



Audit  
Organization

## **The Impact of Investor Overconfidence on the Value Relevance of Accounting Data and Information**

**Mohammad Hossein Setayesh**

\*Corresponding Author, Professor of Accounting, Department of Accounting, Faculty of Economics, Shiraz University, Shiraz, Iran.  
Email: setayesh@shirazu.ac.ir

**Aslan Namdarpour**

Ph.D Student in Accounting, Department of Accounting, Faculty of Economics, Shiraz University, Shiraz, Iran. Email:  
aslannamdarpour@gmail.com

### **Abstract**

Information extracted from financial statements has always been a key resource for investor decision-making in financial markets and is expected to play a significant role in stock valuation and return analysis. However, the behavioral finance approach indicates that a portion of market price volatility stems from non-economic factors and behavioral biases, such as overconfidence, which can lead to deviations in the true pricing of assets. Focusing on investor overconfidence, the present study examines the role of this psychological factor in altering the strength of the relationship between accounting information and market valuation. For this purpose, 1,300 firm-year observations were analyzed using panel data multivariate regression and the Generalized Least Squares (GLS) estimator. To measure overconfidence, a final composite index was extracted from six alternative proxies through factor analysis. The results indicate that during periods of high overconfidence, earnings per share exhibit a stronger relationship with stock returns and prices, whereas during periods of low overconfidence, other accounting variables such as book value of assets, shareholders' equity, and operating cash flow play a more prominent role in explaining returns and prices. These findings confirm the moderating effect of overconfidence in analyzing the value of accounting information and emphasize the necessity of considering behavioral biases in financial analysis.

**Keywords:** Overconfidence, Investors, Value Relevance, Behavioral Finance

**Citation:** Setayesh, M. H. & Namdarpour, A. (2026), The Impact of Investor Overconfidence on the Value Relevance of Accounting Data and Information. *Accounting and Auditing Review*, 14(2), 183-222. [In Persian].

---

Applied Research in Financial Reporting, 2026, Vol. 14, No. 2, pp183-222.

Publisher: Audit Organization

Article Type: Research Paper

Doi:10.22034/arfr.2026.555490.2209

Received: 25 Oct 2025

Accepted: 25 Feb 2026

## تأثیر بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بر ارتباط ارزشی داده‌ها و اطلاعات حسابداری

محمدحسین ستایش

\* نویسنده مسئول، استاد حسابداری، دانشگاه شیراز، دانشکده اقتصاد، بخش حسابداری،

شیراز، ایران. رایانامه:

setayesh@shirazu.ac.ir

اصلان نامدارپور

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه شیراز، دانشکده اقتصاد، بخش حسابداری، شیراز، ایران.

رایانامه: aslannamdarpour@gmail.com

### چکیده

اطلاعات استخراج شده از صورت‌های مالی، همواره یکی از منابع کلیدی تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی بوده و انتظار می‌رود در ارزش‌گذاری سهام و تحلیل بازده نقش بسزایی داشته باشد. با این حال، رویکرد مالی رفتاری نشان می‌دهد که بخشی از نوسانات قیمتی بازار ناشی از عوامل غیراقتصادی و سوگیری‌های رفتاری مانند بیش‌اعتمادی است که می‌تواند به انحراف در قیمت‌گذاری واقعی دارایی‌ها منجر شود. پژوهش حاضر با تمرکز بر بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران، نقش این عامل روان‌شناختی را در تغییر شدت ارتباط میان اطلاعات حسابداری و ارزش‌گذاری بازار بررسی می‌کند. برای این منظور، ۱۳۰۰ مشاهده شرکت-سال با استفاده از رگرسیون چندمتغیره مبتنی بر داده‌های ترکیبی و تخمین گر حداقل مربعات تعمیم‌یافته تحلیل شد. برای سنجش بیش‌اعتمادی، با بهره‌گیری از تحلیل عاملی، شاخص نهایی از ترکیب شش شاخص جایگزین استخراج گردید. نتایج نشان می‌دهد که در دوره‌های بیش‌اعتمادی بالا، سود هر سهم رابطه قوی‌تری با بازده و قیمت سهام دارد، در حالی که در دوره‌های بیش‌اعتمادی پایین، سایر متغیرهای حسابداری

مانند ارزش دفتری دارایی‌ها، حقوق صاحبان سهام و جریان نقدی عملیاتی نقش برجسته‌تری در تبیین بازده و قیمت ایفا می‌کنند. این یافته‌ها، اثر تعدیل‌کننده بیش‌اعتمادی را در تحلیل ارزش اطلاعات حسابداری تأیید و بر ضرورت توجه به سوگیری‌های رفتاری در تحلیل‌های مالی تأکید می‌نماید.

**واژه‌های کلیدی:** بیش‌اعتمادی؛ سرمایه‌گذاران؛ ارتباط ارزشی؛ مالی رفتاری.

**استناد:** ستایش، محمدحسین و نامدارپور، اصلان (۱۴۰۴). تاثیر بیش‌اعتمادی

سرمایه‌گذاران بر ارتباط ارزشی داده‌ها و اطلاعات حسابداری. پژوهش‌های کاربردی در

گزارشگری مالی، ۱۴(۲)، صص ۱۸۳-۲۲۲.

---

پژوهش‌های کاربردی در گزارشگری مالی، دوره ۱۴، شماره ۲۷، صص ۱۸۳-۲۲۲.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۴/۰۸/۰۳

ناشر: سازمان حسابرسی

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۴/۱۲/۰۶

نوع مقاله: علمی پژوهشی

Doi: 10.22034/arfr.2026.555490.2209

## مقدمه

نظریه‌های مالی سنتی که بر عقلانیت سرمایه گذاران و انعکاس کامل اطلاعات در قیمت سهام (فرضیه بازار کارآمد) استوارند، توسط ناهنجاری‌های رفتاری مشاهده شده در بازارهای مالی به چالش کشیده شده‌اند. در مقابل، حوزه مالی رفتاری با تکیه بر روان‌شناسی، به بررسی سوگیری‌هایی چون «بیش اعتمادی»<sup>۱</sup> می‌پردازد؛ سوگیری‌ای که می‌تواند به ارزیابی‌های نادرست، تصمیم‌های پرریسک و نوسان‌های قیمتی منجر شود (آدابامو و یان، ۲۰۱۸؛ دنیل و همکاران، ۱۹۹۸). این رفتارها به طور مستقیم بر رابطه بنیادین میان اطلاعات حسابداری و معیارهای ارزش بازار، یعنی قیمت و بازده سهام، تأثیر گذارند (هریبار و یانگ، ۲۰۱۶). مفهوم کلیدی «ارتباط ارزشی»<sup>۲</sup> بر این پایه استوار است که اطلاعات حسابداری تا چه حد می‌توانند ارزش بازار یک شرکت را توضیح دهند. در ادبیات مالی، ارزش بازار عمدتاً از طریق دو متغیر کلیدی سنجیده می‌شود: قیمت سهم<sup>۳</sup> و بازده سهم<sup>۴</sup>. قیمت سهم، به عنوان معیاری از انباشت ارزش در بلندمدت، نگاه بازار به عملکرد آتی شرکت را منعکس می‌کند. در مقابل، بازده سهم، واکنش کوتاه‌مدت و پویای بازار به انتشار اطلاعات جدید را نشان می‌دهد. لذا، این پژوهش با بررسی همزمان هر دو متغیر، به دنبال ارائه تحلیلی جامع از تأثیر بیش اعتمادی بر ابعاد مختلف ارزش گذاری بازار است. در بازار نوظهوری مانند ایران، عواملی چون شفافیت نسبی پایین و حضور گسترده فعالان بازار حقیقی، بستر مناسبی برای بروز سوگیری بیش اعتمادی فراهم می‌آورد (کاظمی و همکاران، ۱۴۰۲؛ کیم و نافسینگر، ۲۰۰۸). از این رو، هدف اصلی این پژوهش، بررسی نقش تعدیل‌گرانه بیش اعتمادی سرمایه گذاران بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری (شامل سود هر سهم<sup>۵</sup>، ارزش دفتری<sup>۶</sup> و جریان نقدی عملیاتی<sup>۷</sup>) در بازار سرمایه ایران است. نوآوری اصلی این تحقیق، در عملیاتی‌سازی جامع بیش اعتمادی از طریق شش شاخص جایگزین و استخراج یک معیار ترکیبی با استفاده از تحلیل عاملی است. ساختار ادامه مقاله به این شرح است: بخش دوم به مرور مبانی نظری و پیشینه تحقیق می‌پردازد، بخش سوم روش‌شناسی پژوهش را تشریح می‌کند، بخش چهارم یافته‌های تجربی را ارائه می‌دهد و در نهایت، بخش پنجم به نتیجه‌گیری و پیشنهادها اختصاص دارد.

## مبانی نظری، پیشینه و تدوین فرضیه‌ها

### مالی رفتاری<sup>۸</sup> و سوگیری<sup>۱</sup> بیش‌اعتمادی

### مبانی مالی رفتاری و چالش فرضیه بازار کارا

مالی رفتاری یک حوزه بین‌رشته‌ای است که با ترکیب یافته‌های روان‌شناسی و علوم رفتاری، به بررسی ناهنجاری‌های بازارهای مالی و تصمیم‌گیری‌های غیرمنطقی فعالان بازار می‌پردازد. این رویکرد در مقابل مالی سنتی قرار می‌گیرد که فرض بر عقلانیت کامل و کارایی بازار دارد. مالی رفتاری تأکید می‌کند که چگونه سوگیری‌های شناختی و احساسی می‌توانند بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران تأثیر بگذارند و باعث انحراف قیمت‌ها از ارزش‌های بنیادی آن‌ها شوند (ثقفی و باغومیان، ۱۳۹۷). این حوزه سعی دارد تا پیامدهای بازارهای مالی را با در نظر گرفتن فرآیندهای تصمیم‌گیری روان‌شناختی پیش‌بینی و تحلیل کند و بر ارتباط میان رفتار فردی و پدیده‌های بازار تأکید دارد (فرولت، ۲۰۰۱). تاریخ بحران‌های مالی، مانند بحران سال ۲۰۰۸، به وضوح نشان می‌دهد که غفلت از جنبه‌های روان‌شناختی و اتکا صرف به نظریه‌های مالی کلاسیک می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های غیربهبوده و حتی ورشکستگی سرمایه‌گذاران شود (پاریخ، ۲۰۲۰). در دنیای واقعی، بازارهای مالی به ندرت مطابق با شرایط ایده‌آل در تئوری‌های مالی کلاسیک عمل می‌کنند. فعالان بازار نه تنها بر اساس اطلاعات مالی، بلکه تحت تأثیر عوامل روان‌شناختی و سوگیری‌های شناختی نیز قرار دارند که این امر منجر به خطاهای ادراکی و تصمیم‌گیری نادرست می‌شود (دانیل و همکاران، ۱۹۹۸). یکی از سوگیری‌های مهم، "سوگیری تأیید" است که در آن سرمایه‌گذاران تنها به اطلاعاتی توجه می‌کنند که پیش‌فرض‌های قبلی آن‌ها را تأیید می‌کند و هشدارهای مخالف را نادیده می‌گیرند. بحران مالی ۲۰۰۸ نمونه‌ای از این سوگیری است که در آن، بسیاری از فعالان بازار و نهادهای مالی فقط به اطلاعاتی که سلامت بازار را تأیید می‌کرد توجه کردند و هشدارهای بحران قریب‌الوقوع را نادیده گرفتند، که در نهایت منجر به خسارات جبران‌ناپذیری شد. تلاش برای شناسایی و اصلاح این سوگیری‌ها در فرآیند تصمیم‌گیری می‌تواند به بهبود نتایج سرمایه‌گذاری و تحلیل‌های مالی کمک کند.

### سوگیری بیش‌اعتمادی: تعریف، سازوکار و پیامدها

بیش‌اعتمادی به عنوان یکی از قدرتمندترین و فراگیرترین سوگیری‌های شناختی در

مالی رفتاری، به تمایل سیستماتیک افراد به اغراق در دقت اطلاعات، دانش شخصی و توانایی‌های تحلیلی خود نسبت به سطح واقعی آن‌ها اشاره دارد (دانیل و همکاران، ۱۹۹۸؛ ژروایس و ادوین، ۲۰۰۱). به بیان ساده‌تر، سرمایه گذاران بیش اعتماد، باوری غیرمنطقی و قوی‌تر از واقعیت نسبت به صحت پیش‌بینی‌ها و قضاوت‌های خود دارند. مکانیزم‌های روانشناختی شکل دهنده این سوگیری عمدتاً حول محور «خود-اسنادی» می‌چرخد. بر این اساس، افراد تمایل دارند موفقیت‌ها را به شایستگی‌های شخصی خود («من باهوش بودم») و شکست‌ها را به عوامل خارجی و شانس بد («بازار غیرمنطقی بود») نسبت دهند. این فرآیند، به مرور زمان یک «حافظه خودخدمت‌گرا» ایجاد می‌کند که در آن تجربیات مثبت برجسته‌تر و تجربیات منفی کم‌رنگ‌تر می‌شوند و در نهایت به یک اعتماد به نفس کاذب و کالیبراسیون نادرست از توانایی‌ها منجر می‌گردد. پیامدهای این سوگیری در بازارهای مالی قابل توجه و گسترده است:

- معاملات بیش از حد: اطمینان به تحلیل‌های شخصی، حجم و دفعات معاملات را به‌طور غیربهبینه افزایش می‌دهد که اغلب با کاهش بازده خالص همراه است.
- افزایش نوسانات و تشکیل حباب قیمتی: تفسیرهای خوش‌بینانه یکسان از اطلاعات، می‌تواند باعث هم‌راهی گسترده با روندهای قیمتی و دور شدن قیمت‌ها از ارزش‌های بنیادی شود.
- کاهش تنوع‌بخشی پرتفوی: سرمایه گذار بیش اعتماد، به دلیل اطمینان به انتخاب‌های خود، پرتفوی متمرکز و پرریسک‌تری تشکیل می‌دهد.
- تحلیل نادرست اطلاعات: این سوگیری می‌تواند به عنوان یک پیش‌قضاوت شناختی عمل کند و باعث شود سرمایه گذاران اطلاعات حسابداری (مانند سود یا ارزش دفتری) را به گونه‌ای گزینشی تفسیر کنند که باورهای از پیش موجودشان را تأیید نماید. این تعریف، مکانیزم و پیامدها، چارچوب مفهومی لازم برای درک نقش بیش اعتمادی به عنوان متغیر تعدیل‌گر محوری در بررسی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری را فراهم می‌سازد.

#### شاخص‌های عملیاتی‌سازی بیش اعتمادی

اندازه‌گیری سوگیری‌های رفتاری همچون بیش اعتمادی، به دلیل ماهیت پیچیده و غیرقابل مشاهده بودن این سوگیری‌ها، همواره یکی از چالش‌های اساسی در پژوهش‌های

مالی رفتاری بوده است. در این پژوهش، برای سنجش دقیق و جامع بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران، از چندین شاخص جایگزین استفاده می‌شود که در ادبیات پژوهشی معتبر و مورد تأیید قرار گرفته‌اند. این شاخص‌ها، رفتارهایی را منعکس می‌کنند که به‌طور نظری با مفهوم بیش‌اعتمادی همخوانی دارند.

### تغییر در حجم معاملات

اعتماد مفراط سرمایه‌گذاران به بورس می‌تواند تأثیر مستقیمی بر تغییرات حجم معاملات هر شرکت در دوره‌های زمانی مختلف داشته باشد. دی بانت و تالر (۱۹۸۵) بیان کردند که اعتماد مفراط یکی از عوامل کلیدی است که در توضیح تغییرات حجم معاملات نقش برجسته‌ای دارد. اودین (۱۹۹۸) و پژوهش‌های بعدی او (۱۹۹۸، ۱۹۹۹) نشان دادند که فعالان بازار با اعتماد به نفس بیش‌ازحد، ارزیابی‌های نادرست از ارزش دارایی‌ها دارند و این امر منجر به افزایش حجم معاملات می‌شود. باربر و اودین (۱۹۹۹) نیز نتیجه مشابهی گرفتند و اعلام کردند که سوگیری بیش‌اعتمادی باعث افزایش حجم معاملات می‌شود، زیرا سرمایه‌گذاران با اعتماد به نفس بالا، دانش و توانایی‌های خود را دست‌کم می‌گیرند و در انتخاب‌های خود اطمینان زیادی دارند. شواهد تجربی این پژوهش‌ها (دیوز و همکاران، ۲۰۰۹) نیز نشان داد که اعتماد مفراط منجر به افزایش حجم معاملات می‌شود و این امر هم در سطح فردی و هم در سطح بازار صادق است (اودین و همکاران، ۲۰۱۱).

### معاملات بیش‌ازحد

برای درک دقیق‌تر مفهوم "معاملات بیش‌ازحد"، از سه شاخص مختلف استفاده می‌شود که بر اساس آستانه‌های مختلف محاسبه می‌گردند. این شاخص‌ها اعتماد مفراط سرمایه‌گذاران را از طریق تغییرات حجم معاملات اندازه‌گیری می‌کنند که برای هر شرکت و دوره زمانی خاص محاسبه می‌شود. کایل و وانگ (۱۹۹۷) بیان کردند که سرمایه‌گذاران با اعتماد به نفس بیش‌ازحد، به دلیل اعتقاد به برتری اطلاعات شخصی خود، بیش از اندازه معامله می‌کنند. باربر و اودین (۱۹۹۹) نیز پیشنهاد کردند که معاملات بیش‌ازحد یکی از اشتباهات رایج فعالان بازار است. بسیاری از مطالعات به این نکته اشاره کرده‌اند که سرمایه‌گذاران با اعتماد به نفس بیش‌ازحد، حجم معاملات بیشتری را در بازارهای سهام انجام می‌دهند و این رفتار به‌عنوان یکی از ویژگی‌های کلیدی برای توضیح حجم معاملات بیش از حد شناخته می‌شود (بنوس، ۱۹۹۸؛ چوانگ و لی، ۲۰۰۶؛ دی بانت و تالر، ۱۹۸۵؛

اودین، ۱۹۹۸؛ زائانه، ۲۰۱۳). نتایج مشابهی توسط باربر و اودین (۲۰۰۱، ۲۰۰۲) نیز مستند شد که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران با اعتماد به نفس بیش‌ازحد، در معاملات بیش‌ازحد سهام مشارکت می‌کنند. اکثر مدل‌های رفتاری نیز تأکید دارند که بین حجم معاملات و اعتماد مفرط سرمایه‌گذار همبستگی مثبت وجود دارد (گلسر و وبر، ۲۰۰۷). سامبل و همکاران (۲۰۱۱) نیز نتایج تجربی برای فرضیه معاملات بیش‌ازحد ارائه دادند که نشان می‌دهد سرمایه‌گذارانی که اعتماد به نفس بیشتری دارند، بیشتر در استراتژی‌های معاملاتی بیش‌ازحد شرکت می‌کنند و این ویژگی منجر به حجم معاملات بالاتر نسبت به سرمایه‌گذاران با اعتماد به نفس کمتر می‌شود.

### نرخ گردش مالی

نرخ گردش مالی یکی دیگر از شاخص‌هایی است که برای اندازه‌گیری تأثیر بیش‌اعتمادی فعالان بازار در بازار سهام استفاده می‌شود. اعتماد بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران به بورس معمولاً با نرخ گردش مالی برای هر شرکت در هر دوره زمانی خاص اندازه‌گیری می‌شود. فعالان بازار با اعتماد به نفس بیش‌ازحد، تمایل دارند بیشتر از دیگران معاملات انجام دهند و این امر باعث افزایش نرخ گردش مالی می‌شود (هو، ۲۰۱۱؛ اودین، ۱۹۹۸؛ استاتمن و همکاران، ۲۰۰۶). باربر و اودین (۲۰۰۱) معتقدند که نرخ گردش مالی بالاتر نشان‌دهنده اعتماد مفرط بیشتر است و همبستگی مثبت میان نرخ گردش مالی و اعتماد مفرط را تأیید می‌کنند. چوانگ و لی (۲۰۰۶) از نرخ گردش مالی به‌عنوان نماینده‌ای برای اندازه‌گیری اعتماد به نفس بیش‌ازحد استفاده کرده‌اند که از نظر نظری و تجربی اعتبار بالایی دارد. علاوه بر این، تکچه و یلماز (۲۰۱۵) نیز از گردش مالی سالانه به‌عنوان یکی از شاخص‌های اندازه‌گیری بیش‌اعتمادی استفاده کرده‌اند. در نهایت، تغییرات در نرخ گردش مالی می‌تواند نه تنها به‌عنوان یک شاخص برای سنجش اعتماد بیش‌ازحد، بلکه به‌عنوان نشانه‌ای از رفتارهای ریسک‌پذیر و تصمیم‌گیری‌های غیرمنطقی سرمایه‌گذاران در بازار مالی تلقی شود که نیاز به تحلیل دقیق‌تری دارد.

### افزایش تعداد سهام موجود

براساس این شاخص، اعتماد مفرط فعالان بازار در بازار سهام با افزایش تعداد سهام موجود در بازار اندازه‌گیری می‌شود که برای هر شرکت و هر دوره زمانی مشخص محاسبه می‌گردد. این شاخص از مطالعه ریگیگ و بوتسکا (۲۰۱۸) الهام گرفته شده است. استفاده

از این متغیر نماینده ممکن است در ابتدا کمتر واضح به نظر برسد، اما دلایل مهمی برای استفاده از آن وجود دارد:

۱- عوامل فردی و اجتماعی شکل‌دهنده اعتماد بیش‌ازحد: بر اساس گفته گسترن (۲۰۱۶)، اعتماد مفراط به‌طور معمول از طریق عوامل فردی و اجتماعی شکل می‌گیرد. بنابراین، منطقی است که دلایل اجتماعی و فرهنگی که باعث اعتماد مفراط در سرمایه‌گذاران و مدیران می‌شود، مشابه باشند. لذا، اگر یک سرمایه‌گذار دارای سهام خود را در طول دوره افزایش دهد، می‌توان نتیجه گرفت که او از نظر روان‌شناختی بیش‌ازحد مطمئن است.

۲- تأثیر اعتماد بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران بر انتشار سهام: شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاران با اعتماد به نفس بیشتری دارند، معمولاً اقدام به انتشار سهام بیشتری می‌کنند و این کار می‌تواند نتیجه‌ای از تصمیم‌گیری‌های مالی نادرست در برابر بازار سهام باشد (آدبامبو و یان، ۲۰۱۸؛ بیکر و وورگلر، ۲۰۰۲؛ گیلکریست و همکاران، ۲۰۰۵). افزایش تعداد سهام معمولاً با اعتماد مفراط فعالان بازار مرتبط است زیرا سرمایه‌گذاران با اعتماد به نفس بالا تمایل دارند سرمایه‌گذاری‌های خود را گسترش دهند که یکی از نتایج آن افزایش انتشار سهام توسط شرکت‌هاست. این شاخص می‌تواند به‌عنوان یکی از مهم‌ترین ابزارها برای ارزیابی اعتماد مفراط سرمایه‌گذاران در نظر گرفته شود و به تحلیل رفتارهای سرمایه‌گذاری و تصمیمات مالی در بازارهای مالی، به‌ویژه در کشورهای با ویژگی‌های فرهنگی و اجتماعی خاص، کمک می‌کند.

## مبانی نظری

در مبانی نظری پژوهش حاضر، چندین تئوری پایه‌ای معرفی می‌شود که به بررسی رفتار سرمایه‌گذاران و تأثیر سوگیری‌های شناختی مانند بیش‌اعتمادی بر تصمیم‌گیری‌های مالی و ارتباط ارزشی داده‌ها و اطلاعات حسابداری کمک می‌کنند. این تئوری‌ها به درک بهتر فرآیندهای تصمیم‌گیری در بازارهای مالی و نحوه تأثیرپذیری اطلاعات حسابداری از سوگیری‌های رفتاری کمک می‌کنند و چارچوب تحلیلی مناسبی برای تبیین روابط موجود در این پژوهش فراهم می‌آورند.

۱. تئوری مالی رفتاری: این تئوری، که هسته اصلی چارچوب نظری پژوهش حاضر است، به بررسی نقش عوامل روان‌شناختی و سوگیری‌های شناختی نظیر بیش اعتمادی در تصمیم‌گیری‌های مالی می‌پردازد. این تئوری نشان می‌دهد که فعالان بازار همیشه به صورت منطقی عمل نمی‌کنند و تحت تأثیر این سوگیری‌ها قرار می‌گیرند که می‌تواند منجر به ارزیابی نادرست اطلاعات حسابداری و تصمیم‌گیری‌های غیرمنطقی در سرمایه‌گذاری شود (ژو و همکاران، ۲۰۲۰). این دیدگاه، رفتار منطقی افراد و شرکت‌ها در اقتصاد نئوکلاسیک را به چالش می‌کشد و به شناسایی پدیده‌های روان‌شناختی در سطح فردی و بازار می‌پردازد.
۲. تئوری چشم‌انداز: این تئوری که توسط کانمن و تورسکی (۱۹۷۹) ارائه شد، بیان می‌کند که فعالان بازار در تصمیم‌گیری‌های مالی خود، تمایل دارند که زیان‌ها را بیشتر از سودها درک کنند و این موضوع می‌تواند منجر به تصمیم‌گیری‌های غیرمنطقی و رفتارهای بیش‌اعتمادانه شود. سرمایه‌گذارانی که بیش‌ازحد به دانش و توانایی خود اطمینان دارند، ممکن است اطلاعات حسابداری را به گونه‌ای تفسیر کنند که با باورهای پیشین آن‌ها همخوانی داشته باشد.
۳. تئوری نمایندگی: این تئوری که توسط جنسن و مک‌لینگ (۱۹۷۶) توسعه یافت، به تضاد منافع میان مدیران (نمایندگان) و سهامداران (مالکین) اشاره دارد. در این چارچوب، اطلاعات حسابداری به عنوان ابزاری برای کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین این دو گروه عمل می‌کند. اما هنگامی که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بالا باشد، ممکن است حساسیت آن‌ها نسبت به اطلاعات حسابداری کاهش یابد و در نتیجه ارتباط ارزشی این اطلاعات دچار تغییر شود.
۴. تئوری بازار کارا: این تئوری که فاما (۱۹۷۰) آن را معرفی کرد، بیان می‌کند که قیمت‌های سهام به‌طور کامل و سریع اطلاعات جدید را منعکس می‌کنند. با این حال، در شرایطی که فعالان بازار دچار سوگیری بیش‌اعتمادی هستند، ممکن است واکنش‌های آن‌ها نسبت به اطلاعات جدید منطقی نباشد و این امر باعث ایجاد نوسانات غیرعادی در بازار شود. بررسی این تئوری در کنار فرضیه‌های پژوهش می‌تواند نشان دهد که آیا در دوره‌هایی که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بالاست، ارتباط ارزشی داده‌ها و اطلاعات حسابداری کاهش می‌یابد یا خیر؟

در مجموع، این پژوهش با تکیه بر تئوری‌های مطرح‌شده، به بررسی تأثیر بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بر ارتباط ارزشی داده‌ها و اطلاعات حسابداری می‌پردازد. درک این تئوری‌ها، چارچوب تحلیلی مناسبی برای تبیین رفتار فعالان بازار در بازارهای مالی و بررسی تأثیرپذیری اطلاعات حسابداری از این رفتارها فراهم می‌کند و نشان می‌دهد که چگونه سوگیری‌های شناختی می‌توانند بر فرآیند قیمت‌گذاری سهام و کارایی بازار تأثیر بگذارند.

### ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری: مبانی و اهمیت

#### مفهوم ارتباط ارزشی و شاخص‌های سنجش آن

مطالعه فرآیند تصمیم‌گیری و ارزیابی ارزش سهام توسط فعالان بازار، این امکان را فراهم می‌آورد که بتوان واقعیت‌های بازار سرمایه و استثنائات تجربی را در چارچوب تئوری‌های مالی تحلیل کرد. در پژوهش‌های مختلفی که در زمینه ارتباط ارزشی داده‌ها و اطلاعات حسابداری انجام شده است، مدل‌های متعددی برای آزمون فرضیه‌ها و اطلاعاتی مانند بازده یا قیمت سهام به‌عنوان معیاری برای سنجش ارتباط ارزشی داده‌ها و اطلاعات حسابداری مورد استفاده قرار گرفته‌اند. این پژوهش‌ها گاهی بر ضریب‌های متغیرهای حسابداری مدل‌های ارزش‌گذاری تأکید دارند و گاهی نیز تأثیر متغیرهای حسابداری در فرآیند ارزش‌گذاری را بیشتر و قوی‌تر می‌بینند (هیلی و پالیو، ۲۰۰۱). به‌طور کلی، مبانی نظری پژوهش در زمینه ارتباط ارزشی داده‌ها و اطلاعات حسابداری ترکیبی از تئوری‌های ارزش‌گذاری و مفاهیم نظری حسابداری است. هدف اصلی این پژوهش‌ها پیش‌بینی روابط بین متغیرهای بازار حقوق‌صاحبان سهام و متغیرهای حسابداری است. بر این اساس، مدل‌های ارزشیابی را می‌توان به سه دسته اصلی تقسیم کرد:

۱. مدل‌های مبتنی بر رویکرد سود و زیان: این مدل‌ها تاریخچه‌ای طولانی دارند و از اولین پژوهشگران استفاده‌کننده از این رویکرد می‌توان به میلر و مودیلیانی (۱۹۹۶) اشاره کرد.
۲. مدل‌های مبتنی بر رویکرد ترازنامه‌ای: پژوهشگران مشهوری مانند بارث و لندزمن (۱۹۹۵) از این مدل‌ها در پژوهش‌های خود بهره برده‌اند.
۳. مدل‌های ترکیبی: این مدل‌ها ترکیبی از دو رویکرد اول و دوم هستند و فرض اصلی آن‌ها این است که ارزش یک واحد تجاری می‌تواند به‌صورت تابعی از

ارزش فعلی درآمدهای غیرعادی آتی و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام نمایش داده شود.

پژوهشگران این گروه‌ها نشان داده‌اند که می‌توان از حسابداری محافظه‌کارانه در این مدل‌ها استفاده کرد و متغیرهایی مانند رشد دارایی‌های عملیاتی را به‌عنوان متغیرهای اصلی وارد مدل‌های ارزشیابی نمود. همچنین، آن‌ها تأکید کرده‌اند که می‌توان متغیرهای مهم دیگری مانند نرخ رشد سود و اندازه شرکت را نیز به این مدل‌ها اضافه کرد. به همین دلیل، پژوهشگران و متخصصانی چون مایرز (۲۰۰۰) بیان کرده‌اند که مدل فلتهام و اهلسون (۱۹۹۵) درک ما را از ارتباط بین ارزش شرکت و ارقام حسابداری به‌طور قابل توجهی بهبود بخشیده است. به‌ویژه، طبق گفته بیور (۲۰۰۲)، مدل‌های این دو محقق نقش بسیار مهمی در تعیین ویژگی‌های سیستم‌های حسابداری ایفا کرده‌اند؛ این ویژگی‌ها شامل رابطه مازاد خالص، سود، محافظه‌کاری، ارزش دفتری و تأخیر در شناسایی است.

#### نقش اطلاعات حسابداری در ارزش‌گذاری بازار

داده‌ها و اطلاعات حسابداری بخش کلیدی سیستم‌های مالی و اقتصادی هستند و نقش مهمی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران ایفا می‌کنند. این اطلاعات شامل مجموعه‌ای از داده‌های پردازش‌شده در قالب گزارش‌های مالی، ترازنامه‌ها، صورت‌های سود و زیان، جریان‌های نقدی و سایر شاخص‌های مالی است که به ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و تحلیل وضعیت آن‌ها در بازار کمک می‌کند. اطلاعات حسابداری به‌عنوان یکی از ابزارهای اصلی کاهش عدم تقارن اطلاعاتی بین فعالان بازار و مدیران شرکت‌ها شناخته می‌شوند و تأثیر بسیاری بر قیمت‌گذاری سهام و بازده سرمایه‌گذاری دارند (هیلی و پالیو، ۲۰۰۱). ویژگی‌های کیفی اطلاعات حسابداری شامل مواردی چون مربوط بودن، قابلیت اتکا، مقایسه‌پذیری و قابل درک بودن هستند که اطلاعاتی با این ویژگی‌ها می‌توانند تأثیر مثبت در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران داشته باشند و میزان اعتماد آن‌ها را به گزارش‌های مالی افزایش دهند. در این میان، کیفیت اطلاعات حسابداری و میزان شفافیت آن‌ها نقش حیاتی در کاهش اثرات سوگیری‌های شناختی، به‌ویژه بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران، ایفا می‌کند (باربر و اوودین، ۲۰۰۱). فعالان بازار برای ارزیابی وضعیت مالی شرکت‌ها و پیش‌بینی روند بازدهی سهام به اطلاعات حسابداری وابسته هستند. از این رو، بررسی ارتباط ارزشی این اطلاعات در شرایط مختلف بازار، به‌ویژه در دوره‌هایی که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بالا

یا پایین است، اهمیت زیادی دارد (فرانسیس و شیپر، ۱۹۹۹). شاخص‌های مالی استفاده‌شده در این پژوهش شامل سود هر سهم، ارزش دفتری دارایی‌ها، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و جریان‌های نقدی عملیاتی هر سهم هستند. این متغیرها به‌عنوان معیارهای اصلی برای سنجش ارتباط ارزشی داده‌ها و اطلاعات حسابداری در نظر گرفته می‌شوند و تأثیر بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بر این ارتباط بررسی خواهد شد. انتظار می‌رود که در دوره‌هایی که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران در بازار بالاست، این ارتباط دستخوش تغییرات قابل توجهی شود و بر نحوه استفاده سرمایه‌گذاران از اطلاعات حسابداری تأثیر بگذارد (کالینز و همکاران، ۱۹۹۷). در مجموع، داده‌ها و اطلاعات حسابداری از جمله عوامل کلیدی در تصمیم‌گیری‌های فعالان بازار محسوب می‌شوند و بررسی تأثیر سوگیری‌های رفتاری، به‌ویژه بیش‌اعتمادی، بر ارزش این اطلاعات می‌تواند به درک بهتر پویایی‌های بازار سرمایه کمک کند. این پژوهش با تمرکز بر تأثیر بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بر ارتباط ارزشی داده‌ها و اطلاعات حسابداری، درصدد است تا یافته‌های جدیدی در زمینه کارایی بازار و نقش اطلاعات مالی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری ارائه دهد.

## پیشینه پژوهش و تدوین فرضیه‌های اول و دوم

### مبانی نظری رابطه سود و ارزش بازار

سود هر سهم به عنوان خلاصه‌ای جامع از عملکرد مالی شرکت، همواره جایگاه محوری در ادبیات ارزش‌گذاری بازار داشته است. بر اساس نظریه‌های بنیادی حسابداری و مالی، سود انعکاسی از توانایی ایجاد ثروت و جریان‌های نقدی آتی شرکت است و از این رو، یک متغیر تعیین‌کننده کلیدی در مدل‌های تبیین‌کننده قیمت و بازده سهام محسوب می‌شود (اوهلسون، ۱۹۹۵؛ اوهلسون و فلتهم، ۱۹۹۵). مدل‌های کلاسیک ارزش‌گذاری، از جمله مدل‌های مبتنی بر تنزیل سود، بر این اصل استوارند که ارزش ذاتی سهام تابعی از سودهای مورد انتظار آتی است. از منظر اطلاعاتی نیز، سود به عنوان یک شاخص مهم، عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سرمایه‌گذاران را کاهش داده و مبنایی برای تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری فراهم می‌کند. بنابراین، در یک چارچوب نظری عقلایی و در غیاب اختلالات رفتاری، انتظار یک رابطه مثبت و معنادار بین سود گزارش‌شده و واکنش بازار (هم در قالب سطح قیمت و هم در قالب بازده) وجود دارد. این رابطه پایه، سنگ بنای آزمون فرضیه‌های این پژوهش است.

### استدلال نظری نقش بیش‌اعتمادی در تقویت این رابطه

فرضیه‌های اول و دوم این پژوهش استدلال می‌کنند که سطح بالای بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران، سبب تقویت ارتباط ارزشی سود هر سهم با قیمت و بازده سهام می‌شود. این استدلال ریشه در دو مکانیزم کلیدی مالی رفتاری دارد: «محدودیت توجه» و «اتکا به راه‌حل‌های اکتشافی». سرمایه‌گذاران بیش‌اعتماد که دقت اطلاعات و توانایی تحلیلی خود را بیش از حد واقعیت برآورد می‌کنند (دانیل و همکاران، ۱۹۹۸)، تمایل دارند فرآیندهای پیچیده ارزش‌گذاری را ساده‌سازی نمایند. آن‌ها در انبوه اطلاعات موجود، به‌طور طبیعی به سراغ نشانه‌های ساده، برجسته و کم‌هزینه‌تر از نظر شناختی می‌روند (ژروایس و ادوین، ۲۰۰۱). در این میان، «سود هر سهم» به‌عنوان پرتکرارترین، قابل‌فهم‌ترین و رسانه‌ای‌ترین شاخص عملکرد شرکت، به یک «نقطه کانونی» قدرتمند تبدیل می‌شود. در شرایط هیجانی و خوش‌بینی افراطی ناشی از موج بیش‌اعتمادی در بازار، سرمایه‌گذاران به‌طور نامتناسبی وزن بیشتری به اخبار مرتبط با سود می‌دهند و تفسیرهای خوشبینانه‌تری از آن ارائه می‌کنند. این تمرکز افراطی، دو پیامد دارد: اول، واکنش شدیدتر و سریع‌تر قیمت به انتشار اطلاعات سود. دوم، همبستگی قوی‌تر بین بازده سهام و تغییرات سود. به عبارت دیگر، بیش‌اعتمادی باعث می‌شود سرمایه‌گذاران نه تنها به سود توجه کنند، بلکه حساسیت و شدت واکنش خود را به آن افزایش دهند، که در مدل‌های رگرسیون به صورت ضریب بزرگتر و معنادارتر متغیر سود ظهور می‌یابد. بنابراین، از منظر نظری بیش‌بینی می‌شود در دوره‌های رونق بیش‌اعتمادی، سود هر سهم قدرت تبیین بیشتری برای نوسانات بازار خواهد داشت.

### شواهد تجربی پیشین

شواهد تجربی پیشین در بازارهای داخلی و بین‌المللی، هم وجود ارتباط ارزشی سود را تأیید کرده و هم نقش تعدیل‌گرانه عوامل رفتاری را برجسته ساخته است. در بازار ایران، مطالعات پایه‌ای مانند ایزدی‌نیا و همکاران (۱۳۹۲) و اعتمادی و بابایی (۱۳۹۷)، ارتباط مثبت و معنادار سود هر سهم با بازده و قیمت سهام را گزارش کرده‌اند. به‌طور خاص، پژوهش حسن‌زاده و بولو (۱۴۰۱) نشان داد که در دوره‌های با گرایش احساسی بالا، ارتباط سود با بازده و قیمت سهام قوی‌تر و معنادارتر است. این یافته که ماهودی (۱۴۰۲) نیز با تأکید بر نقش مستقیم سوگیری‌های رفتاری بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری آن را

تأیید می‌کند، مستقیماً از فرضیه تقویت رابطه سود-ارزش در شرایط هیجانی پشتیبانی می‌نماید. در سطح بین‌المللی، مطالعه ون هی و همکاران (۲۰۲۰) به عنوان پژوهش پایه، به صراحت نشان داد که احساسات سرمایه‌گذاران، ارتباط ارزشی متغیرهای حسابداری را تعدیل می‌کند. یافته کلیدی آن‌ها حاکی از آن است که در دوره‌های احساسی بالا، بازده واکنش بیشتری به سود نشان می‌دهد. این نتیجه با مطالعاتی که بیش‌اعتمادی را محرک رفتارهای هیجانی و تمرکز بر نشانه‌های ساده مانند سود می‌دانند (مانند متوسی و مصطفی، ۲۰۱۶ و گودکر و همکاران، ۲۰۲۵) هم‌سو است. همچنین، پژوهش‌هایی مانند الباکریا و همکاران (۲۰۱۷) و هیونگک و وانگ (۲۰۱۸) نشان داده‌اند که ارتباط ارزشی سود در اثر عوامل مختلف (تغییر استانداردها، رویدادهای شرکتی) تغییر می‌کند، که این پویایی، فضای نظری لازم برای بررسی نقش یک عامل رفتاری مانند بیش‌اعتمادی را فراهم می‌آورد. مجموعه این شواهد، پایه تجربی مستحکمی برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم پژوهش حاضر فراهم می‌سازد.

### خلاصه و نتیجه‌گیری برای تدوین فرضیه‌های اول و دوم

با تلفیق مبانی نظری و شواهد تجربی پیشین می‌توان به جمع‌بندی روشنی برای تدوین فرضیه‌های اول و دوم دست یافت. از یک سو، سود هر سهم در تئوری‌های پایه‌ای ارزش‌گذاری به عنوان یک شاخص کلیدی شناخته می‌شود که رابطه‌ای بنیادی با ارزش بازار (قیمت و بازده سهام) دارد. از سوی دیگر، نظریه مالی رفتاری استدلال می‌کند که سوگیری بیش‌اعتمادی، از طریق مکانیزم‌هایی مانند «توجه محدود» و «اتکا به راه‌حل‌های اکتشافی»، باعث می‌شود سرمایه‌گذاران در دوره‌های هیجانی به‌طور نامتناسبی بر این شاخص برجسته و ساده تمرکز کنند. این تمرکز افراطی، منجر به واکنش شدیدتر و سریع‌تر بازار به اطلاعات سود می‌گردد. شواهد تجربی، به‌ویژه در بازار ایران (حسن‌زاده و بولو، ۱۴۰۱؛ ماهودی، ۱۴۰۲) و در مطالعات بین‌المللی (ون هی و همکاران، ۲۰۲۰)، نیز نشان می‌دهند که حالت‌های هیجانی بازار می‌تواند قدرت توضیح‌دهندگی سود را تقویت کند. بنابراین، با اتکا به این چارچوب نظری و ادبیات تجربی، فرضیه‌های اول و دوم این پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شود:

فرضیه اول: در دوره‌هایی که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بالاست، ارتباط بین سود و بازده سهام قوی‌تر از دوره‌هایی است که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران پایین می‌باشد.

فرضیه دوم: در دوره‌هایی که بیش اعتمادی سرمایه گذاران بالاست، ارتباط بین سود و قیمت سهام قوی‌تر از دوره‌هایی است که بیش اعتمادی سرمایه گذاران پایین می‌باشد.

### پیشینه پژوهش و تدوین فرضیه سوم و چهارم

#### مبنای نظری رابطه سایر متغیرهای حسابداری و ارزش بازار

در کنار سود هر سهم، سایر متغیرهای حسابداری از جمله ارزش دفتری دارایی‌ها، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و جریان نقدی عملیاتی، هر یک به عنوان شاخص‌های بنیادی و با ثبات‌تر در مدل‌های ارزش گذاری مطرح هستند. این متغیرها، برخلاف سود که می‌تواند تحت تأثیر برآوردها و روش‌های حسابداری قرار گیرد، عمدتاً بر مبنای معاملات واقعی و رویکرد محافظه کارانه‌تر اندازه‌گیری می‌شوند. ارزش دفتری، بیانگر منابع اقتصادی تجمیع شده در شرکت و مبنایی برای سنجش خالص دارایی‌هاست. جریان نقدی عملیاتی نیز به عنوان معیاری عینی و کمتر دست‌خوش اقلام تعهدی، نمایانگر توانایی واقعی شرکت در ایجاد وجه نقد از فعالیت‌های اصلی خود است (هیلی و پالیو، ۲۰۰۱). در ادبیات حسابداری، مدل‌های مبتنی بر ترازنامه (مانند پژوهش بارث و لندزمن، ۱۹۹۵) و مدل‌های ترکیبی (مانند فلتام و اوهلسون، ۱۹۹۵) به وضوح نقش این متغیرها را در تبیین ارزش ذاتی شرکت تثوریزه کرده‌اند. این رویکردها بر این اصل استوارند که در یک فرآیند ارزش گذاری عقلایی و جامع، سرمایه گذاران برای ارزیابی سلامت مالی، ثبات و رشد آتی یک شرکت، به ترکیبی از این شاخص‌های ترازنامه‌ای و نقدی توجه می‌کنند.

#### استدلال نظری نقش بیش اعتمادی در تضعیف این رابطه

در مقابل، استدلال فرضیه‌های سوم و چهارم مبتنی بر این اصل است که سوگیری بیش اعتمادی، توجه و منابع شناختی سرمایه گذاران را از تحلیل جامع و بنیادی منحرف کرده و در نتیجه سبب تضعیف ارتباط ارزشی سایر متغیرهای حسابداری (غیر از سود) با قیمت و بازده سهام می‌شود. هنگامی که موج بیش اعتمادی در بازار غالب است، سرمایه گذاران مغرور، تمایل به نادیده گرفتن یا کم‌اهمیت شمردن شاخص‌های پیچیده‌تر، کمتر برجسته و با فرآیند تحلیل زمان‌برتر (مانند ارزش دفتری و جریان نقدی) دارند. آن‌ها با اعتماد افراطی به قضاوت و اطلاعات محدود خود، ترجیح می‌دهند بر یک نشانه ساده و پرمخاطب (سود) متمرکز شوند و از ارزیابی چندبعدی و محافظه کارانه‌ای که متغیرهای ترازنامه‌ای و نقدی ارائه می‌دهند، غفلت می‌ورزند (باربر و اودین، ۲۰۰۱؛ ژو و همکاران،

۲۰۲۰). این "توجه‌گزینی" و "ساده‌سازی افراطی" در تصمیم‌گیری، باعث می‌شود واکنش بازار به اخبار مربوط به این متغیرهای بنیادی، کم‌شدت‌تر و با تأخیر بیشتری صورت پذیرد. بنابراین، از منظر نظری انتظار می‌رود در دوره‌هایی که سطح بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بالا است، قدرت توضیح‌دهندگی و ضریب این متغیرها در مدل‌های ارزش‌گذاری تضعیف گردد.

### شواهد تجربی پیشین

در مقابل، شواهد مربوط به اهمیت سایر متغیرهای حسابداری (مانند ارزش دفتری و جریان نقدی) عمدتاً در شرایطی پررنگ می‌شوند که یا تحلیل بنیادی عمیق‌تر باشد یا عوامل اختلال‌زا کاهش یافته باشد. در بازار داخلی، ستایش و همکاران (۱۳۹۴) دریافتند که در شرکت‌های با محیط اطلاعاتی شفاف‌تر، جریان نقد عملیاتی نقش برجسته‌تری در ارزش‌گذاری ایفا می‌کند. مطالعه بیات و همکاران (۱۳۹۴) نیز نشان داد که پایداری سود (که وابسته به کیفیت ارقام تعهدی و جریان نقد است) ارتباط ارزشی اطلاعات را تقویت می‌کند. این یافته‌ها مؤید آن است که در غیاب ابهام و با دسترسی به اطلاعات با کیفیت، سرمایه‌گذاران به معیارهای محافظه‌کارانه‌تر و نقدی‌تر توجه بیشتری نشان می‌دهند. از منظر مالی رفتاری، پژوهش‌هایی مانند جهانخانی و همکاران (۱۳۸۸) و سیف‌الهی (۱۳۹۴) که رابطه معناداری برای شاخص‌های بیش‌اعتمادی نیافتند، خود گواهی بر این موضوع هستند که در دوره‌ها یا نمونه‌های خاص، ممکن است رفتار عقلایی‌تر غالب شود. در ادبیات خارجی، یافته‌ون هی و همکاران (۲۰۲۰) مکمل این دیدگاه است؛ آن‌ها گزارش کردند که در دوره‌های احساسی پایین، سایر متغیرهای حسابداری (غیر از سود) ارتباط قوی‌تری با بازده سهام دارند. همچنین، مطالعه هیونگ و وانگ (۲۰۱۸) نشان داد سرمایه‌گذاران پس از رویدادهای پیچیده مانند ادغام، وزن بیشتری به ارزش دفتری می‌دهند که حاکی از بازگشت به معیارهای محافظه‌کارانه در شرایط عدم اطمینان بالاست. این چارچوب تجربی، مبنای مناسبی برای فرضیه افزایش وزن سایر متغیرهای حسابداری (ارزش دفتری و جریان نقد) در دوره‌های با سطح پایین‌تر بیش‌اعتمادی فراهم می‌آورد.

### خلاصه و نتیجه‌گیری برای تدوین فرضیه‌های سوم و چهارم

با جمع‌بندی مبانی نظری و شواهد پیشین می‌توان چارچوب روشنی برای تدوین فرضیه‌های سوم و چهارم ترسیم کرد. مبانی نظری نشان می‌دهد که متغیرهای حسابداری نظیر ارزش دفتری و

جریان نقدی عملیاتی، به عنوان شاخص‌های محافظه‌کارانه، پایدار و مبتنی بر معاملات واقعی، نقش مکمل و گاه جایگزین مهمی در فرآیند ارزش‌گذاری بنیادی و عقلایی ایفا می‌کنند. با این حال، تئوری مالی رفتاری استدلال می‌کند که سوگیری بیش‌اعتمادی با ایجاد «توجه‌گزینشی» و تمایل به «ساده‌سازی افراطی» تصمیمات، سبب می‌شود سرمایه‌گذاران در دوره‌های اطمینان بالا، از تحلیل عمیق این شاخص‌ها غفلت کرده و منابع شناختی خود را بر نشانه‌های ساده‌تر متمرکز کنند. این انحراف توجه، به طور طبیعی منجر به کاهش حساسیت بازار و تضعیف واکنش‌پذیری قیمت و بازده سهام نسبت به این متغیرهای بنیادی می‌گردد. شواهد تجربی نیز، از جمله یافته‌های ون‌هی و همکاران (۲۰۲۰) که نشان داد در دوره‌های احساسی پایین، سایر متغیرهای حسابداری ارتباط قوی‌تری با بازده دارند، از این استدلال پشتیبانی می‌کنند. بر این اساس، فرضیه‌های سوم و چهارم این پژوهش به شرح زیر تدوین می‌شوند:

فرضیه سوم: در دوره‌هایی که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران پایین است، ارتباط بین بازده سهام و سایر متغیرهای حسابداری (ارزش دفتری دارایی‌ها، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و جریان نقدی عملیاتی)، قوی‌تر از زمانی است که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بالاست.

فرضیه چهارم: در دوره‌هایی که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران پایین است، ارتباط بین قیمت سهام و سایر متغیرهای حسابداری (ارزش دفتری دارایی‌ها، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و جریان نقدی عملیاتی)، قوی‌تر از زمانی است که بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بالاست.

### جمع‌بندی، مدل مفهومی و فرضیه‌های پژوهش

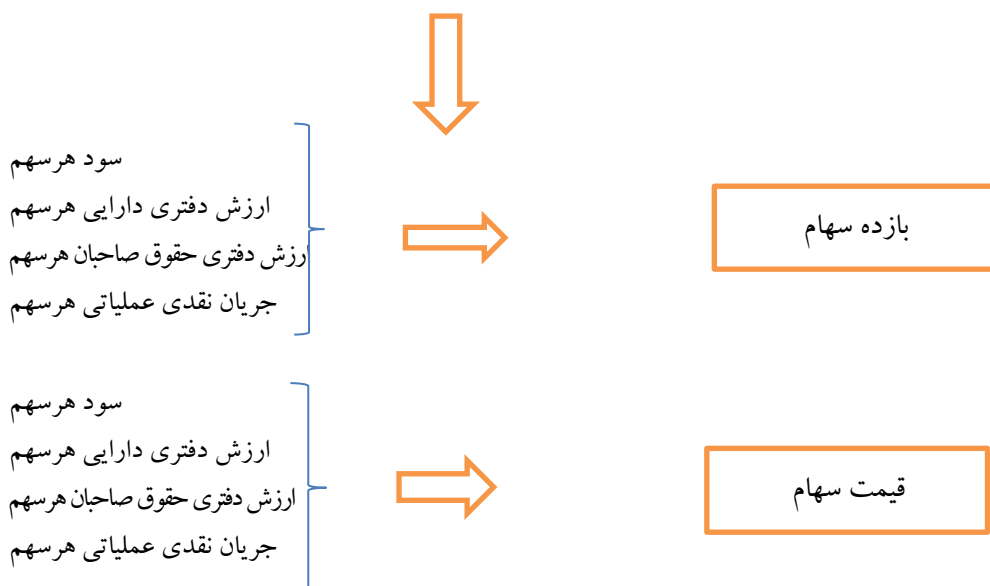
#### مدل مفهومی پژوهش

الگوی مفهومی پژوهش حاضر، روابط پیچیده و چندوجهی بین بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران، متغیرهای حسابداری و فرآیند قیمت‌گذاری بازار را ترسیم می‌کند. در این مدل، بیش‌اعتمادی به‌عنوان یک متغیر تعدیل‌کننده، نقش حیاتی در تقویت یا تضعیف ارتباط میان داده‌های حسابداری (مانند سود هر سهم، جریان نقدی، و ارزش دفتری دارایی‌ها) و متغیرهای ارزش‌گذاری بازار (شامل قیمت سهام و بازده) ایفا می‌کند. این الگو بر تأثیر سوگیری‌های شناختی بر فرآیندهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأکید دارد و در تلاش است تا نقش روان‌شناسی مالی را در تغییرات قیمت سهام و ارزش‌گذاری دارایی‌ها روشن کند. در این مدل، فرض بر این است که سطح بالای بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران می‌تواند باعث افزایش تأثیرگذاری اطلاعات حسابداری در

تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری شود، به طوری که در دوره‌های با بیش‌اعتمادی بالا، فعالان بازار تمایل دارند تا اطلاعات حسابداری را به‌طور غیرمنطقی تفسیر کرده و بیشتر به آن‌ها اعتماد کنند. در نتیجه، ارتباط بین اطلاعات حسابداری و قیمت‌گذاری بازار تقویت می‌شود. برعکس، در دوره‌های کم‌تر از حد اعتماد به نفس، این ارتباط ممکن است ضعیف‌تر شود، زیرا سرمایه‌گذاران کمتر تحت تأثیر اطلاعات حسابداری قرار می‌گیرند و بیشتر به عوامل غیرمالی و روان‌شناختی واکنش نشان می‌دهند. این الگو نه تنها به درک بهتر تأثیر سوگیری‌های رفتاری بر فرآیند قیمت‌گذاری کمک می‌کند، بلکه به‌طور خاص تأثیر بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران بر رابطه بین اطلاعات حسابداری و ارزش‌گذاری بازار را بررسی می‌نماید و بر ضرورت درک و شناخت این تأثیرات برای بهبود تحلیل‌های مالی و تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری تأکید دارد.

### بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران

#### (تعدیل گر)



### نوآوری پژوهش

مرور پیشینه پژوهش‌ها نشان می‌دهد که اگرچه موضوعات مالی رفتاری، بیش‌اعتمادی و ارتباط ارزشی داده‌ها و اطلاعات حسابداری به‌طور جداگانه مورد بررسی قرار گرفته‌اند، اما مطالعاتی که به‌طور خاص نقش تعدیل‌گرانه بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران را در ارتباط با ارزش اطلاعات حسابداری، به‌ویژه در بازار سرمایه ایران، مورد بررسی قرار داده باشند، بسیار محدود است. نوآوری این پژوهش در ترکیب هم‌زمان دو حوزه مالی رفتاری و ارتباط ارزشی در بستر بازار نوظهور ایران نهفته است. همچنین، استفاده از شش شاخص و تحلیل عاملی به‌منظور سنجش دقیق‌تر و معتبرتر بیش‌اعتمادی، رویکردی جدید در مطالعات داخلی محسوب می‌شود و برای نخستین بار در ایران اجرا شده است.

### روش‌شناسی

#### جامعه آماری، نمونه‌گیری و دوره زمانی

این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و از نظر روش، توصیفی-همبستگی است. جامعه آماری آن را کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهند. با اعمال معیارهای غربالگری (فعالیت مستمر طی سال‌های ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲، ارائه منظم گزارش‌های مالی، ثبات سال مالی و در دسترس بودن داده‌ها) و به روش نمونه‌گیری هدفمند، تعداد ۱۳۰ شرکت انتخاب شد. ساختار داده‌های نهایی به صورت پانل<sup>۱</sup> متوازن و در قالب ۱۳۰۰ مشاهده شرکت-سال می‌باشد. داده‌ها از منابع معتبری نظیر سامانه کدال و بانک‌های اطلاعاتی بورس تهران گردآوری شدند.

#### مدل‌ها و تعریف عملیاتی متغیرها

##### متغیر وابسته و مستقل

برای آزمون فرضیه‌ها از دو مدل رگرسیونی مبتنی بر داده‌های پانل با رویکرد حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شده است که به ترتیب بازده سهام (R) و قیمت سهام (P) را به عنوان متغیر وابسته تبیین می‌کنند (ون‌هی و همکاران، ۲۰۲۰).

##### ارتباط ارزشی بازده:

$$t+ \varepsilon_t + \beta_4 CF_{i,t} + \beta_3 Equity_{i,t} + \beta_2 Asset_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t}$$

رابطه (۱)

ارتباط ارزشی قیمت:

$$t + \beta_4 CF_{i,t} + \beta_3 Equity_{i,t} + \beta_2 Asset_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EPS_{i,t} + \beta_5 Size_{i,t} + \beta_6 \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

### تعریف عملیاتی متغیرها

متغیرهای وابسته:

بازده سهام (R): مجموع بازده مرکب ۱۲ ماهه منتهی به ماه برگزاری مجمع سالیانه، محاسبه شده با فرمول تعدیل شده برای افزایش سرمایه.  
 قیمت سهام (P): میانگین قیمت سهام از روز بازگشایی نماد پس از مجمع سالیانه تا پایان همان ماه.

متغیرهای حسابداری مستقل (بر اساس صورت‌های مالی):

سود هر سهم (EPS): سود خالص قابل انتساب به سهامداران عادی تقسیم بر تعداد سهام.  
 ارزش دفتری دارایی‌های هر سهم (Asset): کل دارایی‌های ترازنامه تقسیم بر تعداد سهام.  
 ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام هر سهم (Equity): حقوق صاحبان سهام تقسیم بر تعداد سهام.  
 جریان نقدی عملیاتی هر سهم (CF): خالص جریان نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی تقسیم بر تعداد سهام.

متغیر تعدیل‌گر (بیش‌اعتمادی)

شاخص‌های جایگزین اولیه

- برای سنجش غیرمستقیم سوگیری بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران، شش شاخص جایگزین پر کاربرد مبتنی بر رفتار بازار که در ادبیات با این سوگیری مرتبط شناخته شده‌اند، محاسبه شد:
- تغییر در حجم معاملات ( $\Delta TV$ ): درصد تغییر حجم معاملات دوره جاری نسبت به دوره قبل.
  - معاملات بیش‌ازحد بر مبنای آستانه صفر ( $ET_{IT}$ ): معیاری که تنها تغییرات مثبت حجم معاملات را در نظر می‌گیرد.
  - معاملات بیش‌ازحد بر مبنای میانه ( $ETD_{IT}$ ): معیاری که تغییرات حجم معاملات را تنها زمانی در نظر می‌گیرد که از میانه تاریخی تغییرات حجم آن شرکت بیشتر باشد.

- معاملات بیش از حد بر مبنای میانگین متحرک (ETM\_IT): معیاری که تغییرات حجم معاملات را تنها زمانی در نظر می‌گیرد که از میانگین متحرک ۵ ماه گذشته آن شرکت بیشتر باشد.
- نرخ گردش مالی (TURNOVER): نسبت حجم معاملات به تعداد سهام موجود.
- افزایش تعداد سهام موجود (ISO\_IT): معیاری دودویی که در صورت افزایش تعداد سهام نسبت به دوره قبل، مقدار ۱ و در غیر این صورت ۰ را اختیار می‌کند.

### نرمال سازی داده‌ها

پیش از ترکیب، به منظور حذف اثر مقیاس و ایجاد قابلیت مقایسه، کلیه شش شاخص فوق با استفاده از روش نرمال سازی حداقل-حداکثر در بازه ۰, ۱ استاندارد شدند.

### فرآیند و منطق تحلیل عاملی

برای استخراج یک شاخص ترکیبی واحد و کاهش ابعاد داده‌ها، تحلیل عاملی اکتشافی بر روی شش شاخص نرمال شده با استفاده از نرم افزار ایویوز ۱۲ اجرا گردید. بررسی کفایت نمونه گیری با شاخص KMO (۰/۷۹) و معناداری آزمون بارتلت ( $p=0/000$ )، مناسب بودن داده‌ها برای انجام تحلیل عاملی را تأیید کرد. روش استخراج، مؤلفه‌های اصلی و برای وضوح بیشتر ساختار عاملی، از چرخش واریماکس استفاده شد. بر اساس معیار پذیرفته شده کیزر (مقدار ویژه بزرگتر از ۱)، دو عامل معنادار استخراج گردید که در مجموع ۷۸/۳۳٪ از واریانس کل شاخص‌ها را تبیین می‌کنند. ماتریس بارهای عاملی پس از چرخش نشان داد که هر شش شاخص، بار عاملی بسیار بالایی (بین ۰/۶۵ تا ۰/۸۵) بر روی عامل اول دارند. این عامل به تنهایی ۵۸/۳۳٪ از واریانس را تبیین می‌کند و به وضوح سازه اصلی مورد نظر، یعنی سوگیری بیش اعتمادی را اندازه گیری می‌نماید. بنابراین، عامل اول به عنوان نماینده غالب این سوگیری برای ساخت شاخص نهایی انتخاب شد.

### فرمول ترکیب شاخص‌ها و ساخت متغیر نهایی

عامل اول و دوم به ترتیب ۵۸/۳۳٪ و ۲۰/۰۰٪ از واریانس کل شاخص‌ها را تبیین می‌کنند که در مجموع ۷۸/۳۳٪ از تغییر پذیری را پوشش می‌دهد. با بررسی ماتریس بارهای عاملی چرخش یافته، مشخص شد که هر شش شاخص بار عاملی بسیار بالایی (بین ۰/۶۵ تا ۰/۸۵) بر روی عامل اول دارند. بنابراین، عامل اول به عنوان نماینده غالب سوگیری بیش اعتمادی انتخاب شد. شاخص ترکیبی نهایی بیش اعتمادی برای هر مشاهده شرکت-سال، به عنوان نمره عاملی استاندارد شده این عامل

محاسبه گردید. این متغیر پیوسته به عنوان متغیر تعدیل‌گر در مدل‌های پژوهش وارد شد.

### متغیرهای کنترل

به منظور افزایش دقت برآورد مدل و کنترل اثر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها بر روابط مورد بررسی، دو متغیر کنترل کلیدی در مدل‌های پژوهش لحاظ شده‌اند. انتخاب این متغیرها مبتنی بر مبانی نظری و شواهد تجربی پیشین است تا از بروز تورش ناشی از حذف متغیرهای اثرگذار جلوگیری شود.

- اندازه شرکت (SIZE): این متغیر با استفاده از لگاریتم طبیعی (Ln) کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی اندازه‌گیری می‌شود. شرکت‌های بزرگ‌تر به دلیل دسترسی به منابع بیشتر، تنوع عملیاتی بالاتر و ریسک اطلاعاتی پایین‌تر، ممکن است الگوهای بازده و قیمت‌گذاری متفاوتی را تجربه کنند. گنجاندن این متغیر، اثر مقیاس شرکت بر متغیرهای وابسته (بازده و قیمت سهام) را کنترل می‌نماید.
- اهرم مالی (LEV): این متغیر به عنوان نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌های شرکت در پایان سال مالی محاسبه می‌گردد. سطح اهرم مالی، بازتاب‌دهنده ریسک مالی و ساختار سرمایه شرکت است و می‌تواند بر انتظارات سرمایه‌گذاران و در نتیجه بر بازده و قیمت سهام تأثیر بگذارد. کنترل این متغیر، امکان جداسازی اثر خالص متغیرهای اطلاعات حسابداری از اثرات مرتبط با ریسک اعتباری و مالی شرکت را فراهم می‌سازد.

### روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

تحلیل داده‌های این پژوهش بر مبنای داده‌های پانلی (ترکیبی) انجام شده است. این روش با در اختیار گذاشتن مشاهدات بیشتر، کارایی برآوردها را افزایش داده و امکان کنترل هم‌زمان برای ناهمسانی‌های فردی مشاهده‌نشده بین شرکت‌ها و تغییرات زمانی را فراهم می‌آورد. فرآیند تحلیل در دو مرحله اصلی آزمون‌های تشخیصی و برآورد نهایی انجام پذیرفته است.

### روش برآورد مدل (رگرسیون پانل و GLS)

پس از انجام آزمون‌های تشخیصی و تعیین ساختار مناسب داده‌ها، مدل نهایی پژوهش با استفاده از روش داده‌های پانلی با اثرات ثابت و به کارگیری تخمین‌گر حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) برآورد شد. این انتخاب مبتنی بر نتایج آزمون‌های F لیمر و هاسمن بوده است. روش اثرات ثابت، ویژگی‌های ثابت و زمان‌ناپذیر متمایزکننده هر شرکت را که

ممکن است با متغیرهای مستقل همبستگی داشته باشند، کنترل می‌کند. همچنین، با توجه به تأیید وجود مشکل ناهمسانی واریانس در جملات خطا توسط آزمون بروش-پاگان، استفاده از تخمین گر GLS به عنوان یک روش کارا و مقاوم، موجب اصلاح این مشکل و دستیابی به برآوردهایی با واریانس حداقل می‌گردد. بنابراین، مدل‌های پایه پژوهش (رابطه‌های ۱ و ۲) در قالب یک چارچوب پانلی اصلاح‌شده با GLS برآورد گردیدند.

### آزمون‌های تشخیصی مورد استفاده

پیش از برآورد نهایی مدل‌ها، یک سری آزمون‌های تشخیصی استاندارد به منظور بررسی برقراری فروض کلاسیک مدل رگرسیون خطی و انتخاب روش برآورد بهینه انجام گرفت. این آزمون‌ها به شرح زیر هستند:

آزمون مانایی (پایایی) داده‌ها: برای اطمینان از نبود ریشه واحد و جلوگیری از برآورد رگرسیون‌های کاذب، ایستایی تمامی متغیرهای سری‌زمانی با استفاده از آزمون دیکی-فولر تعمیم‌یافته (ADF) مورد بررسی قرار گرفت. مانایی متغیرهای پژوهش با آزمون دیکی-فولر تعمیم‌یافته بررسی شد. نتایج نشان داد تمامی متغیرها در سطح غیرایستا بوده‌اند (مقادیر آماره ADF بین  $-1/40$  تا  $-1/83$  و سطح معناداری بیش از  $0/20$ )، اما پس از تفاضل‌گیری مرتبه اول ایستا شده‌اند (آماره ADF بین  $-6/55$  تا  $-7/20$  و  $P\text{-value} = 0/0000$ ). بنابراین، داده‌ها فاقد مشکل رگرسیون کاذب بوده و برای برآورد مدل‌های پانلی مناسب هستند.

آزمون F لیمر: این آزمون برای تصمیم‌گیری بین استفاده از مدل پانل (اثرات ثابت یا تصادفی) در مقابل مدل تلفیقی به کار رفت. رد فرض صفر این آزمون، بیانگر برتری مدل‌های پانلی است. به منظور انتخاب بین مدل تلفیقی و مدل داده‌های تابلویی، از آزمون F لیمر استفاده شد. نتایج نشان داد سطح معناداری آماره F در هر دو مدل پژوهش و در هر دو دوره کمتر از  $0/05$  و نزدیک به صفر است (برای مثال، آماره  $2/51$  و  $2/33$  در مدل اول و  $3/77$  و  $4/11$  در مدل دوم). بنابراین، فرض صفر رد شده و استفاده از روش داده‌های تابلویی نسبت به روش تلفیقی مناسب‌تر تشخیص داده شد.

آزمون هاسمن: پس از انتخاب مدل پانلی، از این آزمون برای تشخیص مناسب‌ترین روش بین مدل اثرات ثابت و مدل اثرات تصادفی استفاده شد. انتخاب نهایی بر اساس نتیجه این آزمون صورت پذیرفت. پس از تأیید روش داده‌های تابلویی، برای انتخاب بین مدل اثرات ثابت و اثرات تصادفی از آزمون هاسمن استفاده گردید. نتایج آزمون نشان داد مقدار

P-value در تمامی حالات کمتر از ۰/۰۵ است (برای مثال، آماره ۳۵/۱۷ و ۳۳/۷۵ در مدل اول و ۴۱/۴۸ و ۴۰/۵۸ در مدل دوم). از این رو، فرض صفر آزمون هاسمن رد شده و مدل اثرات ثابت به عنوان روش مناسب تخمین انتخاب شد.

آزمون ناهمسانی واریانس: وجود واریانس ناهمسان در جملات خطا با آزمون بروش-پاگان بررسی شد. تأیید وجود این مشکل، یکی از دلایل اصلی استفاده از تخمین گر GLS در برآورد نهایی بود. نتایج آزمون بروش-پاگان-گادفری برای هر دو مدل و در هر دو دوره نشان داد سطح معناداری آماره کمتر از ۰/۰۵ است (برای مثال، آماره ۱۸/۱۱ و ۱۷/۶۱ در مدل اول و ۱۴/۲۸ و ۱۳/۸۲ در مدل دوم). این نتایج بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در جملات خطاست. بر این اساس، برای دستیابی به برآوردهای کارا و پایدار، از تخمین گر حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) در برآورد نهایی مدل‌ها استفاده شد.

آزمون خودهمبستگی: برای بررسی استقلال جملات خطا از یکدیگر و عدم وجود خودهمبستگی سریالی، از آماره دورین-واتسون استفاده گردید. آماره دورین-واتسون برای تمامی مدل‌ها در بازه قابل قبول ۱/۵ تا ۲/۵ (بین ۱/۸۰ تا ۲/۳۰) قرار دارد. این نتایج نشان‌دهنده عدم وجود خودهمبستگی سریالی میان باقی‌مانده‌ها و تأیید استقلال جملات خطاست.

آزمون هم خطی چندگانه: به منظور اطمینان از عدم همبستگی شدید بین متغیرهای مستقل و کنترل که می‌تواند بر دقت برآورد ضرایب تأثیر بگذارد، عامل تورم واریانس (VIF) برای هر متغیر محاسبه شد. به منظور بررسی وجود هم خطی شدید بین متغیرهای مستقل، شاخص عامل تورم واریانس (VIF) محاسبه شد. نتایج نشان داد مقادیر VIF برای تمامی متغیرها کمتر از ۵ و میانگین آن حدود ۱/۵ است؛ بنابراین، مشکل هم خطی چندگانه شدید در مدل‌ها وجود نداشته و ضرایب برآوردی از دقت لازم برخوردارند.

آزمون نرمال بودن باقی‌مانده‌ها: نرمال بودن توزیع جملات خطای مدل‌های برآورده شده با آزمون جارک-برا ارزیابی گردید. انجام این مجموعه آزمون‌ها، صحت فرآیند مدل‌سازی و قابلیت اتکای نتایج برآورد شده برای آزمون فرضیه‌ها را تضمین نموده است. نتایج آزمون جارک-برا برای باقی‌مانده‌های هر چهار مدل نشان داد مقدار P-value در تمامی موارد کمتر از ۰/۰۵ و نزدیک به ۰ است. این نتایج بیانگر عدم نرمال بودن توزیع جملات خطاست. با این حال، با توجه به ماهیت داده‌های مالی، حجم نمونه مناسب و استفاده از روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS)، این موضوع خللی در اعتبار نتایج برآوردی ایجاد نمی‌کند.

## یافته‌ها

## آمار توصیفی و ماتریس همبستگی

پیش از آزمون فرضیه‌ها، شاخص‌های آمار توصیفی متغیرهای پژوهش محاسبه شد. این شاخص‌ها شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی برای کلیه متغیرها در دوره زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ است که در جدول (۱) ارائه شده‌اند. میانگین بازده سهام ۳۳/۹۸ درصد و قیمت سهام ۵۰۱۰ ریال بود که همراه با انحراف معیار بالا (به ترتیب ۲۳۸/۹۰ و ۸۳/۲۵) حاکی از نوسانات قابل توجه در بازار است. متغیرهای حسابداری اصلی، میانگین سود هر سهم ۸۱۰ ریال، ارزش دفتری دارایی‌های هر سهم ۶۹۵۰ ریال، ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام هر سهم ۲۶۲۰ ریال و جریان نقدی عملیاتی هر سهم ۱۷۸۰ ریال را نشان دادند. بررسی شاخص‌های چولگی مثبت و معنادار برای متغیرهایی مانند قیمت سهام (چولگی = ۲/۷۲) و ارزش دفتری دارایی‌ها (چولگی = ۱/۸۹)، همراه با فاصله قابل توجه بین میانگین و میانه در این متغیرها، حاکی از توزیع نامتقارن و کشیده به سمت راست (دارای دنباله راست) است. این الگوی آماری عمدتاً ناشی ویژگی‌های ساختاری بازار بورس تهران، از جمله حضور طیفی از شرکت‌های بسیار بزرگ در کنار شرکت‌های کوچک و متوسط در نمونه پژوهش می‌باشد. مقادیر میانه که نسبت به میانگین در برابر مشاهدات افراطی مقاوم‌تر هستند، تصویر مرکزی واقع‌بینانه‌تری از داده‌ها ارائه می‌دهند. اگرچه داده‌های پرت افراطی در سطح ۱٪ شناسایی و حذف شده‌اند، این الگوی توزیع ذاتاً بازتاب‌دهنده ناهمگنی در اندازه و مقیاس شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس است. متغیرهای کنترل اندازه شرکت و اهرم مالی به ترتیب دارای میانگین ۱۴/۲۵ و ۰/۶۲ بودند که نشان‌دهنده تنوع در اندازه و سطح بدهی بالای شرکت‌های نمونه است. همچنین، برای اطمینان از عدم وجود همخطی شدید بین متغیرهای مستقل، ماتریس همبستگی و عامل تورم واریانس بررسی شد. مقادیر VIF برای تمامی متغیرها کمتر از ۵ و میانگین آن حدود ۱/۵ بود که مؤید عدم وجود مشکل همخطی چندگانه در مدل‌های پژوهش می‌باشد.

جدول ۱- آمار توصیفی متغیرها

متغیرها	نماد متغیر	میانگین	میان	بیشترین	کمترین	انحراف معیار	چولگی	کشدگی
بازده سهم (درصد)	R	۳۳/۹۸	۲۷/۸۰	۲۳۲۲	-۷۱	۲۳۸/۹۰	-۱/۷۴	۷/۹۰
قیمت سهم (ریال)	P	۵۰۱۰	۴۳۳۰	۴۴۴۳۰۶	۷۱۶	۸۳/۲۵	۲/۷۲	۵/۸۱
سود هر سهم (ریال)	EPS	۸۱۰	۶۳۰	۱۴/۱۹۸	-۵/۰۰۴	۲۳/۴۰	-۰/۸۸	۲/۴۱
ارزش دفتری دارایی‌های هر سهم (ریال)	Asset	۶۹۵۰	۲۶۵۰	۹۱۲۰۰	۶۱۰	۳۹۲۵۰	۱/۸۹	۵/۴۲
ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام هر سهم (ریال)	Equity	۲۶۲۰	۹۸۰	۱۸۹۰۰	-۶۹۵۰	۱۱۸۵۰	۱/۶۲	۴/۸۷
جریان نقدی عملیاتی هر سهم (ریال)	CF	۱۷۸۰	-۰/۷۸	۳۱/۰۶	-۵۴۰۹	۲۵/۰۰	۱/۷۴	۲/۰۲
اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی)	Size	۲۵/۱۴	۱۴/۱۰	۱۸/۵۰	۱۰/۲۰	۱/۴۵	۰/۳۲	۲/۹۵
اهرم مالی (نسبت)	Lev	۰/۶۲	۰/۶۵	۰/۹۵	۰/۱۲	۰/۱۸	-۰/۵	۲/۷۰

### نتایج تحلیل عاملی و ساخت شاخص بیش‌اعتمادی

با توجه به غیرمستقیم بودن سنجش سوگیری بیش‌اعتمادی، از شش شاخص جایگزین مبتنی بر رفتار معاملات (تغییر در حجم معاملات، سه شاخص معاملات بیش‌ازحد، نرخ گردش مالی و افزایش تعداد سهام موجود) استفاده شد. برای استخراج یک شاخص ترکیبی جامع و کاهش ابعاد داده‌ها، تحلیل عاملی اکتشافی بر روی این شش شاخص انجام گرفت. نتایج تحلیل عاملی منجر به تشکیل یک شاخص واحد و یک بعدی از بیش‌اعتمادی گردید که واریانس قابل توجهی از نوسانات متغیرهای اولیه را تبیین می‌کرد. این شاخص ترکیبی به‌عنوان متغیر تعدیل‌گر اصلی در پژوهش مورد استفاده قرار گرفت. در نهایت، با استفاده از میانه این شاخص در سطح بازار، کل دوره پژوهش به دو دوره «بیش‌اعتمادی بالا» (۶ سال) و «بیش‌اعتمادی پایین» (۴ سال) تقسیم‌بندی شد تا اثر تعدیل‌گری آن بر روابط مورد بررسی آزمون شود.

### نتایج آزمون‌های تشخیصی مدل رگرسیون

پیش از برآورد نهایی، آزمون‌های تشخیصی ضروری انجام شد. آزمون ریشه واحد دیکی-فولر تعمیم یافته (ADF) نشان داد تمامی متغیرها در سطح نامانا (غیرایستا) ولی در تفاضل مرتبه اول مانا (ایستا) هستند، بنابراین از بروز رگرسیون کاذب جلوگیری شد. برای انتخاب روش مناسب برآورد، آزمون F لیمر در همه مدل‌ها و دوره‌ها معنادار بود، که نشان‌دهنده برتری مدل داده‌های پانلی بر مدل تلفیقی است. سپس، آزمون هاسمن نیز در تمامی حالات معنادار شد که دال بر رد مدل اثرات تصادفی و انتخاب مدل اثرات ثابت به‌عنوان روش برآورد صحیح بود. همچنین، آزمون بروش-پاگان وجود ناهمسانی واریانس را در تمامی مدل‌ها تأیید کرد. در نتیجه، برای دستیابی به برآوردهای کارا و اصلاح این مشکل، از تخمین‌زن حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) در چارچوب مدل پانل با اثرات ثابت استفاده شد. بررسی استقلال خطاها با آماره دورین-واتسون (مقادیر نزدیک به ۲) عدم وجود خودهمبستگی را نشان داد.

### نتایج برآورد مدل و آزمون فرضیه‌ها

نتایج برآورد نهایی مدل‌ها به تفکیک دوره‌های بیش‌اعتمادی در جداول ۲ و ۳ ارائه شده است. بر اساس مدل اول (ارتباط ارزشی بازده سهام)، ضریب سود هر سهم (EPS) در دوره بیش‌اعتمادی بالا (۰/۴۴۹) بزرگ‌تر از دوره پایین (۰/۳۹۸) بود و آزمون وولد تفاوت این ضرایب را معنادار ( $p=0/000$ ) تأیید کرد. این یافته فرضیه اول پژوهش مبنی بر قوی‌تر بودن ارتباط سود و بازده در دوره‌های بیش‌اعتمادی بالا را تأیید می‌کند. در مقابل، ضرایب سایر متغیرهای حسابداری شامل ارزش دفتری دارایی‌ها، حقوق صاحبان سهام و جریان نقدی عملیاتی در دوره بیش‌اعتمادی پایین به‌طور معناداری بزرگ‌تر بود که فرضیه سوم (قوی‌تر بودن ارتباط این متغیرها با بازده در دوره‌های بیش‌اعتمادی پایین) را مورد پشتیبانی قرار می‌دهد. نتایج مدل دوم (ارتباط ارزشی قیمت سهام) نیز الگویی کاملاً همسو را نشان داد. ضریب EPS در دوره بیش‌اعتمادی بالا (۰/۵۰۱) به‌طور معناداری از ضریب آن در دوره پایین (۰/۴۲۸) بیشتر بود که منجر به تأیید فرضیه دوم می‌شود. همچنین، ضرایب سه متغیر حسابداری دیگر در دوره بیش‌اعتمادی پایین برتری معناداری داشتند و فرضیه چهارم را تأیید کردند. در هر دو مدل، متغیرهای کنترل اندازه شرکت و اهرم مالی از نظر آماری معنادار نبودند، که حاکی از استواری یافته‌های اصلی مستقل از این ویژگی‌های ساختاری است. ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌ها بین ۰/۲۰ تا ۰/۲۸ متغیر بود و آماره F کلی همه

مدل‌ها در سطح ۰/۰۱ معنادار بود، که نشان‌دهنده برازش مناسب و تبیین‌پذیری قابل قبول متغیرهای وابسته توسط مدل‌هاست. در مجموع، یافته‌ها به وضوح نقش تعدیل‌گری بیش‌اعتمادی سرمایه‌گذاران را نشان می‌دهد؛ به طوری که در شرایط بیش‌اعتمادی بالا، تمرکز بازار بر اطلاعات سود افزایش می‌یابد و در شرایط بیش‌اعتمادی پایین، سایر اطلاعات بنیادی حسابداری وزن بیشتری در ارزش‌گذاری پیدا می‌کنند.

جدول ۲- نتایج برآورد مدل ارتباط ارزشی بازده سهام (فرضیه‌های اول و سوم)

متغیر	دوره	ضریب	سطح معناداری
ثابت	اول	۱/۲۷۱	۰/۰۱
	دوم	۱/۱۶۳	۰/۱۰
Eps	اول	۰/۴۴۹	۰/۰۰۰
	دوم	۰/۳۹۸	۰/۰۰۰
Asset	اول	۰/۶۵۶	۰/۰۰۰
	دوم	۰/۷۵۹	۰/۰۰۰
Equity	اول	۰/۰۲۵	۰/۰۲۹
	دوم	۰/۰۷۲	۰/۰۰۱
Cf	اول	۰/۱۱۹	۰/۰۷
	دوم	۰/۱۴۲	۰/۰۱
Size	اول	۰/۰۴۲	۰/۴۵۰
	دوم	۰/۰۲۵	۰/۶۲۰
Lev	اول	-۰/۰۱۸	۰/۵۳۰
	دوم	۰/۰۲۲	۰/۴۸۰
آماره F رگرسیون	اول	۸۳/۰۱	۰/۰۰۰
	دوم	۸۹/۵	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده	اول	۰/۲۰۴	-----
	دوم	۰/۲۴۶	-----
دوربین	اول	۱/۸	-----

-----	۱/۹	دوم	واتسون
۰/۰۰۰	۸۴۳/۲	اول	والد f آماره
۰/۰۰۰	۷۱۹/۵	دوم	

دوره اول: بیش اعتمادی بالا      دوره دوم: بیش اعتمادی پایین

جدول ۳- نتایج برآورد مدل ارتباط ارزشی قیمت سهام (فرضیه‌های دوم و چهارم)

متغیر	دوره	ضریب	سطح معناداری
ثابت	اول	۱/۳۱۳	۰/۰۰۰
	دوم	۱/۳۸۷	۰/۰۰۰
Eps	اول	۰/۵۰۱	۰/۰۰۰
	دوم	۰/۴۲۸	۰/۰۰۰
Asset	اول	۰/۱۸۲	۰/۰۰۰
	دوم	۰/۲۰۰	۰/۰۰۰
Equity	اول	۰/۱۹۳	۰/۰۱
	دوم	۰/۲۲۲	۰/۰۱
Cf	اول	۰/۱۱۹	۰/۰۵
	دوم	۰/۱۲۷	۰/۰۱
Size	اول	۰/۰۳۵	۰/۵۱۰
	دوم	۰/۰۲۱	۰/۶۷۰
Lev	اول	-۰/۰۱۵	۰/۵۸۰
	دوم	۰/۰۱۹	۰/۵۵۰
آماره F رگرسیون	اول	۷۹/۰۳	۰/۰۰۰
	دوم	۷۱/۷	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعديل شده	اول	۰/۲۳۴	-----
	دوم	۰/۲۷۹	-----
دوربین	اول	۲/۳	-----

-----	۲/۱	دوم	واتسون
۰/۰۰۰۰	۸۱۱/۰۴	اول	والد f آماره
۰/۰۰۰۰	۸۲۹/۹۱	دوم	

دوره دوم: بیش اعتمادی پایین

دوره اول: بیش اعتمادی بالا

### بحث و نتیجه گیری

یافته‌های این پژوهش مؤید آن است که سوگیری شناختی بیش اعتمادی سرمایه گذاران نقش تعدیل‌گری معناداری در ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در بورس تهران ایفا می‌کند. در دوره‌های با سطح بالای این سوگیری، تمرکز بازار به‌طور قابل توجهی بر اطلاعات سود متمرکز می‌شود و ارتباط آن با بازده و قیمت سهام تقویت می‌گردد. این پدیده را می‌توان با نظریه‌های مالی رفتاری تبیین کرد که نشان می‌دهند سرمایه گذاران بیش اعتماد، تمایل دارند بر اطلاعاتی تأکید کنند که باورها و انتظارات خوشبینانه اولیه آن‌ها را تأیید می‌کند و سود معمولاً بارزترین شاخص عملکردی برای این منظور است. در مقابل، در دوره‌هایی که سطح بیش اعتمادی کاهش می‌یابد، نقش اطلاعات بنیادی جامع‌تر مانند ارزش دفتری دارایی‌ها، حقوق صاحبان سهام و جریان‌های نقدی عملیاتی در تبیین ارزش بازار پررنگ‌تر می‌شود. این یافته حاکی از بازگشت نسبی عقلانیت به فرآیند قیمت گذاری و توجه گسترده‌تر به ساختار مالی و قدرت نقدینگی شرکت‌ها در غیاب هیجان بیش حد است. نتایج حاضر، همسو با مطالعاتی مانند ون هی و همکاران (۲۰۲۰) است و نشان می‌دهد که مدل‌های سنتی ارتباط ارزشی در صورتی که اثرات رفتاری را نادیده بگیرند، ممکن است تصویر ناقصی ارائه دهند.

این پژوهش با هدف بررسی تأثیر بیش اعتمادی سرمایه گذاران بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در بازار سرمایه ایران انجام شد. با استفاده از داده‌های ۱۳۰ شرکت طی دوره ۱۳۹۳ تا ۱۴۰۲ و به کارگیری روش‌های اقتصادسنجی داده‌های پانلی (مدل اثرات ثابت و تخمین گر GLS)، چهار فرضیه اصلی پژوهش مورد آزمون قرار گرفت. نتیجه کلی حاکی از تأیید کامل تمامی فرضیه‌هاست. به‌طور مشخص، مشخص شد که بیش اعتمادی سرمایه گذاران به‌عنوان یک متغیر تعدیل‌گر کلیدی عمل می‌کند: در اوج این سوگیری،

بازار ارزش اطلاعاتی بیشتری برای سود قائل است و در افول آن، سایر مؤلفه‌های صورت‌های مالی قدرت تبیین بالاتری پیدا می‌کنند. این یافته، غنای ادبیات مالی رفتاری در بازارهای نوظهور را افزایش می‌دهد و شواهد تجربی محکمی دال بر انحراف از فرضیه بازار کارا در بورس تهران ارائه می‌نماید. در مجموع، مطالعه حاضر بر ضرورت تلفیق تحلیل مالی سنتی با بینش‌های مالی رفتاری برای درک واقعی‌تر از پویایی‌های قیمت‌گذاری در بازار سرمایه ایران تأکید دارد.

یافته‌های این پژوهش دارای پیامدهای عملیاتی برای ذی‌نفعان مختلف بازار سرمایه است: برای سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران: ضروری است که در ارزیابی سهام، تنها به سود خالص اتکا نکرده و با آگاهی از شرایط روانی حاکم بر بازار (مانند دوره‌های شتاب‌گیری ناشی از بیش‌اعتمادی)، تحلیل جامع‌تری از کلیت صورت‌های مالی داشته باشند. در دوره‌های آرام بازار، توجه به شاخص‌های بنیادی مانند ارزش دفتری و جریان نقدی می‌تواند فرصت‌های سرمایه‌گذاری بهتری را آشکار کند.

برای مدیران شرکت‌ها: افزایش شفافیت و افشای کامل و به‌موقع اطلاعات، به‌ویژه در دوره‌های هیجانی بازار، می‌تواند به تعدیل انتظارات غیرواقعی و هدایت سرمایه‌گذاران به سمت تصمیمات مبتنی بر اطلاعات واقعی کمک شایانی نماید.

برای نهادهای نظارتی (مانند سازمان بورس): طراحی برنامه‌های آموزشی برای ارتقای سواد مالی و شناخت سوگیری‌های رفتاری در بین سرمایه‌گذاران خرد، می‌تواند به کاهش نوسانات نامتعارف و افزایش کارایی بازار کمک کند. همچنین، تقویت الزامات افشا می‌تواند زمینه را برای تصمیم‌گیری عقلایی‌تر فراهم آورد.

این پژوهش با برخی محدودیت‌ها همراه بوده که لازم است در تفسیر نتایج مورد توجه قرار گیرد:

- روش سنجش بیش‌اعتمادی: با وجود استفاده از چندین نماینده و تحلیل عاملی، ماهیت غیرمستقیم و چندبعدی سنجش این سازه رفتاری، یک محدودیت ذاتی محسوب می‌شود.
- تأثیر تورم: استفاده از داده‌های حسابداری تاریخی تعدیل‌نشده در محیط تورمی ایران، به‌ویژه در مورد ارقام ترازنامه‌ای، می‌تواند بر دقت سنجش ارتباط ارزشی تأثیر گذاشته باشد.

- قابلیت تعمیم: نتایج این مطالعه مبتنی بر داده‌های شرکت‌های بورس تهران در یک بازه زمانی خاص است و تعمیم آن به سایر بازارها یا دوره‌های زمانی متفاوت نیازمند احتیاط است.
- متغیرهای کنترل: اگرچه متغیرهای کنترلی کلیدی لحاظ شدند، اما کنترل کامل برای تمامی عوامل مؤثر ممکن (مانند تفاوت‌های کیفی حکمرانی شرکتی) میسر نبود.

### یادداشت‌ها

1-Overconfidence	2-Value Relevance
3-Stock Price	4-Stock Return
5-Earnings Per Share (EPS)	6-Book Value
7-Operating Cash Flow	8-Behavioral Finance
9-Cognitive Bias	10-Panel Data

### منابع

- اعتمادی، حسین؛ بابایی، ساسان. (۱۳۹۷). ارتباط ارزشی و اطلاعات حسابداری. *مطالعات حسابداری و حسابرسی*، ۷(۲۶)، ۵-۱۶.
- ایرجی‌زاد، مولود. (۱۴۰۳). مدل‌سازی رابطه بین توانایی‌های شناختی و بازده سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۸(۱)، ۹۵-۱۱۰.
- ایزدی‌نیا، ناصر؛ امینی، ولی‌الله و ربیعی، حامد. (۱۳۹۲). بررسی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۳(۲)، ۱۰۱-۱۲۳.
- بیات، مرتضی؛ زلفی، حسن؛ میرحسینی، ایرج. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر پایداری سود بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۲(۱)، ۴۱-۵۸.
- ثقفی، علی و باغومیان، رافیک. (۱۳۹۷). تبیین ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری از منظر اندازه‌گیری و رفتاری. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۷(۲۵)، ۱-۵۲.
- جهانخانی، علی؛ نوفرستی، محمد؛ قراگزلو، فرهنگ. (۱۳۸۸). بررسی اطمینان بیش‌ازحد سرمایه‌گذاران و حجم معاملات در بورس اوراق بهادار تهران. *چشم‌انداز مدیریت*، ۳۰(۳)، ۱۰۵-۱۲۳.

حبيب‌زاده، فراز و توحيدنيا، علی. (۱۴۰۳). نقش بیش اعتمادی مدیران در تأمین مالی سازمان. *نشریه راهبردهای مدیریت مالی*، ۱۸(۲)، ۷۷-۹۴.

حسن‌زاده دیوا، سید مصطفی؛ بولو، قاسم. (۱۴۰۰). تأثیر گرایش احساسی سرمایه گذاران بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۱۳(۲)، ۹۷-۱۲۲.

ستایش، محمدحسین و شمس‌الدینی، کاظم. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین گرایش احساسی سرمایه گذاران با قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز*، ۷۰(۷)، ۱۰۳-۱۲۵.

ستایش، محمدحسین؛ مهتری، زینب؛ محمدیان، محمد. (۱۳۹۴). بررسی اثر هم‌زمان اندازه شرکت و محیط اطلاعاتی بر ارتباط ارزشی سود ویژه و جریان نقد عملیاتی. *فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۷(۳)، ۳۷-۶۰.

سیف‌الهی، راضیه؛ کردلوئی، حمیدرضا؛ دشتی، نادر. (۱۳۹۴). بررسی عوامل رفتاری در سرمایه گذاری دارایی‌های مالی. *فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه گذاری*، ۱۵(۱)، ۳۳-۵۲.

شهنازی، روح‌الله. (۱۴۰۳). شناسایی سوگیری‌های شناختی تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه گذاران در بازار سرمایه ایران. *مجله مدیریت مالی ایران*، ۱۰(۲)، ۱۵۹-۱۷۲.

عابدین‌نسب، سعید. (۱۴۰۳). بررسی اثر بیش اعتمادی مدیران بر نگهداری وجه نقد و تصمیمات تأمین مالی. رساله دکتری، دانشگاه علامه طباطبائی.

عزیزی، کیوان، ایوانی، فریدون، عبدی، حسین. و دلاوری، سیدجلال. (۱۴۰۳). «اثر توانایی مدیران بر رابطه بین کیفیت اطلاعات حسابداری و رفتار و عملکرد معاملاتی سرمایه گذاران»، *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی*، ۳(۹)، ۱-۳۰.

کاظمی، ناصر. (۱۴۰۲). تأثیر سوگیری‌های شناختی بر نوسان‌های بازار سرمایه: مطالعه موردی بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه پژوهش‌های مالی و اقتصادی*، ۳۰(۲)، ۱۰۱-۱۲۴.

گرگی‌زاده، مجید. و اعظ، سیدعلی.، عابدی صدقیانی، بابک. و آرمن، سیدعزیز. (۱۴۰۴). «بررسی رابطه بین نوآوری و ریسک ورشکستگی با تأکید بر نقش بیش اطمینانی و توانایی مدیران»، *قضاوت و تصمیم‌گیری در حسابداری و حسابرسی*، ۴(۱۰)، ۶۳-۹۰.

ماهودی، ابوالفضل. (۱۴۰۲). بررسی و تجزیه و تحلیل تغییرات ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری. در مجموعه مقالات چهاردهمین کنفرانس بین‌المللی پژوهش‌های مدیریت و

علوم انسانی در ایران (صص. ۳۴۶۶-۳۴۷۱). دانشگاه برگزارکننده/ناشر: دانشگاه آزاد اسلامی.

- Abdin, S. Z., Qureshi, F., Iqbal, J., & Sultana, S. (2022). Overconfidence bias and investment performance: A mediating effect of risk propensity. *Borsa Istanbul Review*, 22(2), 159–169.
- Abedin Nasab, S. (2024). Investigating the effect of managers' overconfidence on cash holdings and financing decisions. *Doctoral dissertation, Allameh Tabataba'i University*. [In Persian].
- Adebambo, B. N., & Yan, X. (2018). Investor overconfidence, firm valuation, and corporate decisions. *Management Science*, 64, 5349–5369.
- Aljifri, R. (2023). Investor psychology in the stock market: An empirical study of the impact of overconfidence on firm valuation. *Borsa Istanbul Review*, 23(1), 93–112. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.09.010>
- Alquraan, T., Alqisie, A., & Al Shorafa, A. (2016). Do behavioral finance factors influence individual investors' decisions? Evidence from Saudi Stock Market. *American International Journal of Contemporary Research*, 6(3), 159–169.
- Alsabban, S., & Alarfaj, O. (2020). A behavioral finance empirical analysis of investor overconfidence in the Saudi stock market. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 10(5), 73–80.
- Alsedrah, I., & Ahmed, N. (2017). Behavioral finance and speculative investor behavior: Evidence from the Saudi stock market. *The European Proceedings of Social and Behavioural Sciences*, 44, 604–618. <https://doi.org/10.15405/epsbs.2018.03.79>
- A'temadi, H., & Babaei, S. (2018). The value relevance of accounting information. *Journal of Accounting and Auditing Studies*, 7(26), 5–16. [In Persian].
- Azizi, K., Eivani, F., Abdi, H., & Delavari, S. J. (2024). The effect of managers' ability on the relationship between accounting information quality and investors' trading behavior and performance. *Judgment and Decision Making in Accounting and Auditing*, 3(9), 1–30. [In Persian].
- Baker, M., & Wurgler, J. (2002). Market timing and capital structure. *The Journal of Finance*, 57, 1–32.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2013). Behavioral corporate finance: An updated survey. In Constantinides, G.M., Harris, M., & Stulz, R.M. (Eds.), *Handbook of the Economics of Finance* (Vol. 2, pp. 357–424). Elsevier.

- Barber, B. M., & Odean, T. (1999). The courage of misguided convictions. *Financial Analysts Journal*, 55, 41–55.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2001). Boys will be boys: Gender, overconfidence, and common stock investment. *The Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261–292.
- Barber, B. M., & Odean, T. (2002). Online investors: Do the slow die first? *Review of Financial Studies*, 15, 455–488.
- Bawalle, A. A., Khan, M. S. R., & Kadoya, Y. (2025). Overconfidence, financial literacy, and panic selling: Evidence from Japan. *PLOS ONE*, 20(3), e0315622.  
<https://doi.org/10.1371/journal.pone.0315622>
- Bayat, M., Zolghadr, H., & Mirhosseini, I. (2015). Investigating the effect of earnings persistence on the value relevance of accounting information. *Accounting and Auditing Reviews*, 22(1), 41–58. [In Persian].
- Beaver, W. H., & Ryan, S. G. (2000). Biases and lags in book value and their effects on the ability of the book-to-market ratio to predict book return on equity. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 127–148.
- Benos, A. V. (1998). Aggressiveness and survival of overconfident traders. *Journal of Financial Markets*, 1, 353–383.
- Chuang, W. I., & Lee, B. S. (2006). An empirical evaluation of the overconfidence hypothesis. *Journal of Banking & Finance*, 30, 2489–2515.
- Daniel, K., Hirshleifer, D., & Subrahmanyam, A. (1998). Investor psychology and security market under- and overreactions. *The Journal of Finance*, 53(6), 1839–1885.
- Dao Nhung, D. (2020). The influence of overconfidence on investment decisions of individual investors: Evidence from Vietnam stock market. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(6), 331–340. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2020.vol7.no6.331>
- De Bondt, W. F., & Thaler, R. (1985). Does the stock market overreact? *The Journal of Finance*, 40, 793–805.
- Deaves, R., Lüders, E., & Luo, G. Y. (2009). An experimental test of the impact of overconfidence and gender on trading activity. *Review of Finance*, 13, 555–575.
- Feltham, G. A., & Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 689–731.
- Francis, B., Hasan, I., Siraj, I., & Wu, Q. (2020). Managerial ability and value relevance of earnings. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/xxxx> (

- Gargizadeh, M., Vaez, S. A., Abedi Sadeghiani, B., & Arman, S. A. (2025). Investigating the relationship between innovation and bankruptcy risk with emphasis on the role of overconfidence and managers' ability. *Judgment and Decision Making in Accounting and Auditing*, 4(10), 63–90. [In Persian].
- Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. *The Review of Financial Studies*, 14(1), 1–27.
- Gervais, S., & Odean, T. (2001). Learning to be overconfident. *The Review of Financial Studies*, 14(1), 1–27.
- Gilchrist, S., Himmelberg, C. P., & Huberman, G. (2005). Do stock price bubbles influence corporate investment? *Journal of Monetary Economics*, 52, 805–827.
- Glaser, M., & Weber, M. (2007). Overconfidence and trading volume. *The Geneva Risk and Insurance Review*, 32, 1–36.
- Habibzadeh, F., & Tohidnia, A. (2024). The role of managers' overconfidence in corporate financing. *Journal of Financial Management Strategies*, 18(2), 77–94. [In Persian].
- Hassanzadeh Divan, S. M., & Bolou, G. (2021). The effect of investor sentiment on the value relevance of accounting information. *Accounting Advances*, 13(2), 97–122. [In Persian].
- Herbin, P., & Yang, H. (2016). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 204–227. <https://doi.org/10.1111/1911-3846.12136>
- Ho, C. M. (2011). Does overconfidence harm individual investors? An empirical analysis of the Taiwanese market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 40, 658–682.
- Hong, H., & Stein, J. C. (2018). A unified theory of underreaction, momentum trading, and overreaction in asset markets. *The Journal of Finance*, 54(6), 2143–
- Hribar, P., & Yang, H. (2016). CEO overconfidence and management forecasting. *Contemporary Accounting Research*, 33(1), 204–227.
- Irajizad, M. (2024). Modeling the relationship between cognitive abilities and investment return in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Research*, 8(1), 95–110. [In Persian].
- Izadinia, N., Amini, V., & Rabiei, H. (2013). Investigating the value relevance of accounting information in companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Empirical Research in Accounting*, 3(2), 101–123. [In Persian].
- Jahankhani, A., Noferesti, M., & Gharagozlou, F. (2009). Investigation of investor overconfidence and trading volume in Tehran Stock Exchange. *Management Perspective*, (30), 105–123. [In Persian].

- Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–291.
- Kazemi, N. (2023). The impact of cognitive biases on capital market fluctuations: A case study of Tehran Stock Exchange. *Financial and Economic Research Quarterly*, 30(2), 101–124. [In Persian].
- Kim, K. A., & Nofsinger, J. R. (2008). Behavioral finance in Asia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 16(1-2), 1-7.
- Kunjai, D., & Peerbhai, H. (2021). A study on overconfidence bias and herding behavior: Evidence from retail investors in Mauritius. *International Journal of Financial Research*, 12(5), 187–201. <https://doi.org/10.5430/ijfr.v12n5p187>
- Kyle, A. S., & Wang, F. A. (1997). Speculation duopoly with agreement to disagree: Can overconfidence survive the market test? *The Journal of Finance*, 52, 2073-2090.
- Mahoudi, A. (2023). Investigation and analysis of changes in the value relevance of accounting information. In *Proceedings of the 14th International Conference on Management and Humanities Research in Iran* (pp. 3466–3471). Islamic Azad University. [In Persian].
- Martinez, M. A. (2022). Overconfidence bias and investment decision-making: Evidence from Latin America. *Emerging Markets Review*, 50, 100823. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2021.100823>
- Matoussi, H., & Mostafa, A. (2016). Investor sentiment and stock market behavior: Evidence from MENA emerging markets. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 61, 16–31. <https://doi.org/10.1016/j.qref.2015.11.002>
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1966). Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry, 1954–57. *The American Economic Review*, 56(3), 333-391.
- Odean, T. (1998). Volume, volatility, price, and profit when all traders are above average. *The Journal of Finance*, 53, 1887-1934.
- Qin, Y., & Yuan, R. (2020). Overconfidence, market sentiment and earnings management: Evidence from China. *Journal of Accounting Research*, 13(2), 183–200. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2020.04.002>
- Saghafi, A., & Baghomian, R. (2018). Explaining the value relevance of accounting information from measurement and behavioral perspectives. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 7(25), 1-52. [In Persian].
- Seifollahi, R., Kordlouei, H., & Dashti, N. (2015). Investigating behavioral factors in financial asset investment. *Scientific-Research Quarterly Journal of Investment Knowledge*, (15), 33–52.

[In Persian].

- Setayesh, M. H., & Shamsedini, K. (2015). Investigating the relationship between investor sentiment and stock prices of companies listed on the Tehran Stock Exchange. *Accounting Advances of Shiraz University*, (70), 103–125. [In Persian].
- Setayesh, M. H., Mehteri, Z., & Mohammadian, M. (2015). Investigating the simultaneous effect of firm size and information environment on the value relevance of special profit and operating cash flow. *Financial Accounting Research Quarterly*, 7(3), 37–60. [In Persian].
- Shahnazi, R. (2024). Identifying cognitive biases affecting investors' decision-making in the Iranian capital market. *Iranian Journal of Financial Management*, 10(2), 159–172. [In Persian].
- Shefrin, H. (2002). *Beyond greed and fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Oxford University Press.
- Statman, M., Thorley, S., & Vorkink, K. (2006). Investor overconfidence and trading volume. *Review of Financial Studies*, 19, 1531-1565.
- Tekçe, B., & Yılmaz, N. (2015). Are individual stock investors overconfident? Evidence from an emerging market. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 5, 35-45.
- Wen He, J., & Shen, J. (2020). Investor overconfidence and firm value: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis*, 70, 101503. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101503>
- Wen He, Ki Hoon Hong, Eliza Wu. (2020). Does investor sentiment affect the value relevance of accounting information? *Journal of Accounting, Finance and Business Studies*, 56(4), 535-560.
- Zia, L., Ilyas Sindhu, M., & Haider Hashmi, S. (2023). Investor overconfidence and disposition effect: An empirical study on Pakistan Stock Exchange. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 38, 100735. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2023.100735>