سال } t$$

$$P_{is-1} = \text{قیمت سهام شرکت } i \text{ در پایان سال } t+1$$

$$P_{ni} = \text{ارزش اسمی سهام شرکت } i \text{ در پایان سال } t$$

$$x = \text{درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌های شرکت } i \text{ در پایان سال } t$$

$$y = \text{درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی شرکت } i \text{ در پایان سال } t$$

$$DPS = \text{سود نقدی هر سهم شرکت } i \text{ در پایان سال } t$$

### متغیرهای مستقل

$DEC\_REPS_{i,t-1}$ : کاهش سود هر سهم تحقق یافته شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$  که اگر کاهش یافته باشد، برابر با خالص رقم کاهش خواهد بود و در غیر این صورت برابر صفر می‌باشد

$REPS > EEPS$ : متغیر مصنوعی که اگر سود هر سهم تحقق یافته بزرگتر از سود هر سهم پیش‌بینی شده شرکت  $i$  در سال  $t$  باشد، برابر یک قرار داده می‌شود و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

در راستای تأیید پدیده اثر هاله‌ای، بایستی  $\beta_1$  کوچکتر از صفر و معنادار و  $\beta_3$  بزرگتر از صفر و معنادار باشد.

به منظور دستیابی به پاسخی برای پرسش فرعی دوم این مطالعه مبنی بر اینکه "آیا سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از متوسط صنعت استفاده می‌کنند؟" از مدل‌های زیر استفاده می‌گردد:

$$\text{RETURN}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{DEC\_EPS}_{i,t} + \beta_2 (\text{EPS}_{i,t} > \text{INDEPS}_{j,t}) + \beta_3 \text{DEC\_EPS}_{i,t} * (\text{EPS}_{i,t} > \text{INDEPS}_{j,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\text{RETURN}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{DEC\_ROA}_{i,t} + \beta_2 (\text{ROA}_{i,t} > \text{INDROA}_{j,t}) + \beta_3 \text{DEC\_ROA}_{i,t} * (\text{ROA}_{i,t} > \text{INDROA}_{j,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\text{RETURN}_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 \text{DEC\_ROE}_{i,t} + \beta_2 (\text{ROE}_{i,t} > \text{INDROE}_{j,t}) + \beta_3 \text{DEC\_ROE}_{i,t} * (\text{ROE}_{i,t} > \text{INDROE}_{j,t}) + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

که در آن:

متغیر وابسته

$\text{RETURN}_{i,t+1}$ : بازده سهام شرکت  $i$  در ماه  $t+1$  که با استفاده از رابطه زیر محاسبه خواهد شد:

$$r_{is} = \frac{(1+x+y)P_{is} - P_{is-1} - yP_{ni} + \text{DPS}}{P_{is-1} + yP_{ni}}$$

که در آن:

$$P_{is} = \text{قیمت سهام شرکت } i \text{ در پایان سال } t$$

$$P_{is-1} = \text{قیمت سهام شرکت } i \text{ در پایان سال } t+1$$

$$P_{ni} = \text{ارزش اسمی سهام شرکت } i \text{ در پایان سال } t$$

$$x = \text{درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌های شرکت } i \text{ در پایان سال } t$$

$$y = \text{درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی شرکت } i \text{ در پایان سال } t$$

$$\text{DPS} = \text{سود نقدی هر سهم شرکت } i \text{ در پایان سال } t$$

### متغیرهای کنترلی

$DEC\_EPS_{i,t-1}$ : کاهش سود هر سهم شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$  که اگر کاهش یافته باشد، برابر با خالص رقم کاهش خواهد بود و در غیراین صورت برابر صفر می‌باشد.

$DEC\_ROA_{i,t-1}$ : کاهش بازده دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$  که برابر است با نسبت سود خالص به دارایی‌ها در سال  $t$  منهای نسبت سود خالص به دارایی‌ها در سال  $t-1$ .

$DEC\_ROE_{i,t-1}$ : کاهش بازده حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$  که برابر است با نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام در سال  $t$  منهای نسبت سود خالص به حقوق صاحبان سهام در سال  $t-1$ .

$EPS_{i,t} > INDEPS_{j,t}$ : متغیر مصنوعی که اگر سود هر سهم شرکت  $i$  در سال  $t$  بزرگتر از متوسط سود هر سهم شرکت‌های صنعت  $j$  سال  $t$  باشد، برابر یک قرار داده می‌شود و در غیراین صورت برابر صفر خواهد بود.

$ROA_{i,t} > INDROA_{j,t}$ : متغیر مصنوعی که اگر بازده دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$  بزرگتر از متوسط بازده دارایی‌های شرکت‌های صنعت  $j$  سال  $t$  باشد، برابر یک قرار داده می‌شود و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

$ROE_{i,t} > INDROE_{j,t}$ : متغیر مصنوعی که اگر بازده حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$  بزرگتر از متوسط بازده حقوق صاحبان سهام شرکت‌های صنعت  $j$  سال  $t$  باشد، برابر یک قرار داده می‌شود و در غیر این صورت برابر صفر خواهد بود.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

آمار توصیفی متغیرهای تحقیق برای شرکت‌های نمونه در نگاره (۱) ارائه شده است.

جدول ۱: آماره های توصیفی متغیرهای تحقیق

	RETURN_2DEC	EPSDEC	ROADEC	ROEDEC	EPS_INDEC	ROA_INDEC	ROE_INDEC
میانگین	-0.642873	-286.6982	-0.037681	-0.266665	0.431159	0.593478	0.584783
میانگین	-0.934433	-7.295833	-0.004729	-0.017151	0.000000	1.000000	1.000000
حداکثر	6.231022	0.000000	0.000000	0.000000	1.000000	1.000000	1.000000
حداقل	-6.907755	-21017.42	-1.053024	-72.07007	0.000000	0.000000	0.000000
انحراف استاندارد	2.066421	871.8697	0.081124	2.179158	0.495418	0.491362	0.492938
چولگی	0.474384	-12.15058	-5.348613	-27.07696	0.278010	-0.380624	-0.344114
کشدگی	3.558741	246.9240	47.52490	862.5156	1.077290	1.144875	1.118414
تعداد مشاهدات	1380	1380	1380	1380	1380	1380	1380

برای این که بتوان مشخص نمود که آیا استفاده از روش داده‌های پانل در برآورد مدل مورد نظر کارآمد خواهد بود یا نه، از آزمون چاو یا  $F$  مقید و به منظور این که مشخص گردد کدام روش (اثرات ثابت و یا اثرات تصادفی) جهت برآورد مناسب‌تر است (تشخیص ثابت یا تصادفی بودن تفاوت‌های واحدهای مقطعی) از آزمون هاسمن استفاده می‌شود. نتایج حاصل از این آزمون‌ها در نگاره ۲ ارائه شده است.

جدول ۲: نتایج آزمون چاو و هاسمن

P-Value	درجه آزادی	مقدار آماره	آماره	آزمون
0.0000	(114,1262)	1.694792	$F$	چاو
0.1171	3	5.889182	$\chi^2$	هاسمن

با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن ( $0/0000$ )، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیان‌گر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. هم‌چنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value که کمتر از  $0/05$  می‌باشد، لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

فرضیه اول: سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از پیش‌بینی‌های مدیریت (وضعیت نسبی سودآوری شرکت در برابر سودآوری پیش‌بینی شده شرکت) استفاده می‌کنند.



جدول ۳: نتایج فرضیه اول

متغیر وابسته: بازده سهام تعداد مشاهدات: ۱۳۸۰ سال - شرکت				
P-Value	آماره t	انحراف معیار	ضریب	
0.6274	0.485485	0.080029	0.038853	کاهش سود هر سهم
0.4091	-0.825781	5.003205	-4.134505	سود هر سهم برابر با پیش بینی سود
0.7195	0.359218	6.607405	2.374105	کاهش سود هر سهم با متغیر مصنوعی
0.0000	5.172966	0.028398	0.146902	جزء ثابت
0.053062	ضریب تعیین تعدیل شده مدل			
1.933591	آماره دورین - واتسون			
1.660446 (۰,۰۰۰۰)	آماره F سطح معناداری کل رگرسیون			

همان‌طور که از جدول ۳ مشاهده می‌شود مقدار P-Value مربوط به آماره ( Prob ) (F-statistic) که بیانگر معنی دار بودن کل رگرسیون می‌باشد، برابر (۰/۰۰۰۰۰۰) بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. همچنین آزمون دورین - واتسون رابطه بالا عدد بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد که مناسب است و نشان‌دهنده مورد پذیرش بودن فرض نبود خودهمبستگی است. نتایج آزمون فرضیه نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از پیش‌بینی‌های مدیریت (وضعیت نسبی سودآوری شرکت در برابر سودآوری پیش‌بینی شده شرکت) استفاده نمی‌کنند. ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد که حدود ۵/۳ درصد از تغییرات توسط متغیرهای مستقل ذکر شده در جدول بالا تبیین می‌شود.

فرضیه دوم: سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از متوسط صنعت (وضعیت نسبی سودآوری شرکت در برابر متوسط صنعت) استفاده می‌کنند.

جدول ۴: نتایج آزمون چاو و هاسمن

P-Value	درجه آزادی	مقدار آماره	آماره	آزمون	
0.0001	(114,1262)	1.595819	F	چاو	سود هر سهم
0.0423	3	8.187778	$\chi^2$	هاسمن	
0.0000	(114,1262)	1.810956	F	چاو	بازده دارایی‌ها
0.0268	3	9.197626	$\chi^2$	هاسمن	

0.0000	(114,1262)	1.775571	F	چاو	بازده حقوق صاحبان
0.0146	3	10.517494	$\chi^2$	هاسمن	سهام

با توجه به نتایج آزمون چاو و P-Value آن (۰/۰۰۰۰۰)، فرضیه  $H_0$  آزمون در سطح اطمینان ۹۵٪ رد شده و بیانگر این است که می‌توان از روش داده‌های پانل استفاده نمود. همچنین با توجه به نتایج آزمون هاسمن و P-Value که کمتر از ۰/۰۵ می‌باشد، لذا لازم است مدل با استفاده از روش اثرات ثابت برآورد شود.

جدول ۵: نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته: بازده سهام تعداد مشاهدات: ۱۳۸۰ سال - شرکت						
بازده حقوق صاحبان سهام		بازده دارایی		سود هر سهم		متغیر
P-Value	آماره t	P-Value	آماره t	P-Value	آماره t	
				0.4281	-0.792701	کاهش سود هر سهم
				0.0015	-3.173187	متغیر مصنوعی سود هر سهم صنعت
				0.3068	1.022344	کاهش سود هر سهم* متغیر مصنوعی
		0.3482	0.938366			کاهش بازده دارایی‌ها
		0.0000	-4.081550			متغیر مصنوعی بازده صنعت
		0.0169	-2.391213			کاهش بازده دارایی* متغیر مصنوعی
0.1421	1.469005					کاهش حقوق صاحبان سهام
0.0010	-3.297000					متغیر مصنوعی بازده ح ص س صنعت
0.1323	-1.506204					کاهش بازده ح ص س* متغیر مصنوعی
0.0000	6.727544	0.0000	6.736502	0.0000	6.319171	جزء ثابت
۰,۰۶۰۶۶۱		۰,۰۶۵۹۲۵		۰,۰۵۷۲۴۷		ضریب تعیین تعدیل شده مدل
۱,۹۶۲۲۳۳		۱,۹۶۳۲۲۴		۱,۹۴۶۶۵۰		آماره دوربین - واتسون
۱,۷۶۱۱۴۴		۱,۸۳۱۸۵۶		۱,۷۱۵۷۰۸		آماره F
۰,۰۰۰۰۰۰		۰,۰۰۰۰۰۰				(P-Value) ۰,۰۰۰۰۰۰

همان‌طور که از جدول ۵ مشاهده می‌شود مقدار P-Value مربوط به آماره (F-Prob) statistic که بیانگر معنی‌دار بودن کل رگرسیون می‌باشد، برابر (۰/۰۰۰۰۰۰) بوده و حاکی از آن است که مدل در سطح اطمینان ۹۹ درصد معنادار می‌باشد. همچنین آزمون دوربین-واتسون رابطه بالا عدد بین ۱/۵ تا ۲/۵ می‌باشد که مناسب است و نشان‌دهنده مورد پذیرش بودن فرض نبود خودهمبستگی است. نتایج آزمون فرضیه نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از متوسط صنعت (وضعیت نسبی سودآوری شرکت در برابر متوسط صنعت) استفاده نمی‌کنند. ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد که حدود ۵/۷، ۶/۵ و ۶ درصد از تغییرات توسط متغیرهای مستقل ذکر شده در جدول بالا تبیین می‌شود.

### نتیجه‌گیری و پیشنهاد

رفتار سرمایه‌گذاران در بورس، نحوه تصمیم‌گیری، تخصیص منابع پولی، قیمت‌گذاری و ارزیابی، بازده شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. شرایط مبهم و اشتباهاتی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه رفتارهای خاصی در هنگام سرمایه‌گذاری در بازار-رهای مالی از خود بروز دهند (سینایی، ۱۳۸۸).

در باب اختلاف‌نظرهای مربوط به موضوع پژوهش حاضر، گفتنی است که مارکوویتز مدل اساسی پرتفوی را ارائه کرد که مبانی برای تئوری مدرن پرتفوی گردید. براساس مدل‌های سنتی مبتنی بر مدل مارکوویتز، سرمایه‌گذاران باید پرتفویی را تشکیل دهند که مناسب با نیازهایشان باشد. تجزیه و تحلیل پرتفوی با اطلاعاتی درباره اوراق بهادار انفرادی آغاز و با نتایجی درباره پرتفوی‌ها بصورت کلی به پایان می‌رسد. هدف؛ یافتن پرتفوی-هایی است که به بهترین شکل اهداف سرمایه‌گذار را برآورده می‌سازد (فضل‌زاده و همکاران، ۱۳۹۱). مارکوویتز در واقع مدلی برای تخصیص بهینه ثروت یک فرد بین دارایی‌های ریسکی ابداع نمود. این مدل، تنها بر دو عامل بازده مورد انتظار و واریانس تمرکز داشت و بر پایه این فرض بود که سرمایه‌گذاران ریسک‌گریز هستند (برایان و همکاران، ۱۹۹۴). این در حالی است که رشته علمی مالی رفتاری در سال ۱۹۷۹ آغاز شد، زمانی که روان‌شناسان دانیل کاهنمن و آموس تورسکی، تئوری چشم‌انداز را ارائه کردند. تئوری چشم‌انداز به‌عنوان موضوعی برای درک چگونگی چارچوب اثر ریسک در

تصمیمات اقتصادی معرفی شده است. تورسکی و کاهنمن، رشته مالی رفتاری را در زمینه روان‌شناسی ریسک، گسترش دادند. کار آنان و اقتصاد رفتاری، در کل به چالش کشیدن مفروضات اصلی و عقلانیت ذاتی در مدل تصمیم‌گیری اقتصاد کلاسیک بود. در این ارتباط، تورسکی و کاهنمن سه حوزه اصلی را بررسی و مطالعه کردند: نگرش‌های ریسک، حسابداری ذهنی و اطمینان بیش از حد (لیتزر، ۱۹۹۸). به این ترتیب، در بابت وجوه پدیده‌های رفتاری که در مطالعه حاضر بر پدیده اثر هاله‌ای تأکید شده است دو دیدگاه متناقض وجود دارد.

این در حالی است که در سطح بازار سرمایه ایران، تاکنون به‌صورت پژوهشی تلاشی صورت نگرفته است که مصداق پدیده‌های متنوع مالی رفتاری و روانشناسی را مورد آزمون قرار دهد. گرچه در این بین، مطالعاتی مبتنی بر پرسشنامه و تحلیل دیدگاه‌های صاحب‌نظران به چشم می‌خورد، اما استفاده از رویکرد مدل‌سازی و روش‌های اقتصادسنجی مورد توجه نبوده است. از منظر فواید احتمالی نظری و عملی انجام پژوهش حاضر، لازم به ذکر است از آنجا که مطالعه حاضر به‌صورت بنیادی طراحی شده است، نمی‌توان مشابه مطالعات کاربری برای آن کاربرانی مستقیم در بازار منظور نمود و در واقع، نتایج این مطالعه برای پژوهشگران در حوزه حسابداری و مالی رفتاری کاربردی مستقیم خواهد داشت. هدف اساسی این نوع پژوهش، تبیین روابط بین پدیده‌ها، آزمون نظریه‌ها و افزودن به دانش موجود در یک زمینه خاص است. مطالعه حاضر با افزودن مطالبی مفید به مجموعه ادبیات مالی رفتاری و حسابداری، کمک قابل‌ذکری و ارزیابی‌های دقیق‌تر به تحلیل بازار سرمایه کشور در قالب مطالعات دانشگاه پیردازند و متعاقباً بازار سرمایه را از نتایج دقیق خود منتفع نمایند.

هدف اصلی از مطالعه حاضر بررسی مصداق پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه ایران: با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. داده‌های موجود با استفاده از نرم افزار اکسل پردازش شده و برای آزمون فرضیه از رگرسیون ترکیبی استفاده شده است. تحقیقاتی که در زمینه پدیده اثر هاله‌ای وجود دارد عموماً براساس نمونه‌هایی از صورت‌های مالی شرکت‌های انجام گرفته است. با توجه به تحقیقات متعددی که در زمینه پدیده اثر هاله‌ای در سایر کشورها انجام شده است و هم‌چنین اهمیت بیشتر به متغیرهای در شرکت و تعداد محدود تحقیقات انجام شده در داخل کشور در این زمینه، محقق را بر آن داشت تا در تحقیق حاضر به بررسی مصداق

پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه ایران: با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری پرداخته و به سوالات فوق پاسخ دهد. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از پیش‌بینی‌های مدیریت (وضعیت نسبی سودآوری شرکت در برابر سودآوری پیش‌بینی شده شرکت) استفاده نمی‌کنند، همچنین از آنجایی که واقعیات بازار نشان داده است که پیش‌بینی‌های مدیران از اوضاع شرکت در ایران بسیار نوسان‌پذیر و در مواردی غیرقابل اتکا بوده است؛ لذا به سرمایه‌گذاران، و سایر اشخاص ذینفع توصیه می‌شود که از تعصبات رفتاری در بازارهای مالی آگاه باشند و از اثرات مضر آنها بر شرکت مورد نظر خود جلوگیری کنند و در تصمیم‌گیری‌های خود عقلانی‌تر رفتار نمایند. تحلیل‌گران سازمان بورس می‌تواند گزارش فعالیت‌های هیئت مدیره طبقه‌بندی کنند، و مجدداً بررسی نمایند. سازمان بورس ایجاد تغییرات لازم در روش‌های افشا پیش‌بینی‌های مدیریت در اقلام مختلف در گزارش فعالیت‌های هیئت مدیره برای شرکت‌های بورسی و فرابورسی، ضروری است. همچنین با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم مبنی بر اینکه سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران در پیروی از الگوی پدیده اثر هاله‌ای، از متوسط صنعت (وضعیت نسبی سودآوری شرکت در برابر متوسط صنعت) استفاده نمی‌کنند، لذا به سرمایه‌گذاران، و سایر اشخاص ذینفع توصیه می‌شود که به تجزیه و تحلیل وضعیت نسبی سودآوری شرکت و صنعت‌ها توجه بیشتری نمایند.

به پژوهشگران پیشنهاد می‌شود برای پژوهش‌های آتی مصداق پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه ایران: با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری با در نظر گرفتن شرایط نااطمینانی محیطی در بورس بررسی نمایند. همچنین موضوع پژوهش حاضر طی بحران اقتصادی در شرکت‌های فرابورس را بررسی نمایند در نهایت اینکه به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های خود پدیده اثر هاله‌ای در بازار سرمایه ایران: با تأکید بر نقش اطلاعات حسابداری را با در نظر گرفتن فرا اعتمادی مدیریت شرکت مورد بررسی قرار دهند.

## منابع

- امیرخانی، محمدجواد؛ افشاری، اسدالله. (۱۳۹۷). «بررسی اثرات میزان اطمینان به اطلاعات موجود بر ایجاد رفتارهای تودهای در بازار مالی». مجموعه مقالات پنجمین کنفرانس ملی پژوهش‌های کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران.
- باباجانی، جعفر؛ عبادی، جواد؛ مرادی، نسرین. (۱۳۹۴). «بررسی رفتار توده‌وار در صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک در بورس اوراق بهادار تهران»، فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال ۱۲، شماره ۴۷، صص ۷۱-۴۷.
- ثقفی، علی؛ فرهادی، روح‌اله؛ تقوی‌فرد، محمدتقی. (۱۳۹۴). «ریسک بتا: شواهدی از تئوری چشم‌انداز»، فصلنامه علمی - پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی، دوره ۱۲، شماره ۴۵، صص ۳۸-۹.
- جهانخانی، علی؛ صفاریان، امیر. (۱۳۸۲). «واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سود برآوردی هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، شماره ۱۶، صص ۸۱-۶۱.
- خواجوی، شکراله؛ فتاحی‌ناقچی، حسن. (۱۳۹۲). «مالی عصبی، افق پیش‌روی مالی - رفتاری»، فصلنامه علمی - پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری. دوره ۲، شماره ۷، صص ۳۴-۲۱.
- سینایی، حسینعلی؛ داوودی، عبدالله. (۱۳۸۸). «بررسی رابطه شفاف‌سازی اطلاعات مالی و رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، شماره ۲۷، صص ۶۰-۴۳.
- قائمی، محمدحسین؛ طوسی، سعید. (۱۳۸۵). «بررسی عوامل موثر بر بازده سهام عادی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران»، پیام مدیریت، شماره ۱۸، صص ۱۷۵-۱۵۹.
- لاجوردی، مهسا؛ فیض، علی. (۱۳۹۸). «بررسی تأثیر خطاهای شناختی بر نوع سرمایه‌گذاری: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری سال ۸، شماره ۳۲، صص ۱۲-۳.
- نوری‌ثالث، رعنا. (۱۳۹۷). «تاثیر تمایلات رفتاری بر فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران خرده‌پا در بورس اوراق بهادار تهران». مجموعه مقالات کنفرانس مدیریت، کارآفرینی و حسابداری، کیش.
- نوروش، ایرج؛ سپاسی، سحر؛ نیکبخت، محمدرضا. (۱۳۸۴). «بررسی مدیریت سود در

- شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران»، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، ویژه‌نامه حسابداری، دوره ۲۲، شماره ۲ (۴۳ پیاپی).
- Ball, R & Shiva kumar, L. (2005). "Earnings Quality In Uk Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness". *Journal of Accounting and Economics*, Vol: 39, No: 1, PP: 83-128.
- Beaver, W.H (1989). "Financial Reporting: An Accounting Revolution", Englewood Cliffs, N.J. Prentice Hall.
- Biddle, G. C., Hilary, G. and Verdi, R. S. (2009). "How does financial reporting quality improve investment efficiency?" *Journal of Accounting and Economics*, No: 48, PP: 112-131.
- Bushman, R.M., Smith, A.J. (2003). "Financial Accounting Information and corporate governance. *Journal of Accounting Economics*, No: 31, PP: 237-333.
- Cannon, N. and Spurlock, M. (2016). Nickelodeon Launches "The Halo Effect," New Pro-Social-Themed Series Highlighting Teens Who Are Helping and Leading Others. Available at [www.nickpress.com](http://www.nickpress.com).
- Chen, T., (2018). Do Investors Herd in Global Stock Markets. *Journal of Behavioral Finance*, Vol: 14(3), Pp: 230-239.
- Collingwood, H. (2011). "Harvard Business Review, Vol: 79 (6), PP: 65-74.
- Easley, D., O'Hara, M., (2004). 'Information and the cost of capital'. *Journal of Finance* (August).
- Fuller, R. (2000). "Behavioral Finance and the Source of Alpha". Fuller & Thaler Asset Management.
- Fridson, M. and Alvarez, F. (2002). "Financial Statement Analysis – A Practitioner's Guide", 3rd Ed. University Edition, New York: John Wiley & Sons.
- Hens, T., Vlcek, M., (2011). "Does prospect theory explain the disposition effect?" *Journal of Behavioral Finance*, No: 12, Pp: 141–157.
- Hirshleifer, D., Kewei H. & Siew Hong Teoh (2009). "Accruals, cash flows, and aggregate stock returns". *Journal of Financial Economics*, No: 91, PP: 389-406.
- Hunton, J. E., (2015). Toward an Understanding of the Risky Choice Behavior of Professional Financial Analysts, *Journal of Psychology and Financial Markets*, Vol: 2(4), Pp: 182–189.
- Markowitz, H. (1952). "Portfolio selection". *Journal of Finance*, Vol: 7(1), PP: 77-91.
- Myers, S. C, & Majluf, N. S. (1984). "Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have". *Journal of Financial Economics*, No: 13, PP: 187–221.

- Shefrin, H., (2007). "Behavioral Corporate Finance: Decision that Create Value", McGraw Hill Press.
- Statman, M. (2014). "Behavioral finance: Finance with normal people". *Borsa Istanbul Review*, No:14, Pp: 65-73.
- Rezaei, Nader. Flmi, Zahra. (2018). Behavioural Finance Models and Behavioural Biases in Stock Price Forecasting. *Advances in mathematical finance & applications*, Vol: 3 (4), Pp: 67-82.
- Tversky, A. and Kahneman, D. (1974). "Judgment under uncertainty: Heuristics and biases". *Science*, No:185, PP: 1124-1130.
- Wang, L. X., Shi, K., Xia Fan, H., (2017). Psychological Mechanisms of Investors in Chinese Stock Markets. *Journal of Economic Psychology*, No: 27, Pp: 762-780.