

Investigating the effect of Management supervisory mechanisms of Companies listed on the Tehran Stock Exchange on the relationship between the tone of financial reporting and the emotional behavior of investors

Sedighe Kamranrad^۱ | SeyedHesam Vaghfi^{۲*} | Zahra Heydarian^۳ | Fatemeh Gholami khomeiran^۴

۱. Assistant Professor of Accounting, Department of Management, Economics and Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.
Email: kamranrad@pnu.ac.ir.

۲. Assistant Professor of Accounting, Department of Management, Economics and Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.
Email: vaghfi@pnu.ac.ir.

۳. Master of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.

Email: zheydarian۱۹۸۸@yahoo.com

۴. Master of Accounting, Payame Noor University, Tehran, Iran.

Email: fatemeh.gholami.kh@gmail.com

Article Info

Article type:

Research Article

Article history:

Received: ۱۸ March ۲۰۲۱

Revised: ۱۰ June ۲۰۲۱

Accepted: ۱۶ June ۲۰۲۱

Keywords:

Emotional behavior of investors,

Regulatory mechanisms,

Tone of financial reporting.

ABSTRACT

Objective: In recent years, the analysis of the dimensions of the corporate governance system is considered an important indicator of investors' trust in the decisions made by the management and the board of directors of the companies. The present study examines the effect of Management regulatory mechanisms of companies listed in the Tehran Stock Exchange on the relationship between the tone of financial reporting and the emotional behavior of investors.

Methodology: The statistical population of the research is all the companies admitted to the Tehran Stock Exchange, using the systematic elimination sampling method, ۱۵۰ companies were selected as the research sample and were investigated in the ۱۰-year period between ۱۳۹۰ and ۱۳۹۹. Stata software was used to test the research hypotheses.

Conclusion: The results of the research show that the Management supervisory mechanisms have a direct effect on the emotional behavior of investors. But, the tone of financial reporting has the opposite effect on the emotional behavior of investors. However, the Management regulatory mechanism has a direct effect on the relationship between reporting tone and emotional behavior of investors. Also, in large companies, the Management regulatory mechanism has a direct effect on the relationship between reporting tone and emotional behavior of investors.

Originality:

بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر رابطه لحن

گزارشگری مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران

صدیقه کامران راد^۱ | سید حسام وقفی*^۲ | زهرا حیدریان^۳ | فاطمه غلامی خمیران^۴

چکیده

هدف: در سال‌های اخیر، تجزیه و تحلیل ابعاد نظام راهبری شرکتی شاخصی مهم از اعتماد سرمایه‌گذاران به تصمیمات گرفته شده توسط مدیریت و هیأت‌مدیره شرکت‌ها تلقی می‌شود. پژوهش حاضر به بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر رابطه لحن گزارشگری مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران می‌پردازد.

ضرورت: با توجه به اینکه سازوکار نظارتی مدیریت شرکت‌ها اگر به‌طور مطلوب باشد می‌تواند هم عملکرد مالی و هم غیرمالی را تحت تأثیر قرار دهد در نتیجه تأثیر سازوکار نظارتی مدیریت بر رفتار سرمایه‌گذاری قابل تأمل بوده و بنابراین نتایج این تحقیق ادبیات نظری این حوزه را افزایش داده است. **روش شناسی:** جامعه آماری پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که با استفاده از روش نمونه‌گیری حذف سیستماتیک، ۱۵۰ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده و در دوره زمانی ۱۰ ساله بین سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ مورد بررسی قرار گرفتند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار استاتا استفاده شده است.

یافته‌ها: نتایج نشان می‌دهد که سازوکارهای نظارتی مدیریت بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم دارد. ولی، لحن گزارشگری مالی بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر معکوس دارد. اما، سازوکار نظارتی مدیریت بر رابطه لحن گزارشگری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم دارد. همچنین، در شرکت‌های بزرگ، سازوکار نظارتی مدیریت بر رابطه لحن گزارشگری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر مستقیم دارد. **نتیجه‌گیری:** در شرکت‌هایی که سازوکارهای نظارتی مدیریت بسیار بالایی دارند، با افزایش لحن خوشبینانه گزارشگری مالی، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد. بدین معنی که تعامل سازوکار نظارتی مدیریت و لحن خوشبینانه با افزایش آنها موجبات کاهش رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را در پی دارد.

کلیدواژه‌ها: رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، سازوکارهای نظارتی، لحن گزارشگری مالی.

استناد: کامران راد، صدیقه؛ وقفی، سید حسام؛ حیدریان، زهرا؛ و غلامی خمیران، فاطمه؛ (۱۴۰۱). بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر رابطه لحن گزارشگری مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران.

پذیرش مقاله: ۱۴۰۲/۰۳/۲۰

دریافت مقاله: ۱۴۰۱/۱۰/۲۸

^۱ . استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. kamranrad@pnu.ac.ir

^۲ . استادیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت، اقتصاد و حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. (نویسنده مسئول) vaghfi@pnu.ac.ir

^۳ . کارشناس ارشد گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. zheydarian1988@yahoo.com

^۴ . کارشناس ارشد گروه حسابداری، دانشگاه پیام نور، تهران، ایران. fatemeh.gholami.kh@gmail.com

مقدمه

معیارهای نظارتی شرکتی به عنوان مجموعه‌ای از سازوکارهای کنترلی درونی و بیرونی شرکتی تعریف می‌شود که وظیفه برقراری تعادل مناسب میان حقوق صاحبان سهام و همچنین نیازها و اختیارات هیأت مدیره را بر عهده دارد. در ادبیات مالی استاندارد تصور می‌شود معیارهای نظارتی شرکتی یک راه حل خوب و مناسب برای حل مشکلات نمایندگی است که ممکن است ناشی از تضاد منافع بین مدیران و سهامداران (بر اساس نظریه نمایندگی) یا ذینفعان (بر اساس نظریه ذینفعان) باشد (فاما و جنسن^۱، ۱۹۸۳). معیارهای نظارتی شرکتی با استفاده از مکانیزم‌های درونی، بیرونی و محیطی، همچون ۱- ساختار مالکیت که موجب کاهش استفاده فرصت طلبانه مدیران از منابع شرکت می‌شود، ۲- تمرکز مالکیت که امکان کنترل بهتر بر عملکرد مدیران و ترویج اقدامات اصلاحی را موجب می‌شود، ۳- کیفیت حسابرسی مستقل که فرایند نظارت و کنترل برای تضمین عملکرد مدیر شرکت، مطابق با منافع سهامداران را ایجاد می‌کند و ۴- رقابت در بازار محصول که سبب بهبود عملکرد و گرفتن بهترین تصمیم در مورد آینده است، با کنترل و نظارت بر مدیر و رفتار او، بر کاهش رفتارهای فرصت طلبانه او اثر می‌گذارد (امیری و همکاران، ۱۳۹۹). ویژگی‌های فردی مدیران، از جمله توانایی و دانش مالی، بر رفتار و نوع تصمیم‌های آنها در سازمان و به موجب آن بر شفافیت گزارشگری مالی تأثیر می‌گذارد؛ اما برعکس، سوگیری‌های ادراکی و رفتاری مدیران گزارشگری مالی و دیگر اشکال سوء مدیریت، تهدیدی مهم برای موجودیت و کارایی بازارهای سرمایه‌ای محسوب می‌شود. این اختلالات رفتاری به اعتماد بین افراد درگیر در امور تجاری آسیب می‌رساند؛ در نتیجه، به تضعیف نقش اساسی سرمایه برای تخصیص کارآیی منابع مالی خواهد انجامید (مهربان پور و همکاران، ۱۳۹۶). طبق نظر فرهیختگان علوم اقتصادی، اطلاعات صحیح و به موقع در توسعه اقتصادی و سرمایه گذاری همیشه جایگاه ارزشمندی داشته است (رهنمای رودپشتی و همکاران، ۱۳۹۷). از این رو گزارش‌های مالی یکی از منابع اطلاعاتی بازارهای مالی است که نقش مؤثری در توسعه سرمایه گذاری و افزایش کارایی این بازار ایفا می‌کند. به همین دلیل کارشناسان و محققان حسابداری به دنبال افزایش کیفیت گزارشگری مالی به عنوان ابزاری جهت مسئولیت پاسخ‌گویی به استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی بوده‌اند. طبق مفاهیم نظری گزارشگری مالی، هدف صورت‌های مالی، ارائه اطلاعاتی طبقه‌بندی شده درباره وضعیت و عملکرد مالی واحد تجاری است که برای طیفی گسترده از استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی در اتخاذ تصمیمات اقتصادی سودمند باشد. (عباسی و همکاران، ۱۳۹۷). با افزایش حجم توصیف‌های حسابداری، مدیران شرکت‌ها می‌توانند با استفاده از لحن گزارشگری یعنی به وسیله مدیریت نوشتار، از مزیت این فرصت‌ها برای منحرف کردن ادراک افراد استفاده کنند؛ اگر چه در شکل صحیح، با توجه به محدودیت‌های ارقام و استانداردهای حسابداری در زمینه انتقال واقعیت‌های اقتصادی، مدیران می‌توانند برای اهداف اطلاع‌رسانی از مدیریت نوشتار استفاده کنند. با وجود این، نتایج تحقیقات گذشته بر روی لحن نوشتار، نشان‌دهنده استفاده راهبردی مدیران از مدیریت نوشتار با هدف فریب خوانندگان گزارش‌های سالانه و تأثیرگذاری بر ادراک آنها بوده است. لحن گزارش‌های توضیحی ممکن است با کارکردهای راهبردی و به منظور تغییر ادراک استفاده‌کنندگان نسبت به اطلاعات بنیادی شرکت مدیریت شود (هوانگ و همکاران، ۲۰۱۴). لذا پژوهش حاضر به بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بر رابطه لحن گزارشگری مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران پرداخته است.

^۱ Fama & Jensen

۱. مروریات

سازوکارهای نظارتی مدیریت

مسئله سازوکارهای نظارتی مدیریت در دنیای کسب و کار امروزی، به طور فزاینده‌ای تأثیرگذار است. این امر ناشی از نیاز به محافظت از منافع سرمایه‌گذاران (سهامداران) در برابر فرصت‌طلبی‌های مدیر در شرکت‌ها می‌باشد که به دلیل مسئله تفکیک بین مالکیت و مدیریت در آنها، امری مهم تلقی می‌شود (اوچوا^۱، ۲۰۲۰). همچنین، در سال‌های اخیر، تجزیه و تحلیل ابعاد و شاخص‌های نظام راهبری شرکتی در حال تبدیل شدن به یک عنصر اصلی برای درک پویایی شرکت‌ها بوده و شاخصی مهم از اعتماد سرمایه‌گذاران به تصمیمات گرفته شده توسط مدیریت و هیأت‌مدیره شرکت‌های بورسی تلقی می‌شود (ویتولا^۲ و همکاران، ۲۰۲۰). به کارگیری اصول، قوانین و رویه‌هایی که مختص یک حاکمیت شرکتی خوب است، دارای مزایای تعیین‌کننده‌ای از جمله افزایش اعتبار گزارشگری مالی و غیرمالی به سرمایه‌گذاران، سهولت دسترسی به سرمایه و کاهش هزینه‌های تأمین مالی و ارزش-گذاری تمام فرصت‌های رقابتی می‌باشد (دانسکیو^۳ و همکاران، ۲۰۲۱). حاکمیت شرکتی به عنوان مجموعه قوانینی در نظر گرفته می‌شود که روابط بین سهامداران، مدیران سازمان، طلبکاران، دولت‌ها، کارمندان و سایر سهامداران داخلی و خارجی را با یک سازمان کنترل کرده و تنظیم می‌کند (ناپیتوپولو^۴، ۲۰۱۵). به عبارتی حاکمیت شرکتی، مجموعه‌ای از مکانیسم‌های کنترلی است که به طور گسترده برای نظارت و تصویب تصمیمات مدیریت و به منظور اطمینان از اینکه سازمان در جهت بهترین منافع ذینفعان خود به طور کارآمد عمل می‌کند، استفاده می‌شود (دپاس و ماناودوگه^۵، ۲۰۲۱). همچنین حاکمیت شرکتی مشوق مناسبی برای مدیران و رهبران در راستای دستیابی به اهداف موردنظر که مطابق با منافع شرکت‌ها و سهامداران است می‌باشد و همچنین فرایندهای نظارت مؤثر را نیز تسهیل می‌نماید. از طریق اجرای حاکمیت شرکتی به طور مطلوب و صحیح، مدیران ملزم به تصمیم‌گیری‌های مالی می‌شوند که می‌تواند برای ذینفعان سود داشته باشد در حالی که شرکت‌هایی که در اجرای حاکمیت شرکتی توانایی ندارند، در نهایت، توسط سرمایه‌گذاران رها می‌شوند و کمتر مورد استقبال عموم قرار می‌گیرند (اودئومیلام و اوکافور^۶، ۲۰۱۸).

گرایشات احساسی سرمایه‌گذاران

احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند موجب اتخاذ تصمیمات احساسی و گاه غیرمنطقی از سوی آنان و در نتیجه موجب بروز ناهنجاری‌هایی از قبیل نوسانات شدید در قیمت و حتی بحران در بازارهای مالی گردد. مالی رفتاری به عنوان یک جریان فکری جدید در حوزه مالی و اقتصاد نقش ویژه‌ای برای احساسات و حالات درونی سرمایه‌گذاران در فرآیند تصمیم‌گیری قائل شده است. در این پارادایم قیمت اوراق بهادار نه تنها به متغیرهای بنیادی از قبیل سود و برآورد جریان نقدی آتی شرکت در آینده، بلکه به احساسات و شرایط روحی سرمایه‌گذاران نیز بستگی دارد. بدیهی است چنانچه تأثیرپذیری تصمیمات سرمایه‌گذاران از احساساتشان بیش از حد معمول باشد، در آن صورت پدیده‌هایی از قبیل نوسانات شدید، حباب و ریزش که همگی علائمی از بحران در بورس اوراق بهادار می‌باشند، رخ خواهند داد (ژانگ^۷ و همکاران، ۲۰۱۸). مدل‌های رفتاری، مدل‌هایی هستند که در آنها فرض عقلانیت کامل سرمایه‌گذاران کنار گذاشته می‌شود. اقتصاددانان رفتاری برای اطلاع از رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران به نتایج تحقیقات آزمایشی روان‌شناسان شناختی رجوع می‌کنند، که در آنها انواع تورش‌های رفتاری به تفصیل بررسی شده است (طوطیان اصفهانی و همکاران، ۱۴۰۰). در مالیه رفتاری، ویژگی‌های رفتاری که بر فرآیند تصمیم‌گیری‌های افراد مؤثرند مطالعه می‌شوند. این ویژگی‌ها تورش‌های رفتاری (سوگیری) نامیده می‌شوند. مطالعات مختلفی در زمینه انواع خطاهای ادراکی و چگونگی تأثیر این خطاها بر تصمیم‌گیری مالی سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی انجام شده و به این نتیجه دست یافته‌اند که تصمیم‌های سرمایه‌گذاران تحت تأثیر چندین خطا قرار می‌گیرد. از شاخص‌ترین پژوهشگران در این حوزه، کانمن و تورسکی بودند که با مطرح نمودن

^۱ Ochoa

^۲ Vitolla

^۳ Dănescu

^۴ Napitupulu

^۵ Dias & Manawaduge

^۶ Odoemelam & Okafor

^۷ Zhang

نظریه انتظار به بسط این دانش کمک چشم گیری نمودند؛ همچنین شنایدر، ویس، بودسکو و توماس پژوهشگرانی بودند که با ارائه مقاله‌هایی در زمینه مالی رفتاری، نقش مهمی در مدیریت مالی ایفا نموده و سهم عظیمی جهت کمک به سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیم‌های مالی دارند (فلاح‌پور و عبداللهی، ۱۳۹۰). پژوهش‌های اخیر نشان می‌دهد گرایش احساسی سرمایه‌گذار نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها و تبیین بازده‌های سری زمانی، به خصوص سهام‌هایی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردارند و محدودیت زیادی در آربیتراژ دارند، بازی می‌کند (زنجیردار و لیتانی، ۱۳۹۷).

لحن گزارشگری مالی

لحن گزارشگری مالی امروزه توسعه بازار سرمایه و پیچیده‌تر شدن بازارهای مالی، انتظارات از حسابداری را افزایش داده و استفاده‌کنندگان از اطلاعات نه تنها از حسابداری انتظار ارائه اطلاعات عددی را دارند بلکه بر ارائه اطلاعات کیفی و غیر عددی نیز تأکید دارند. در ارائه گزارش‌های توصیفی حسابداری، مدیر اختیاراتی در رابطه با چگونگی افشای محتوای اطلاعات بر عهده دارد که این اختیارات می‌تواند اختیاری یا اجباری باشد به گونه‌ای که حتی این اختیارات در نحوه نوشتار مطالب و لحن گزارش‌ها نیز مشاهده می‌شود. این بدان معنی است که نحوه نوشتار گزارش‌های مالی و تن صدا و لحن مدیران در مجامع شرکت و سایر جلسات مشترک با سرمایه‌گذاران می‌تواند بر چگونگی برداشت استفاده‌کنندگان از اطلاعات مؤثر باشد. بنابراین می‌توان بیان داشت که مدیران از گونه‌های زبان‌شناسی در گزارش‌های توصیفی و یا شفاهی به عنوان شکلی از ادراک هدف‌دار و آگاهانه به منظور تغییر در ادراک استفاده‌کنندگان از اطلاعات، استفاده می‌نمایند (پورکریم و همکاران، ۱۳۹۷). توجه به نوشتارهای متنی در خصوص وضعیت سود شرکت و گزارش‌های سالانه مدیریتی، از آن جهت حائز اهمیت است که برخلاف اطلاعات کمی و عددی، می‌تواند انتظارات استفاده‌کنندگان از اطلاعات را در خصوص عملکرد آتی شرکت برآورده نماید. از طرفی دیگر از آنجایی که قاعده مشخصی در خصوص سبک بیان اطلاعات نوشتاری وجود ندارد، مدیران نیز می‌توانند انتظارات عملکردی خود را از طریق واژگان گزینش نموده و به استفاده‌کنندگان از اطلاعات منتقل نمایند (بالاکریشان^۱، ۲۰۱۰). به همین علت است که یکی از ویژگی‌های با اهمیت اطلاعات نوشتاری را می‌توان کاربرد لحن در انتقال پیام دانست. امروزه مدیران شرکت‌ها از لحن نوشتار و گفتار و مدیریت آن، به منظور انحراف ادراک استفاده‌کنندگان از اطلاعات استفاده می‌نمایند، چرا که حجم گزارش‌های توصیفی حسابداری روز به روز افزایش می‌یابد. به عبارتی دیگر تهیه‌کنندگان گزارش‌های سالانه از این موضوع مطلع هستند که استفاده‌کنندگان از گزارش‌های مالی، ادراک دقیقی نسبت به عملکرد شرکت نداشته و از طرفی به گزارش‌های توضیحی ارائه شده توسط مدیریت به خصوص نامه مدیران ارشد بیشتر توجه می‌نمایند. این آگاهی انگیزه را برای تهیه‌کنندگان اطلاعات به وجود می‌آورد که لحن نوشتار خود را به منظور تأثیرگذاری بر ادراک استفاده‌کنندگان بدون ارائه اطلاعات نادرست مدیریت کنند (کارلسون^۲، ۲۰۱۵). همان‌طور که تان^۳ و همکاران (۲۰۱۴) بیان داشتند که اثر احساسی زبان، با نحوه استفاده از کلمات مثبت و منفی ارتباط دارد. آنها همچنین به این موضوع اشاره کردند که اشخاصی که مهارت سرمایه‌گذاری کمتری دارند بیشتر تحت تأثیر لحن مثبت نوشتار قرار می‌گیرند. از طرفی از آنجایی که اطلاعات ارائه شده در گزارش‌های سالانه شرکت ممکن است با اطلاعات بنیادین شرکت همسو نباشد، باعث می‌شود تخمین سرمایه‌گذاران در خصوص سود بیش از میزان واقعی آن باشد.

۲. پیشینه پژوهش

بزرگ‌اصل و همکاران (۱۴۰۰) تأثیر لحن گزارشگری مالی بر حق‌الزحمه حسابرسی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. نتایج نشان داد که لحن گزارشگری مالی تأثیر منفی و معناداری بر حق‌الزحمه حسابرسی دارد. به بیان دیگر، هر چقدر لحن گزارشگری مالی خوش‌بینانه‌تر باشد، حساب‌رسان مبلغ کمتری به عنوان حق‌الزحمه مطالبه می‌کنند. نتایج به‌دست‌آمده نشان می‌دهد که لحن گزارشگری مالی معیارهایی را

^۱ Balakrishnan

^۲ Carlsson

^۳ Tan

منعکس می‌کند که حساب‌برسان در ارزیابی ریسک حسابرسی آنها را مد نظر قرار می‌دهند. میرزایی و همکاران (۱۳۹۹) پژوهشی با عنوان بررسی تأثیر لحن بدبینانه گزارشگری مالی بر گزارشگری مالی متهورانه: حفاظت از حقوق سهامداران انجام دادند. نتایج نشان داد، لحن بدبینانه گزارشگری مالی بر گزارشگری مالی متهورانه تأثیر منفی و معناداری دارد. همچنین مشخص شد، حفاظت از حقوق سهامداران موجب تشدید تأثیر منفی لحن بدبینانه گزارشگری مالی بر گزارشگری مالی متهورانه می‌شود. نیکو و همکاران (۱۳۹۹) به بررسی تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذار و نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک بر قیمت‌گذاری نادرست سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که هر دو متغیر گرایش احساسی سرمایه‌گذار و نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک دارای اثر مثبت و معنادار بر روی قیمت‌گذاری نادرست سهام هستند. به این معنی که با افزایش گرایش احساسی سرمایه‌گذار و نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک، قیمت‌گذاری نادرست سهام نیز افزایش می‌یابد و بالعکس. همچنین نقش تعدیل‌گر گرایش احساسی سرمایه‌گذار بر ارتباط بین نوسانات غیرسیستماتیک و قیمت‌گذاری نادرست سهام نیز دارای اثر مثبت و معنادار است. مهرآور و همکاران (۱۳۹۹) پژوهشی تحت عنوان بررسی رابطه متقابل بین لحن گزارشگری و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. بر اساس یافته‌های پژوهش، رابطه متقابل بین عملکرد مالی و لحن گزارشگری مالی می‌تواند در گزارش‌ها قابل استناد باشد که عملکرد مالی بالا و پایین لحن گزارش را تغییر دهد و لحن گزارش مثبت و منفی، عملکرد مالی شرکت را تحت تأثیر قرار دهد. رابطه مثبت و معناداری در رابطه متقابل متغیرها مشاهده می‌شود. ضمن اینکه لحن منفی رابطه معکوسی را در رابطه متقابل با عملکرد مالی نشان می‌دهد. رستمی و همکاران (۱۳۹۸) به بررسی اهمیت نسبی عوامل صرف ریسک و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران در تبیین انحرافات قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام شرکت‌ها پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی سهام می‌تواند با هر دو عامل گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و صرف ریسک تبیین شود. اثرات منفی گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران منجر به ارزشیابی کمتر از حد قیمت بازار سهام نسبت به ارزش‌های ذاتی آن می‌شود. متغیر بحران مالی نیز تأثیر معناداری بر رابطه بین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شرکت‌ها ندارد.

کائو^۱ و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی با عنوان بررسی عوامل رفتاری بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران فردی و عملکرد سرمایه‌گذاری در بازار سهام ویتنام نتیجه گرفتند که رفتار اکتشافی، چشم‌انداز، بازار و رفتار گل‌های بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری تأثیر معنادار مثبت دارد. همچنین، عوامل فوق تأثیر مستقیم (مثبت) بر عملکرد سرمایه‌گذاری دارد؛ به‌ویژه، عامل چشم‌انداز قوی‌ترین تأثیر را بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عملکرد سرمایه‌گذاری دارد. یافته‌های اصلی این پژوهش گویای نقش مهم رفتار اکتشافی، چشم‌انداز، بازار و رفتار گله‌ای بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عملکرد سرمایه‌گذاری است. چندانی^۲ و همکاران (۲۰۲۰) پژوهشی تحت عنوان موضوع تجزیه و تحلیل جنبه‌های رفتاری انسان در تصمیم‌های مالی فردی در هند نتیجه گرفتند که عوامل کلیدی و سوگیری مبتنی بر نظریه چشم‌انداز زبان‌گزینی و پشیمان‌گزینی و سوگیری بودجه‌بندی ذهنی و حسابداری ذهنی بر تصمیم‌گیری مالی تأثیرگذار فردی بوده است. ستار^۳ و همکاران (۲۰۲۰) در پژوهشی تحت عنوان تأثیر سوگیری‌های مالی رفتاری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری نتیجه گرفتند که سوگیری‌های رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معنادار دارد. همچنین، نتایج تجربی این پژوهش بیانگر تأثیرگذاری بیشتر رفتارهای اکتشافی نسبت به چشم‌اندازها و ویژگی‌های شخصیتی بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری است. اریکات^۴ و همکاران (۲۰۱۹) در پژوهشی با عنوان تأثیر مالی رفتاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری سرمایه‌گذاران حقیقی در بورس عمان نتیجه گرفتند که عوامل مالی رفتاری شامل زیان‌گزینی، اطمینان بیش از حد و رفتار گل‌های بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری در افراد تأثیر معنادار دارد. شفایت حسین^۵ (۲۰۱۹) در پژوهشی رابطه بیش اطمینان مدیریت و لحن گزارشگری مالی را مطالعه نمود. طبق نتایج، شرکت‌هایی با مدیران بیش اطمینان از لحن خوش بینانه در صورت‌های مالی استفاده می‌کنند. همچنین در

^۱ Cao

^۲ Chandani

^۳ Sattar

^۴ Areiqat

^۵ Shafayat

شرکت‌های دارای اهرم مالی بالا و مدیران بیش‌اطمینان کاهش استفاده از لحن خوش‌بینانه مشاهده شد. گارسیا و همکاران^۱ (۲۰۱۸) دریافتند مدیران از لحن خوش‌بینانه برای علامت‌دهی به بازار درباره عملکرد و توانایی خود استفاده می‌کنند. شرکت‌هایی که دارای لحن خوش‌بینانه در صورت‌های مالی هستند از بازده غیرعادی برخوردار بوده و فرصت بیشتری برای سرمایه‌گذاری و تقسیم سود دارند. عطاء الله و همکاران^۲ (۲۰۱۸) به بررسی لحن خوش‌بینانه و محافظه‌کاری در تأمین مالی خارجی پرداختند. یافته‌های آنها نشان داد، مدیرانی که از لحن خوش‌بینانه بیشتری در صورت‌های مالی استفاده می‌کنند، از میزان بدهی کمتری در ساختار سرمایه استفاده می‌کنند. آنها سطح نگهداشت وجه نقد را بالا برده و میزان تقسیم سود را کاهش می‌دهند.

۳. روش‌شناسی

فرضیه‌های پژوهش

باتوجه به اهداف پژوهش و مبانی نظری بیان شده فرضیات زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: سازوکارهای نظارتی بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است.

فرضیه دوم: لحن گزارشگری مالی بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است.

فرضیه سوم: سازوکارهای نظارتی بر رابطه لحن گزارشگری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است.

مدل‌های پژوهش

مدل‌های رگرسیونی پژوهش جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر ارائه شده‌اند:

مدل رگرسیونی آزمون فرضیه اول:

$$EMS = \beta_0 + \beta_1 AC + \beta_2 ROA + \beta_3 LEV + \beta_4 MTB + \beta_5 Z + \beta_6 SalesGro + \beta_7 CFO + \beta_8 Age + \varepsilon \quad \text{رابطه (۱)}$$

مدل رگرسیونی آزمون فرضیه دوم:

$$EMS = \beta_0 + \beta_1 TON + \beta_2 ROA + \beta_3 LEV + \beta_4 MTB + \beta_5 Z + \beta_6 SalesGro + \beta_7 CFO + \beta_8 Age + \varepsilon \quad \text{رابطه (۲)}$$

مدل رگرسیونی آزمون فرضیه سوم:

$$EMS = \beta_0 + \beta_1 TON + \beta_2 AC + \beta_3 TON \times AC + \beta_4 ROA + \beta_5 LEV + \beta_6 MTB + \beta_7 Z + \beta_8 SalesGro + \beta_9 CFO + \beta_{10} Age + \varepsilon \quad \text{رابطه (۳)}$$

جدول (۱) - نماد متغیرها

نماد	نام متغیر
EMS	گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران
TON	لحن گزارشگری مالی
AC	سازوکارهای نظارتی
ROA	بازده دارایی‌ها

^۱ Garcia

^۲ Ataullah

بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

Lev	اهرم مالی
MTB	رشد شرکت
Z	ریسک ورشکستگی
SaleGro	رشد فروش
CFO	نسبت وجه نقد عملیاتی
Age	عمر شرکت

متغیرهای پژوهش

متغیر مستقل: سازوکارهای نظارتی (AC)

در این پژوهش برای محاسبه سازوکارهای نظارتی از ۵ معیار شامل وجود کمیته حسابرسی، وجود حسابرسی داخلی، استقلال هیأت‌مدیره، تخصص مالی اعضای هیأت‌مدیره و کیفیت حسابرسی استفاده شده است. تعریف عملیاتی این متغیرها به شرح زیر است:

وجود کمیته حسابرسی

اگر شرکت کمیته حسابرسی داشته باشد عدد یک در غیر این صورت عدد صفر خواهد بود.

وجود حسابرسی داخلی

اگر شرکت حسابرس داخلی داشته باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق خواهد گرفت.

استقلال هیأت‌مدیره

برای اندازه‌گیری استقلال هیأت‌مدیره از نسبت اعضای غیرموظف به کل اعضای هیأت‌مدیره استفاده شده است و اگر بیش از نیمی از اعضای هیأت‌مدیره عضو مستقل باشد عدد یک در غیر این صورت عدد صفر تعلق خواهد گرفت.

تخصص مالی اعضای هیأت‌مدیره

اگر اعضای مالی در هیأت‌مدیره وجود داشته باشد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته می‌شود.

کیفیت حسابرسی

اگر صورت‌های مالی شرکت توسط سازمان حسابرسی مفید راهبر، حسابرسی شده باشد عدد یک در غیر این صورت عدد صفر خواهد بود. بعد از محاسبه ۵ شاخص فوق در نهایت عدد حاصل برای سازوکار نظارتی مدیریت در کمترین حالت ممکن صفر بوده و در بیشترین حالت ممکن ۵ محاسبه خواهد شد.

متغیر مستقل: لحن گزارشگری مالی (TON)

به پیروی از تحقیق میرعلی، غلامی و حصارزاده (۱۳۹۷) در این پژوهش از معیار زیر برای اندازه‌گیری متغیر لحن گزارشگری استفاده شده است: لحن خوشبینانه (بدبینانه) NETOPT: تعداد کلمات خوشبینانه (کلمات مثبت) به کل کلمات خوشبینانه و بدبینانه به پیروی از داویس و همکاران (۲۰۰۶). بر این اساس، هر چه عدد بزرگتر باشد، لحن خوشبینانه‌تر و هر چه عدد کوچکتر باشد، لحن بدبینانه‌تر خواهد بود.

متغیر وابسته: گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران (EMS)

در این مطالعه برای اندازه‌گیری گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران از شاخص گرایش‌های احساسی بازار سرمایه (EMS) استفاده شده است. این شاخص توسط جونز (۲۰۰۵) و با تعدیل مدل ارائه شده توسط پرساود (۱۹۹۶) بسط داده شده است. بنابراین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران با استفاده از رابطه (۴) قابل محاسبه می‌باشد.

$$EMSI_{pt} = \frac{\sum (R_{it} - \bar{R}_r)(R_{iv} - \bar{R}_v)}{\left[\sum (R_{it} - \bar{R}_r)^2 (R_{iv} - \bar{R}_v)^2 \right]^{\frac{1}{2}}} \times 100, \quad \text{رابطه (۴)}$$
$$-100 \leq EMSI \leq +100$$

که در آن:

R_{it} : رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t

R_{iv} : رتبه نوسان‌پذیری تاریخی شرکت i در ماه t : برای محاسبه نوسان‌پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام شش ماه استفاده می‌شود.

\bar{R}_r : میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت‌های پرتفوی

\bar{R}_v : میانگین رتبه نوسان‌پذیری تاریخی سهام شرکت‌های پرتفوی

متغیرهای کنترلی

بازده دارایی‌ها (ROA): از تقسیم سود خالص به کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

اهرم مالی (LEV): از تقسیم نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

رشد شرکت (MTB): از تقسیم ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت محاسبه می‌شود.

ریسک ورشکستگی (Z): اگر شرکت مشمول ماده ۱۴۱ قانون تجارت باشد عدد یک در غیر این صورت عدد صفر در نظر گرفته خواهد شد.

رشد فروش (SaleGro): از تفاضل فروش سال جاری از فروش سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل محاسبه می‌شود.

نسبت وجه نقد عملیاتی (CFO): از تقسیم وجه نقد عملیاتی به کل دارایی‌های شرکت محاسبه می‌شود.

عمر شرکت (Age): تعداد سال‌های پذیرش شرکت در بورس اوراق بهادار تهران نشان‌دهنده عمر شرکت خواهد بود.

روش پژوهش

طرح پژوهش این تحقیق با استفاده از رویکرد پس‌رویدادی (از طریق اطلاعات گذشته) است. از طرف دیگر، پژوهش حاضر از نوع تحقیقات توصیفی-علت و معلولی است. بر اساس ماهیت داده‌ها، از نوع تحقیق کمی و بر اساس اهداف نیز از نوع تحقیق کاربردی به حساب می‌آید. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از آزمون رگرسیون استفاده خواهد شد. جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. به منظور دستیابی به نمونه‌ای همگن و یکنواخت از شرکت‌ها و همچنین جلوگیری از تحریف نتایج، شرکت‌هایی که دارای ویژگی‌های زیر باشند، به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند:

۱. به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد و در دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداشته باشند.

۲. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب‌شده در این پژوهش در دسترس باشد.

بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۳. وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند.

۴. جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی، بانک، بیمه و سرمایه‌گذاری نباشند.

۵. قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان ۱۳۹۹ از آن خارج نشده باشند.

باتوجه به محدودیت‌های ذکر شده تعداد ۱۵۰ شرکت طی سال‌های ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ به عنوان نمونه پژوهش انتخاب شده‌اند.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول ۲ آمار

توصیفی داده‌های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در تحقیق را نشان می‌دهد. آمار توصیفی مربوط به ۱۵۰ شرکت نمونه طی دوره زمانی ۱۰ ساله ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹ می‌باشد.

جدول (۲) - آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران	EMS	۱۵۰۰	۰,۱۳۲	۰,۰۹۲	۰,۰۰۱	۰,۸۱۴
لحن گزارشگری مالی	TON	۱۵۰۰	۰,۷۸۲	۰,۰۸۳	۰,۴۲۷	۰,۹۸۵
سازوکارهای نظارتی مدیریت	AC	۱۵۰۰	۲,۹۲۶	۰,۹۸۷	۰	۵
رشد شرکت	MTB	۱۵۰۰	۲,۴۲۱	۲,۰۲۳	۰,۵۸۳	۱۳,۳۵۸
عمر شرکت	Age	۱۵۰۰	۲,۸۲۵	۰,۴۷۴	۰,۶۹۳	۳,۹۷۰۲
بازده دارایی‌ها	ROA	۱۵۰۰	۰,۱۳۴	۰,۱۴۹	-۰,۵۸۱	۰,۶۷۳
نسبت وجه نقد عملیاتی	CFO	۱۵۰۰	۰,۱۳۸	۰,۱۷۵	-۰,۳۷۰۵	۰,۶۷۶
اهرم مالی	Lev	۱۵۰۰	۰,۵۶۵	۰,۲۰۴	۰,۰۳۱	۱,۸۲۴
رشد فروش	SaleGro	۱۵۰۰	۰,۲۹۸	۰,۴۵۳	-۰,۸۳۵	۲,۸۹۳

اصلی‌ترین شاخص مرکزی، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است و شاخص خوبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغیر اهرم مالی برابر با ۰,۵۶۵ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. به‌طور کلی پارامترهای پراکندگی، معیاری برای تعیین میزان پراکندگی از یکدیگر یا میزان پراکندگی آن‌ها نسبت به میانگین است. از مهم‌ترین پارامترهای پراکندگی، انحراف معیار است. مقدار این پارامتر برای رشد شرکت برابر با ۲,۰۲۳ و برای لحن گزارشگری مالی برابر با ۰,۰۸۳ می‌باشد که نشان می‌دهد این دو متغیر به ترتیب دارای بیشترین و کمترین انحراف معیار هستند. کمینه و بیشینه نیز کمترین و بیشترین را در هر متغیر نشان می‌دهد. به‌عنوان مثال بزرگ‌ترین مقدار اهرم مالی ۱,۸۲۴ است که نشان می‌دهد در شرکت‌های نمونه شرکتی وجود دارد که کل بدهی‌های آن از کل دارایی‌ها بیشتر بوده و حقوق صاحبان سهام آن منفی است.

جدول (۳) - توزیع فراوانی متغیر ریسک ورشکستگی (Z)

شرح	فراوانی	درصد فراوانی
۰	۱۱۱۰	۷۴,۰۰
۱	۳۹۰	۲۶,۰۰
جمع کل	۱۵۰۰	۱۰۰,۰۰

همانطور که در جدول ۳ قابل مشاهده است، جمع کل شرکت - سال‌های مورد بررسی برابر با ۱۵۰۰ می‌باشد که از بین آنها تعداد ۳۹۰ شرکت - سال یعنی ۲۶ درصد شرکت‌ها دارای ریسک ورشکستگی می‌باشند.

۴. یافته‌های پژوهش

آزمون فرضیه‌های پژوهش (یافته‌های استنباطی)

آزمون مانایی متغیرها

مطابق ادبیات اقتصادسنجی لازم است قبل از برآورد مدل، مانایی متغیرها بررسی گردد. استفاده از آزمون‌هایی نظیر دیکی - فولر^۱ و فیلیپس - پرون^۲ برای داده‌های پانل توصیه نمی‌شود زیرا قدرت اندکی در تشخیص مانایی دارند. برای حصول اطمینان به آزمون‌های مانایی قوی‌تر در مدل‌های پانل، پیشنهاد می‌شود که داده‌ها را تجمیع^۳ نموده و سپس مانایی بررسی گردد (اندرس، ۱۳۸۶). برای بررسی وجود ریشه واحد در داده‌های پانل، می‌توان از آزمون هادری استفاده کرد که نتایج آن به صورت جدول ۴ ارائه می‌گردد.

جدول (۴) - آزمون مانایی (هادری) برای تمامی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد	آماره آزمون	سطح معناداری	نتیجه
گرایشات احساسی سرمایه‌گذاران	EMS	۲۷,۲۵۸۹	۰,۰۰۰۰	مانا است
لحن گزارشگری مالی	TON	۱۸,۰۹۴۷	۰,۰۰۰۰	مانا است
سازوکارهای نظارتی مدیریت	AC	۱۵,۸۱۹۸	۰,۰۰۰۰	مانا است
رشد شرکت	MTB	۲۵,۴۶۰۷	۰,۰۰۰۰	مانا است
عمر شرکت	Age	۵۸,۴۹۴۸	۰,۰۰۰۰	مانا است
بازده دارایی‌ها	ROA	۱۱,۷۹۵۵	۰,۰۰۰۰	مانا است
نسبت وجه نقد عملیاتی	CFO	۳,۳۸۳۳	۰,۰۰۰۴	مانا است
اهرم مالی	Lev	۲۰,۹۳۹۴	۰,۰۰۰۰	مانا است
رشد فروش	SaleGro	۲,۸۴۰۲	۰,۰۰۲۳	مانا است

همانطور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود سطح معنی‌داری همه متغیرها در آزمون مانایی هادری کمتر از ۵ درصد بوده و بنابراین همه متغیرها مانا هستند.

^۱ Dicky Fuller

^۲ Philips Pron

^۳ pool

آزمون اف لیمر (چاو)

فرض صفر در آزمون چاو بیانگر تشابه عرض از مبدأها در سطح شرکت‌ها و سال‌های مختلف است. لذا، در صورت عدم رد فرض صفر، ساختار pool یا اثرات مقید الگوی مناسب خواهد بود. فرض مقابل نیز حاکی از عدم تشابه عرض از مبدأها در سطح شرکت‌ها یا سال‌های مختلف می‌باشد. لذا، در صورت رد فرضیه صفر، ساختار panel اثرات ثابت یا تصادفی الگوی مناسب خواهد بود (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

جدول (۵) - نتایج آزمون اف لیمر (چاو)

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
مدل اول	۹,۱۴	۰,۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
مدل دوم	۹,۲۰	۰,۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی
مدل سوم	۹,۱۷	۰,۰۰۰۰	پذیرش الگوی داده‌های تابلویی

نتایج آزمون چاو در جدول ۵ بیانگر این است که یکسان بودن عرض از مبدأ برای تمامی شرکت‌های مورد مطالعه در سطح معنی‌دار ۵ درصد رد نمی‌شود و می‌توان برای برآورد مدل از روش داده‌های تابلویی استفاده نمود.

آزمون بربوش و پاگان

از آنجایی که در الگوی داده‌های پانلی رویکرد اثرات تصادفی نیز وجود دارد، در صورت رد فرضیه صفر آزمون اف لیمر (تائید استفاده از الگوی داده‌های پانلی با رویکرد اثرات ثابت) باید رویکرد اثرات تصادفی نیز از طریق آزمون بربوش پاگان (ضریب لاگرانژ) مورد آزمون قرار گیرد. در صورت رد فرضیه صفر آزمون بربوش پاگان (تائید استفاده از الگوی داده‌های پانلی با رویکرد اثرات تصادفی) باید آزمون هاسمن برای انتخاب از بین رویکرد اثرات ثابت و تصادفی در داده‌های پانلی انجام شود.

جدول (۶) - نتایج آزمون بربوش و پاگان

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی‌داری	نتیجه آزمون
مدل اول	۱۳۱۸,۴۵	۰,۰۰۰۰	تائید استفاده از الگوی داده‌های پانلی
مدل دوم	۱۳۱۹,۲۲	۰,۰۰۰۰	تائید استفاده از الگوی داده‌های پانلی
مدل سوم	۱۳۱۲,۳۸	۰,۰۰۰۰	تائید استفاده از الگوی داده‌های پانلی

طبق نتایج آزمون بربوش و پاگان در جدول ۶ مشاهده می‌شود سطح معناداری آزمون برای فرضیه‌های پژوهش کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر تائید استفاده از الگوی داده‌های تابلویی (پانلی) می‌باشد.

آزمون هاسمن

فرض صفر در این آزمون بیانگر عدم وجود همبستگی بین مقادیر عرض از مبدأها در بین سال‌ها و شرکت‌های مختلف با متغیرهای توضیحی است. لذا، در صورت عدم رد فرض صفر، ساختار panel با اثرات تصادفی الگوی مناسب‌تری می‌باشد. فرض مقابل نیز حاکی از وجود همبستگی بین مقادیر عرض از مبدأ در بین سال‌ها و شرکت‌های مختلف با متغیرهای توضیحی می‌باشد. لذا، در صورت رد فرض صفر، ساختار panel با اثرات ثابت الگوی مناسب‌تری خواهد بود (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

جدول (۷) - نتایج آزمون هاسمن

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
مدل اول	۱۸,۳۷	۰,۰۱۸۶	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا
مدل دوم	۱۶,۲۲	۰,۰۳۹۳	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا
مدل سوم	۴۲,۴۷	۰,۰۰۰۰	پذیرش اثرات ثابت عرض از مبدا

نتایج آزمون هاسمن در جدول ۷ نشان می‌دهد که فرضیه صفر مبنی بر انتخاب روش با اثرات تصادفی برای تخمین مدل در سطح معنی دار ۵ درصد رد شده و لذا برای برآورد مدل‌ها می‌توان از روش با اثرات ثابت استفاده نمود.

خودهمبستگی سریالی

یکی از فرض‌های اساسی در تخمین مدل رگرسیون به روش OLS عدم خودهمبستگی بین جملات خطا یا همبستگی سریالی است. چون مقادیری که متغیرهای توضیحی در مدل به خود می‌گیرند تصادفی هستند، بنابراین مقادیر خطا نیز باید در کل تصادفی باشند. یعنی، بین مقادیر جملات خطا همبستگی و ترتیب خاصی وجود نداشته باشد و در طول زمان به طور منظم تغییر نکند، زیرا اگر چنین باشد، تغییرات جملات خطا تصادفی نبوده و به مقادیر متغیرهای توضیحی وابسته خواهد بود. همبستگی بین مقادیر خطا ممکن است در بین سال‌های مختلف و یا در بین مقاطع مختلف وجود داشته باشد (بنی‌مهد و همکاران، ۱۳۹۵).

جدول (۸) - نتایج آزمون خودهمبستگی سریالی

مدل آزمون	آماره آزمون	سطح معنی داری	نتیجه آزمون
مدل اول	۳۵۴,۴۰۹	۰,۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی
مدل دوم	۳۵۰,۵۶۶	۰,۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی
مدل سوم	۳۵۵,۴۱۳	۰,۰۰۰۰	وجود خودهمبستگی

با توجه به نتایج جدول ۸ مشاهده می‌شود که سطح معناداری آزمون والد ریچ برای همه مدل‌ها کمتر از ۵ درصد بوده و بیانگر وجود خودهمبستگی سریالی در مدل‌ها می‌باشد. که این مشکل در تخمین نهایی مدل با اجرای دستور Auto Correlation رفع شده است.

نتیجه آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان می‌دارد: سازوکارهای نظارتی بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر گذار است.

بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

جدول (۹) - نتیجه آزمون فرضیه اول

$$EMS = \beta_0 + \beta_1 AC + \beta_2 ROA + \beta_3 LEV + \beta_4 MTB + \beta_5 Z + \beta_6 SalesGro + \beta_7 CFO + \beta_8 Age + \varepsilon$$

متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری	هم خطی
سازوکارهای نظارتی مدیریت	AC	-۰,۰۱۷	۰,۰۰۲	-۷,۲۱	۰,۰۰۰	۱,۰۶
رشد شرکت	MTB	-۰,۰۰۲	۰,۰۰۱	-۲,۳۳	۰,۰۲۰	۱,۳۶
ریسک ورشکستگی	Z	-۰,۰۱۲	۰,۰۱۰۵	-۱,۲۷	۰,۲۰۵	۱,۰۳
عمر شرکت	Age	۰,۰۱۵	۰,۰۰۹	۱,۶۱	۰,۱۰۶	۱,۰۸
بازده دارایی‌ها	ROA	۰,۰۲۰۴	۰,۰۲۲	۰,۹۲	۰,۳۵۷	۲,۰۹
نسبت وجه نقد عملیاتی	CFO	-۰,۰۰۶	۰,۰۰۸	-۰,۷۹	۰,۴۳۲	۱,۱۵
اهرم مالی	Lev	-۰,۰۱۷	۰,۰۱۹	-۰,۸۸	۰,۳۷۹	۱,۷۰
رشد فروش	SaleGro	-۰,۰۰۱	۰,۰۰۲	-۰,۴۹	۰,۶۲۷	۱,۱۱
C		۰,۱۶۸	۰,۰۳۱	۵,۳۴	۰,۰۰۰	---
	ضریب تعیین			۰,۲۷۷۰		
	آماره والد			۷۲,۰۶		
	سطح معناداری			۰,۰۰۰۰		

نتایج جدول ۹ نشان می‌دهد که سازوکارهای نظارتی با ضریب منفی و سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد تأثیر معکوس بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران دارد و فرضیه اول در سطح اطمینان ۹۵ پذیرفته می‌شود. متغیر کنترلی رشد شرکت دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد و ضریب منفی است از این رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارد. ضریب تعیین برابر با ۲۷ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۲۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۷۲,۰۶ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم‌خطی نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

نتیجه آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم بیان می‌دارد: لحن گزارشگری مالی بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است.

جدول (۱۰)- نتیجه آزمون فرضیه دوم

$$EMS = \beta_0 + \beta_1 TON + \beta_2 ROA + \beta_3 LEV + \beta_4 MTB + \beta_5 Z + \beta_6 SalesGro + \beta_7 CFO + \beta_8 Age + \varepsilon$$

متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری	هم خطی
لحن گزارشگری مالی	TON	۰,۰۸۷	۰,۰۲۳	۳,۷۲	۰,۰۰۰	۱,۰۴
رشد شرکت	MTB	-۰,۰۰۰۹	۰,۰۰۱	-۰,۸۱	۰,۴۱۷	۱,۳۱
ریسک ورشکستگی	Z	-۰,۰۱۴	۰,۰۱۰۲	-۱,۴۲	۰,۱۵۶	۱,۰۶
عمر شرکت	Age	۰,۰۱۷	۰,۰۰۹	۱,۸۲	۰,۰۶۸	۱,۰۸
بازده دارایی‌ها	ROA	۰,۰۱۷	۰,۰۲۳	۰,۷۶	۰,۴۴۵	۲,۰۸
نسبت وجه نقد عملیاتی	CFO	-۰,۰۰۵	۰,۰۰۸	-۰,۶۰	۰,۵۴۸	۱,۱۵
اهرم مالی	Lev	-۰,۰۱۳	۰,۰۲۰۴	-۰,۶۶	۰,۵۱۱	۱,۷۰
رشد فروش	SaleGro	-۰,۰۰۰۶	۰,۰۰۲	-۰,۲۵	۰,۸۰۴	۱,۱۰
C		۰,۰۴۰۴	۰,۰۳۲	۱,۲۴	۰,۲۱۶	---
ضریب تعیین				۰,۲۶۶۶		
آماره والد				۲۴,۹۷		
سطح معناداری				۰,۰۰۱۶		

نتایج جدول ۱۰ نشان می‌دهد که لحن گزارشگری مالی با ضریب مثبت و سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد تأثیر مستقیم بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران دارد و فرضیه دوم در سطح اطمینان ۹۵ پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین برابر با ۲۶ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۲۶ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۲۴,۹۷ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم خطی نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

نتیجه آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم بیان می‌دارد: سازوکار نظارتی مدیریت بر رابطه لحن گزارشگری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است.

بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی مدیریت شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

جدول (۱۱) - نتیجه آزمون فرضیه سوم

$$EMS = \beta_0 + \beta_1 TON + \beta_2 AC + \beta_3 TON \times AC + \beta_4 ROA + \beta_5 LEV + \beta_6 MTB + \beta_7 Z + \beta_8 SalesGro + \beta_9 CFO + \beta_{10} Age + \varepsilon$$

متغیرها	نماد	ضرایب	خطای استاندارد	آماره Z	سطح معناداری	هم خطی
لحن گزارشگری مالی	TON	۰,۶۶۱	۰,۰۵۳	۱۲,۲۹	۰,۰۰۰	۱,۶۹
سازوکارهای نظارتی مدیریت	AC	-۰,۱۱۹	۰,۰۱۱	-۱۰,۲۶	۰,۰۰۰	۴,۳۲
لحن گزارشگری مالی*	TON*	-۰,۱۷۵	۰,۰۱۴	-۱۱,۸۷	۰,۰۰۰	۴,۴۶
سازوکارهای نظارتی مدیریت	AC					
رشد شرکت	MTB	-۰,۰۰۳	۰,۰۰۰۹	-۳,۱۶	۰,۰۰۲	۱,۳۵
ریسک ورشکستگی	Z	-۰,۰۱۷	۰,۰۰۶	-۲,۶۸	۰,۰۰۷	۱,۰۵
عمر شرکت	Age	۰,۰۲۰۹	۰,۰۰۷	۲,۷۵	۰,۰۰۶	۱,۰۹
بازده دارایی‌ها	ROA	۰,۰۲۱	۰,۰۱۷	۱,۲۲	۰,۲۲۲	۲,۱۰
نسبت وجه نقد عملیاتی	CFO	-۰,۰۰۶	۰,۰۰۸	-۰,۷۶	۰,۴۴۶	۱,۱۶
اهرم مالی	Lev	-۰,۰۱۹	۰,۰۱۳	-۱,۴۱	۰,۱۵۸	۱,۷۱
رشد فروش	SaleGro	۰,۰۰۰۰۲	۰,۰۰۲	۰,۰۱	۰,۹۹۴	۱,۱۱
C		-۰,۳۶۳	۰,۰۴۸	-۷,۵۱	۰,۰۰۰	---
ضریب تعیین				۰,۳۳۶۳		
آماره والد				۹۴,۹۶		
سطح معناداری				۰,۰۰۰۰		

نتایج جدول ۱۱ نشان می‌دهد که متغیر لحن گزارشگری مالی* سازوکارهای نظارتی با ضریب منفی و سطح معنی‌داری کمتر از ۵ درصد تأثیر معکوس بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران دارد و فرضیه سوم در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. متغیر کنترلی عمر شرکت دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو رابطه مستقیم و معناداری با متغیر وابسته دارد ولی متغیرهای کنترلی رشد شرکت و ریسک ورشکستگی دارای سطح معناداری کمتر از ۵ درصد و ضریب منفی می‌باشند از این رو رابطه معکوس و معناداری با متغیر وابسته دارند. ضریب تعیین برابر با ۳۳ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۳۳ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۹۴,۹۶ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. آزمون هم خطی نشان می‌دهد عامل تورم واریانس در متغیرهای مدل وجود ندارد.

نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر بررسی تأثیر سازوکارهای نظارتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بر رابطه لحن گزارشگری مالی و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بوده است. قلمرو مکانی پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی سال‌های بین ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۹

بوده است. فرضیه اول بیان می‌دارد که سازوکارهای نظارتی بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. هنگامی که انگیزه‌های نمایندگی وجود دارد، کلام استفاده شده در متن‌های توصیفی می‌تواند خواننده را فریب داده و به‌صورت راهبردی و نه برای اهداف اطلاع‌رسانی استفاده شود. لحن غیرعادی می‌تواند به‌صورت فرصت‌طلبانه‌ای برای بهبود فهم گزارش‌های مالی و در نتیجه گمراه کردن سرمایه‌گذاران با استفاده از کلمات مثبت برای مخفی کردن عملکرد ضعیف شرکت به کار گرفته شود. این موضوع می‌تواند یک وضعیت دشوار ایجاد کند. با توجه به نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش مشاهده گردید که متغیر سازوکارهای نظارتی دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از پنج درصد می‌باشد و نشان می‌دهد که سازوکارهای نظارتی بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است و این تأثیر به صورت معکوس است یعنی با افزایش سازوکارهای نظارتی شرکت، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد. بدین معنی که با افزایش ساز و کار نظارتی، میزان نظارت و حاکمیت شرکتی بیشتر شده و در نتیجه موجبات کاهش رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را در پی دارد. نتایج حاصل مطابق با نتیجه پژوهش کنگرلویی و همکاران (۱۳۹۸) است. فرضیه دوم بیان می‌دارد که لحن گزارشگری مالی بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. با توجه به نتایج حاصل از فرضیه دوم پژوهش متغیر لحن گزارشگری مالی دارای ضریب مثبت و سطح معناداری کمتر از پنج درصد می‌باشد که نشان می‌دهد لحن گزارشگری مالی بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است و این تأثیر به صورت مستقیم است یعنی با افزایش لحن گزارشگری مالی، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد. بدین معنی که وقتی مدیران از لحن خوش‌بینانه و کلمات مثبت در گزارشات خود استفاده می‌کنند این مسئله اعتماد و اطمینان بیشتر سرمایه‌گذاران را به دنبال داشته و با بیشتر شدن لحن خوشبینانه، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران نیز بیشتر می‌شود. نتایج حاصل مطابق با نتیجه پژوهش شمس‌الدینی و همکاران (۱۳۹۶) است. فرضیه سوم بیان می‌دارد سازوکار نظارتی مدیریت بر رابطه لحن گزارشگری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. حاکمیت شرکتی به عنوان مکانیزمی برای کاهش فرصت‌طلبی مدیران عمل می‌کند. شرکت‌هایی که حاکمیت شرکتی ضعیفی دارند، نسبت به فرصت‌طلبی مدیران آسیب‌پذیر هستند. اگر مکانیزمی وجود داشته باشد که فرصت‌طلبی مدیران را محدود کند، چنین مکانیزمی باید بتواند مانع از مدیریت ادراک آن دسته از مدیرانی شود که از طریق استفاده از واژه‌های مثبت در قالب لحن خوشبینانه، به دستکاری و انحراف در ادراک استفاده‌کنندگان می‌پردازند. با توجه به نتایج حاصل از فرضیه سوم پژوهش متغیر حاصلضرب سازوکارهای نظارتی مدیریت و لحن گزارشگری مالی دارای ضریب منفی و سطح معناداری کمتر از پنج درصد می‌باشد که نشان می‌دهد سازوکار نظارتی مدیریت بر رابطه لحن گزارشگری و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است و این تأثیر به صورت معکوس است یعنی در شرکت‌هایی که سازوکارهای نظارتی مدیریت بسیار بالایی دارند، با افزایش لحن خوشبینانه گزارشگری مالی، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد. بدین معنی که تعامل سازوکار نظارتی مدیریت و لحن خوشبینانه با افزایش آنها موجبات کاهش رفتار احساسی سرمایه‌گذاران را در پی دارد. نتایج حاصل مطابق با نتیجه پژوهش شمس‌الدینی و همکاران (۱۳۹۶) است. یک بحث اصلی در گزارش‌های توضیحی حسابداری عدم تقارن اطلاعاتی است که بین کاربران آگاه و ناآگاه از اطلاعات حسابداری وجود دارد. افشای اطلاعات مالی با کیفیت بالا موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی شده و ارتباط بین مدیران و ذینفعان را هموار می‌سازد. افشای بدبینانه گزارش‌های مالی عدم تقارن اطلاعاتی را کاهش داده و منجر به محافظه‌کاری بالا می‌شود. بنابراین انجام چنین پژوهش‌هایی میزان موفقیت سازوکارهای نظارتی مدیریت را نشان داده و موجب جلب اعتماد عمومی به گزارش‌های مالی می‌شود. نتایج حاصل از پژوهش حاضر می‌تواند به مدیران کمک کند تا بهترین رویکرد یا روش زبان‌شناسی را جهت ارائه شفاف‌تر و صحیح‌تر گزارش‌های توضیحی خود به کار گیرند. همچنین در مجموع می‌توان بیان کرد که سازوکار نظارتی مطلوب مدیریت شرکت‌های بورسی می‌تواند تأثیر لحن گزارشگری مالی که می‌تواند موجب رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و در برخی مواقع موجب به خطر انداختن ثروت سهامداران به دلیل تصمیمات مالی احساسی گردد را تعدیل کند. با توجه به نتایج پژوهش حاضر مبنی بر تأثیر لحن گزارشگری مالی بر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران، به سرمایه‌گذاران و سهامداران پیشنهاد می‌شود در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود لحن گزارشگری مالی را مورد تجزیه و تحلیل قرار دهند. به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود که درخصوص پیاده‌سازی سازوکارهای نظارتی مدیریت مقررات سخت‌گیرانه‌تری اتخاذ نماید تا از این طریق بتواند مدیریت ادراک

استفاده کنندگان توسط مدیران از طریق لحن به کار گرفته شده توسط آنان را هر چه بیشتر محدود نماید. به سیاست گذاران پیشنهاد می‌شود اقدام به تهیه لغت نامه فارسی در حوزه تحقیقات مالی نمایند تا بتوانند به عنوان ابزاری استاندارد برای سنجش لحن گزارشگری مالی استفاده شود. لذا با توجه به ترجمه واژه‌های مورد استفاده در لحن و با عنایت به تفاوت‌های زبانی در صورت وجود لغت نامه استاندارد به زبان فارسی، قابلیت اتکای ابزار پژوهش افزایش خواهد یافت.

منابع

- افلاطونی، عباس. (۱۳۹۵). تجزیه و تحلیل آماری با eviews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی، تهران، انتشارات ترمه.
- امیری، سیدخسرو؛ رضایی، فرزین و خلعتبری لیماکی، عبدالصمد. (۱۳۹۹). تأثیر حاکمیت شرکتی بر رابطه بین ویژگی‌های رفتاری مدیران و قابلیت مقایسه صورت‌های مالی. دانش حسابداری، ۲۰(۷۸)، ۷۵-۴۰.
- اندرس، والتر. (۱۳۸۶). اقتصادسنجی سری‌های زمانی با رویکرد کاربردی، ترجمه مهدی صادقی و سعید شوالپور، انتشارات دانشگاه امام صادق (ع)، تهران، جلد ۱، ص ۲۵۳.
- بزرگ اصل، موسی؛ مرفوع، محمد و ماهان‌نژاد، مهدی. (۱۴۰۰). تأثیر لحن گزارشگری مالی بر حق‌الزحمه حسابداری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۸(۷۲)، ۱۰۷-۷۹. doi: ۱۰.۲۲۰۵۴/qjma.۲۰۲۱.۵۷۳۶۳.۲۲۱۱
- بنی‌مهد، بهمن؛ عربی، مهدی و حسن‌پور، شیوا. (۱۳۹۵). اشتباهات رایج در پژوهش‌های تجربی حسابداری. دانش حسابداری مالی، ۲(۱)، ۴۵-۲۱.
- پورکریم، محمد؛ جبارزاده کنگرلویی، سعید؛ بحری ثالث، جمال و قلاوندی، حسن. (۱۳۹۷). تأثیر مدیریت سود بر لحن گزارشگری مالی در نظام حسابداری ایران. تحقیقات حسابداری مالی، ۱۰(۳)، ۴۴-۲۱.
- رستمی‌جاز، حمید؛ تاروی‌وردی، یداله و یعقوب‌نژاد، احمد. (۱۳۹۸). تأثیر گرایش احساسی سرمایه‌گذاران و عوامل صرف ریسک بر ارزشیابی سهام. مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۱۰(۳۹)، ۱۱۱-۹۱.
- رهنمای رودپشتی، فریدون و محسنی، عبدالرضا. (۱۳۹۷). مدیریت، مدیریت نوشتار و مدیریت سود. پژوهش‌های تجربی در حسابداری، ۸(۴)، ۵۲-۲۱.
- زنجیردار، مجید و لیتانی، مجتبی. (۱۳۹۷). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و میزان استقراض شرکت بر انحراف از سرمایه‌گذاری موردانتظار. دانش سرمایه‌گذاری، ۷(۲۷)، ۳۹-۵۷.
- طوطیان اصفهانی، صدیقه؛ اسلامی مفیدآبادی، حسین و برخورداری، الهه. (۱۴۰۰). بررسی رابطه بین راهبردهای خودکنترلی، سواد مالی مدیران و کیفیت تصمیم‌گیری در مسائل مالی فرایند زنجیره تأمین (مورد مطالعه: شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران). مدیریت عملیات، ۱۱(۱)، ۹۱-۱۳۱.
- عباسی، ابراهیم؛ وکیلی فرد، حمیدرضا و معروف، مرتضی. (۱۳۹۷). تأثیر اعتماد بیش از حد مدیریتی بر کیفیت گزارشگری مالی و محافظه‌کاری مشروط در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری و حسابداری مدیریت، ۷(۲۵)، ۲۰۶-۱۹۳.
- غلامی‌مقدم، میرعلی و حصارزاده، فایزه. (۱۳۹۷). بررسی رابطه لحن گزارشگری مالی با عملکرد آتی شرکت و بازده بازار. دانش حسابداری مالی، ۵(۳)، ۸۱-۹۸.
- فلاح‌پور، سعید و عبداللهی، غلامرضا. (۱۳۹۰). تعیین و اولویت‌بندی سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران: رویکرد AHP فازی. مجله تحقیقات مالی، ۱۳(۳۱)، ۱۲۰-۹۹.
- مهرآور، مهدی و کارگر، حامد. (۱۳۹۹). بررسی رابطه متقابل بین لحن گزارشگری و عملکرد مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، هجدهمین همایش ملی حسابداری ایران، یزد.

مهربان پور، محمدرضا؛ جندقی قمی، محمد و زارعی اهور، علی. (۱۳۹۶). رابطه راهبردی شرکتی و مخارج تحقیق و توسعه شرکت‌های دارویی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. حسابداری سلامت، ۶(۲)، ۱۲۳-۱۰۶.

میرزائی، سعیده؛ عبدلی، محمدرضا و کوشکی جهرمی، علیرضا. (۱۳۹۹). بررسی تأثیر لحن بدبینانه گزارشگری مالی بر گزارشگری مالی متهورانه: حفاظت از حقوق سهامداران. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۷(۶۵)، ۱۳۸-۱۰۹. doi: ۱۰,۲۲۰۵۴/qjma.۲۰۲۰,۴۶۵۶۸,۲۰۵۴

نیکو، هانیه؛ ابراهیمی، سید کاظم و جلالی، فاطمه. (۱۳۹۹). گرایش احساسی سرمایه‌گذار، نوسان‌پذیری غیرسیستماتیک و قیمت‌گذاری نادرست سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. راهبرد مدیریت مالی، ۸(۲۸)، ۸۵-۶۵.

- Areiqat, A. Y., Abu-Rumman, A., Al-Alani, Y. S., & Alhorani, A. (۲۰۱۹). Impact of behavioral finance on stock investment decisions applied study on a sample of investors at Amman stock exchange. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, ۲۳(۲), ۱-۱۷.
- Ataullah, A., Vivian. A., & Xu, B. (۲۰۱۸). Optimistic Disclosure Tone and Conservative Debt Policy. *Journal of accounting, finance, business studies*, ۵۴(۴), ۴۴۵-۴۸۴.
- Balakrishnan, R., Qiu, X. Y., & Srinivasan, P. (۲۰۱۰). On the predictive ability of narrative disclosures Bias in the tone of forward-looking narratives. *Accounting and Business Research*, ۴۰(۴), ۳۷۱-۳۹۰.
- Cao, M.M., Nguyen, N.T., & Tran, T.T. (۲۰۲۱). Behavioral factors on individual investors' decision making and investment performance: A survey from the Vietnam Stock Market. *The Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, ۸(۳), ۸۴۵-۸۵۳.
- Carlsson, S., & Lamti, R. (۲۰۱۵). Tone Management and Earnings Management. School of Business, Economics, and Law. Gothenburg University, Master Degree Project.
- Chandani, A., Ratnalikar, V. A., Bhatia, A., & Mehta, M. (۲۰۲۰). An empirical study to analyze the human behavioral aspects on individual financial decisions based on the Indian context. *Materials Today: Proceedings*.
- Dănescu, T., Spătăcean, I. O., Popa, M. A., & Sîrbu, C. G. (۲۰۲۱). The Impact of Corporate Governance Mechanism over Financial Performance: Evidence from Romania. *Sustainability*, ۱۳(۱۹), ۱۰۴۹۴.
- Dias, A. P. G. S., & Manawaduge, A. S. P. G. (۲۰۲۱). The Impact of Corporate Governance Mechanism on Intellectual Capital Disclosure: Evidence From Non-Financial Listed Companies In Sri Lanka. *Accounting Panorama*, ۴, ۴۱.
- Fama, E. F., & Jensen, M. C. (۱۹۸۳). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, ۲۶(۲), ۳۰۱-۳۲۵.
- Garcia O., Beatriz, G., Cristina, S., & Guillamon, E. (۲۰۱۸). Optimistic Disclosure Tone and CEO Career Concerns. <http://dx.doi.org/۱۰,۲۱۳۹/ssrn.۳۱۶۰۱۰۰>.
- Napitupulu, I. H. (۲۰۱۵). Antecedence of user satisfaction in management accounting information systems quality: User involvement and user competency (survey of Indonesia manufacture company managers). *International Journal of Applied Business and Economic Research*, ۱۳(۲), ۵۶۱-۵۷۷.
- Ochoa, E. P. T. (۲۰۲۰). Corporate Governance in the Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) and Its Influence on the Code of Good Corporate Governance for Peruvian Corporations. *Journal of Applied Business and Economics*, ۲۲(۱).

- Odoemelam, N., & Okafor, R. G. (۲۰۱۸). The influence of corporate governance on environmental disclosure of listed non-financial firms in Nigeria. *Indonesian Journal of Sustainability Accounting and Management*, ۲(۱), ۲۵-۴۹.
- Sattar, M. A., Toseef, M., & Sattar, M. F. (۲۰۲۰). Behavioral finance biases in investment decision-making. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, ۵(۲), ۶۹.
- Shafayat, H. (۲۰۱۹). CEO Overconfidence and Tone of Annual Report. Thesis of masters. The University of Saskatchewan.
- Tan, H., Wang, E., & Zhou, B. (۲۰۱۴). When the Use of Positive Language Backfires: The Joint Effect on Tone, Readability, and Investor Sophistication on Earnings Judgments. *Journal of Accounting Research*, ۵۲(۱), ۲۷۳-۳۰۲.
- Vitolla, F., Raimo, N., & Rubino, M. (۲۰۲۰). The determinants of corporate governance disclosure level in the integrated reporting context. In ۱۷th OFEL (Organizational, Financial, Ethical and Legal Issues) conference on Governance, Management and Entrepreneurship, "From corporations to social entrepreneurs: exploring the different faces of social innovation", April ۱۷-۱۸ ۲۰۲۰, Dubrovnik, Croatia (pp. ۴۷-۵۸). Zagreb: Governance Research and Development Centre (CIRU).
- Zhang, R., Xian, X., & Fang, H. (۲۰۱۹). The early- warning system of stock market crises with investor sentiment: Evidence from China. *International Journal of Finance & Economics*, ۲۴(۱), ۳۶۱-۳۶۹.