



## اثر تمایلات سرمایه‌گذاران بر ضریب واکنش به سود حسابداری

دکتر علیرضا فضل‌زاده<sup>۱</sup>

دانشیار حسابداری، دانشگاه تبریز، دانشکده مدیریت و اقتصاد، گروه حسابداری

دکتر وحید احمدیان<sup>۲</sup> ©

استادیار حسابداری، دانشگاه تبریز، دانشکده مدیریت و اقتصاد، گروه حسابداری

دکتر سجاد نقدی<sup>۳</sup>

استادیار حسابداری، دانشگاه تبریز، دانشکده مدیریت و اقتصاد، گروه حسابداری

(تاریخ دریافت: ۳ مهر ۱۳۹۸؛ تاریخ پذیرش: ۲۳ بهمن ۱۳۹۸)

در پژوهش‌های پیشین، محتوای اطلاعاتی متغیرهای حسابداری در شرایطی تحت تأثیر فروش کلاسیک اقتصاد و مالی بررسی می‌شود که چنین چارچوبی، بینشی در خصوص اثرات رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران فراهم نمی‌آورد. این در حالی است که متون نظری و نتایج پژوهش‌های تجربی اخیر حاکی از آن است که احساسات سرمایه‌گذاران، می‌تواند بر واکنش آنها به اطلاعات حسابداری و همچنین ارزشیابی سهام شرکت‌ها اثرگذار باشد.

با توجه به شواهد پژوهش‌های پیشین در خصوص تفاوت در واکنش‌ها به اخبار سود حسابداری، در پژوهش حاضر، اثر تمایلات سرمایه‌گذاران، بر تخمین ضریب واکنش به سود حسابداری و هر یک از اجزای آن، به صورت تجربی مورد بررسی قرار گرفته است. بر مبنای داده‌های ۱۰۰ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶، نتایج نشان می‌دهد که سودهای جاری و آتی حسابداری، اثر مثبت و معناداری بر بازده سهام دارند؛ اما تمایلات سرمایه‌گذاران می‌تواند ضریب واکنش به سود جاری را کاهش دهد. بررسی‌های بیشتر نیز، حاکی از اثر منفی تمایلات سرمایه‌گذاران بر ضریب اجزای نقدی و تعهدی سودهای آتی انعکاس‌یافته در بازده جاری سهام است.

**واژه‌های کلیدی:** ضریب واکنش به سود، تمایلات سرمایه‌گذاران، اقلام تعهدی، جریان‌های نقدی عملیاتی.

<sup>1</sup> fazlzadeh\_acc@yahoo.com

<sup>2</sup> v.ahmadian@tabrizu.ac.ir

<sup>3</sup> sajad.nagdi@yahoo.com

## مقدمه

قدمت پژوهش‌های مربوط به بررسی رابطه میان ارزش بازار و اطلاعات حسابداری به بیش از چهار دهه می‌رسد، به گونه‌ای که این موضوع در آثار اندیشمندی چون بال و براون [۱۲] که از پیشگامان عرصه پژوهش‌های بازار سرمایه در حوزه حسابداری به شمار می‌آیند، مورد مطالعه قرار گرفته است. در این گروه از مطالعات، اغلب همبستگی میان یکی از اقلام اطلاعاتی حسابداری (مانند سود، ارزش دفتری یا جریان‌های نقدی عملیاتی) و قیمت (بازده) سهام برای یک دوره زمانی به نسبت طولانی (برای مثال، یک سال) مورد آزمون قرار گرفته است. بر اساس یافته‌های پژوهشی مطالعات پرشماری (برای نمونه تهات و الحدب [۲۶]، بیور [۱۵]، بارث و کلینجا [۱۴]، کالینز و همکاران [۱۷]، علی و هوانگ [۱۷]) که موضوع آنها بررسی رابطه میان ارزش بازاری سهام و متغیرهای حسابداری بوده است، رابطه متغیرهای گوناگون حسابداری با ارزش‌های بازار محور تأیید شده است [۶] اما در مورد اندازه این رابطه، با توجه به نحوه انتخاب متغیرها، مدل آزمون فرضیه‌ها و نمونه‌های مورد آزمون از کشورهای مختلف، شواهد گوناگونی گزارش شده است.

ضریب متغیر سود در رگرسیون بازده و سود، که با عنوان «ضریب واکنش سود» از آن یاد می‌شود، یکی از حوزه‌هایی است که پژوهش‌های زیادی در خصوص آن انجام شده است. با در نظر گرفتن یافته‌های پژوهش‌های اولیه، که نشان می‌داد واکنش‌های بازار به تغییرات در سود و یا سود غیر منتظره متفاوت است، همواره این سؤال مطرح می‌شود که چرا بازار به اخبار خوب و بد برخی شرکت‌ها نسبت به برخی دیگر واکنش متفاوتی نشان می‌دهد و چه عواملی سبب می‌شوند ارزش‌گذاری سود میان شرکت‌ها و دوره‌های زمانی مختلف، متفاوت باشد؟

از زمان انتشار اولین پژوهش‌های مرتبط با ضریب واکنش سود، عوامل مختلفی برای توضیح و تبیین چرایی واکنش‌های متفاوت به اخبار سود، توسط پژوهشگران این حوزه، جمع‌آوری شده است. در این میان، موضوع جالبی که وجود دارد این است که به نظر می‌رسد، بررسی محتوای اطلاعاتی سود حسابداری در پژوهش‌های پیشین، تحت تأثیر فروض کلاسیک اقتصاد و مالی، مبتنی بر رفتار عقلایی سرمایه‌گذاران و کارایی بازار قرار گرفته است. یک ویژگی تمیزکننده مدل‌های اخیر از مدل‌های عقلایی کلاسیک، در نظر گرفتن الگوهای رفتاری معامله‌گران، در تحلیل‌ها و نگاشت روابط بین متغیرها است. این موضوع، کمتر در پژوهش‌های قبلی که به بررسی محتوای اطلاعاتی متغیرهای حسابداری پرداخته‌اند، مورد توجه قرار گرفته است. در عمده پژوهش‌های صورت‌گرفته، سرمایه‌گذاران، با استناد به فرضیه کارایی بازار، افرادی عقلایی در نظر گرفته می‌شوند که به دنبال حداکثرسازی مطلوبیت مورد انتظار خود هستند. بر این اساس، تغییرات قیمت سهام، تنها به تغییرات در ارزش‌های بنیادی شرکت مربوط است و رفتار غیرعقلایی سرمایه‌گذار اثری بر بازده ندارد. این در حالی است که امروزه، انبوهی از شواهد تجربی حاکی از آن است سرمایه‌گذاران در بازار لزوماً عقلایی رفتار نمی‌کنند و الگوهای رفتاری آنها می‌تواند بر تغییرات قیمت سهام مؤثر باشد؛ همچنین آنها ممکن است واکنش مناسبی به اطلاعات حسابداری و از جمله سود

نداشته باشند و بنابراین بررسی محتوای اطلاعاتی متغیرهای حسابداری، بدون در نظر گرفتن الگوهای رفتاری سرمایه‌گذاران، به استنباط‌های ناقص یا اشتباه منجر گردد.

در ایران نیز علیرغم پژوهش‌های مختلفی که در خصوص بررسی ضریب واکنش سود حسابداری و عوامل مؤثر بر آن صورت گرفته است، شواهد زیادی در خصوص اثرات رفتارهای سرمایه‌گذاران بر ضریب واکنش سود وجود ندارد. با علم به این موضوع، در پژوهش حاضر، اثر گرایش‌های رفتاری سرمایه‌گذاران بر ضریب واکنش به سود حسابداری، از جوانب مختلف بررسی می‌شود.

### مبانی نظری پژوهش

تئوری بازار کار، برای سال‌ها، زیربنای اصلی پژوهش‌های حوزه بازار سرمایه بوده است. بر اساس این تئوری، فرض می‌شود رقابت میان سرمایه‌گذاران منطقی که به صورت بهینه دارایی‌هایشان را در سهام متنوع سرمایه‌گذاری می‌نمایند، موجب ایجاد حالتی از تعادل می‌شود که در آن قیمت‌ها به صورت منطقی برابر با ارزش فعلی جریان‌های نقدی مورد انتظار است و بازده مورد انتظار هر سهم در هر مقطع زمانی، به ریسک سیستماتیک مرتبط با آن مقطع خاص زمانی برای آن سهم وابسته است. حتی در صورتی که تعدادی از سرمایه‌گذاران به صورت منطقی عمل نکنند، تقاضای آنها به وسیله آربیتراژگران بازار خنثی می‌شود و هیچ گونه اثر معناداری بر قیمت نخواهد گذاشت. بدین ترتیب، تئوری بازار کار و تحلیل‌های نظری و پژوهش‌های تجربی مبتنی بر این تئوری، هیچ جایگاهی برای اثرات الگوهای رفتاری مختلف سرمایه‌گذاران در نظر نمی‌گرفتند. از سوی دیگر، شواهد بعدی، این باور را که تغییرات قیمت سهام را می‌توان به کمک الگوهای اقتصادی مبتنی بر انتظارات عقلایی به طور کامل تبیین نمود، با شک و تردید زیادی روبرو ساخت [۱۳]. یافته‌های پژوهشگران، حاکی از وجود پدیده‌های غیرعادی نظیر نوسان‌های قیمتی پس از اعلان سود، اثر تقویمی، و کم‌ارزش‌گذاری شرکت‌های سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی می‌باشد؛ پدیده‌هایی که به هیچ وجه با مفهوم کارایی بازار و منطقی بودن قیمت بازار سهام، هم‌خوانی ندارد. پژوهشگران، این پدیده‌های غیرعادی را به رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران نسبت دادند. امروزه، بررسی اثرات عوامل روانشناسی و گرایش‌های احساسی فردی و ساختاریافته سرمایه‌گذاران بر تغییرات قیمت سهام، بخش وسیعی از پژوهش‌های مالی را در بر می‌گیرد [۲۱].

احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند بر عایدات و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران تأثیرگذار باشد. زمانی که احساسات خیلی بالا باشد، سرمایه‌گذاران معمولاً خوش‌بین‌تر می‌شوند و تحلیل‌گران سهام به طور فعال‌تری تمایل به انتشار علائم خرید دارند [۱۰]. از این روی پیش‌بینی می‌شود که احساسات بالاتر، موجب افزایش عایدات مورد انتظار سرمایه‌گذاران بشود [۵]. همچنین، احساسات می‌تواند بر نرخ بازده مورد توقع از طریق تأثیرات آن بر ریسک مورد انتظار و قیمت ریسک تأثیر بگذارد [۲۷]. در یک دوره با احساسات بالا، سرمایه‌گذاران، تمایل به کمتر از حد تخمین زدن ریسک بالقوه دارند، ولی ریسک‌گریز می‌شوند و قیمت ریسک مورد انتظار آنها افزایش می‌یابد [۸].

همچنین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، می‌تواند بر تفسیرهای آنها از پیام‌های یک منبع اطلاعاتی مانند حسابداری و واکنش‌های آنها به پیام ارسالی مانند تغییرات سود حسابداری، تأثیرگذار باشد.

سرمایه‌گذاران، در رابطه با ریسک و بازده مورد انتظار سهام، دارای باورهای پیشین هستند. با توجه به اینکه توان سودآوری آتی یک شرکت، تا حد زیادی به سود فعلی آن بستگی دارد، انتظار می‌رود که پس از اعلام سود خالص، معامله بر روی سهام شرکت افزایش یابد؛ سودمندی اطلاعات ارائه‌شده در سود حسابداری را محتوای اطلاعاتی سود حسابداری می‌نامند. معیار سنجش سودمندی اطلاعات ارائه‌شده در سود حسابداری، میزان تجدید نظر در باورها و انتظارات سرمایه‌گذاران است [۲۲]. در چارچوب بازار کار، فرض می‌شود که اطلاعات حسابداری مانند سود، به درستی توسط سرمایه‌گذاران قیمت‌گذاری می‌شود. اما شواهد تجربی حاکی از آن است که ممکن است مشارکت‌کنندگان بازار، واکنش دقیقی به اطلاعات حسابداری نداشته باشند. از جمله، آنها تحت تأثیر دیدگاهشان نسبت به وضعیت فعلی قرار می‌گیرند. زمانی که سرمایه‌گذاران، تمایلات خوش‌بینانه‌ای نسبت به وضعیت فعلی دارند و سود خالصی حاوی اخبار خوب منتشر می‌شود، سرمایه‌گذاران، به احتمال زیاد، جریان‌های نقدی مورد انتظار را نسبت به اطلاعات موجود در سود خالص بیشتر از واقع ارزیابی می‌نمایند که نتیجه این عمل، قیمت‌گذاری بیش از اندازه سهام خواهد بود. از سوی دیگر، زمانی که سرمایه‌گذاران در وضعیت تمایلات بدبینانه نسبت به وضعیت فعلی قرار دارند و سود خالصی حاوی اخبار خوب منتشر می‌شود، سرمایه‌گذاران، به احتمال زیاد، جریان‌های نقدی مورد انتظار را نسبت به اطلاعات موجود در سود خالص، کمتر از واقع ارزیابی می‌نمایند؛ که در نتیجه، موجب کاهش قیمت نسبت به ارزش ذاتی آن می‌شود. نتایج پژوهش بیکر و همکاران (۲۰۱۲) حاکی از آن است که زمانی که سرمایه‌گذاران خوش‌بین باشند، به اطلاعات مثبت واکنش بیش از حد نشان می‌دهند و اطلاعات منفی را نادیده می‌گیرند. برعکس، زمانی که سرمایه‌گذاران بدبین باشند، به اطلاعات منفی واکنش بیش از حد نشان می‌دهند و اطلاعات مثبت را نادیده می‌گیرند. بدین ترتیب، احساسات سرمایه‌گذاران، می‌تواند بر واکنش آنها به اطلاعات و همچنین ارزشیابی سهام شرکت‌ها تأثیر بگذارد [۱۱].

### پیشینه پژوهش

#### پیشینه خارجی

کرونل و همکاران (۲۰۱۷) به این نتیجه رسیدند که تمایلات سهامداران، اثر مثبت و معناداری بر قیمت سهام دارد؛ اما اطلاعات حسابداری با کیفیت بالا، می‌تواند اندازه این اثر را کاهش دهد. نتایج همچنین حاکی از آن است که احساسات بالای سرمایه‌گذاران، خوش‌بینی آنان نسبت به سودآوری آتی شرکت‌ها و تمایل آنها برای خرید سهام را افزایش می‌دهد [۱۸].

نیکولاس و همکاران (۲۰۱۷)، مدل ارزشگذاری ساده‌ای را بر مبنای متغیرهای حسابداری و در قالب ضرایب در مدل رگرسیونی قیمت طراحی کردند و ادعا کردند که مدل آنها، با توان زیادی، شرکت‌هایی که اشتباه قیمت‌گذاری شده بودند را شناسایی کند. نتایج آزمون‌های آنها نشان داد، قیمت‌گذاری اشتباه، به خصوص در شرکت‌هایی که تحت پوشش پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران قرار نداشتند و یا از رویه‌های چالشی حسابداری استفاده می‌کردند، بیشتر است. آنها بر مبنای خطای قیمت‌گذاری شرکت‌ها در مقایسه با ارزش محاسبه‌شده، شرکت‌ها را نسبت به میزان خطای قیمت‌گذاری پرتفوی‌بندی کرده، و از این اختلاف

به وجود آمده، به عنوان فرصتی برای کسب بازده غیرعادی در سال‌های آتی استفاده کردند. آنها تلاش کردند دلیل کسب بازده غیرعادی را در قالب عوامل ریسک توضیح دهند، نتایج حاکی از آن بود که بخشی از این بازده غیرعادی، در قالب متغیرهای ریسک (مدل فاما و فرنچ) قابل توضیح نیست و به دلیل سوگیری موقتی قیمت‌ها که از رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران ناشی می‌شود، به وجود آمده است [۲۳]. نتیجه اخیر، در پژوهش دیچمونت و همکاران (۲۰۱۶) نیز به همین شکل گزارش شده است. پژوهشگران به این نتیجه رسیدند که واکنش غیرمنطقی سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدید، موجب عدم انعکاس ارزش ذاتی سهام می‌شود [۱۹].

نتایج پژوهش ژو و نیو (۲۰۱۶) حاکی از آن بود که رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران، بر انتظارات آنها از سود و بازده مورد انتظار از شرکت تأثیرگذار است و انتظارات آنها، با توجه به شرایط بدبینی و خوش‌بینی حاکم شکل می‌گیرد. نتایج همچنین حاکی از آن است که رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران، بر رابطه اطلاعات حسابداری و ارزش‌های بازار تأثیر معنی‌داری دارد [۲۷].

میان و سنکراگوروسوامی (۲۰۱۲) به این نتیجه رسیدند که حساسیت قیمت سهام به خبرهای خوب، با وجود تمایلات سرمایه‌گذاران، افزایش می‌یابد؛ در حالی که حساسیت قیمت سهام به خبرهای بد با وجود تمایلات کاهش می‌یابد. نتایج آنان نشان می‌داد که تعیین جریان نقدی مورد انتظار و در نتیجه ارزشیابی سهام با سود دارای اخبار بد دشوارتر است. نتایج همچنین نشان می‌داد، اثر تمایلات بر روی حساسیت قیمت به طور معناداری برای اخبار بد نسبت به خبرهای خوب بیشتر است. بررسی‌های بیشتر حاکی از آن بود که اثر تمایلات ادامه دار است و قیمت سهام را طی ۶۰ روز بعد از انتشار سود خالص تحت تأثیر قرار می‌دهد. در نهایت، نتایج نشان می‌داد که تعصبات رفتاری می‌تواند به قیمت گذاری اشتباه سهام منجر گردد [۲۲].

سانگ یانگ (۲۰۰۸) با این استدلال که عوامل زیادی مانند کافی نبودن اطلاعات مربوط، عدم تقارن اطلاعاتی و تصمیمات غیرمنطقی و نامعقول سرمایه‌گذاران سبب ناکارایی بازار می‌شوند و در یک بازار ناکارا با تأخیر در واکنش قیمت‌ها روبه‌رو هستیم، اثر سطح کارایی بازار بر روی محتوای اطلاعاتی سودهای جاری و آتی و اجزای سود را در بازده جاری سهام آزمون کرد. نتایج به‌دست‌آمده، نشان از تأثیر منفی ناکارایی بازار بر ارتباط ارزشی سود جاری و آتی دارد. همچنین ناکارایی بازار، تأثیر منفی بر ارتباط ارزشی اجزای سود جاری (اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی) دارد [۲۵].

دونت و همکاران (۲۰۰۴) به این نتیجه رسیدند که کاهش در محتوای اطلاعاتی حسابداری، ممکن است توسط معاملات غیراطلاعات‌محور در بازار سهام انجام گیرد تا اینکه کاهشی در محتوای اطلاعاتی خود حسابداری وجود داشته باشد. به اعتقاد آنان، اگرچه ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در طول زمان کاهش داشته است، اما همه این کاهش، نباید به حساب اثرات اندازه‌گیری حسابداری گذاشته شود؛ بلکه بخش بسیار زیادی از کاهش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، به دلیل اثرات رفتاری سرمایه‌گذاران بوده است که در طول زمان افزایش داشته است [۲۰].

### پیشینه داخلی

پژوهش نادری نورعینی و اشعری (۱۳۹۴) با عنوان «تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر تأخیر در تعدیل قیمت سهام» به این نتیجه رسید که فقدان اطلاعات کامل، بصورت بالقوه، تعدیل به موقع قیمت‌ها را به تأخیر می‌اندازد و با تعدیل دیر هنگام قیمت سهام در ارتباط است. کیفیت پایین اطلاعات حسابداری، احتمالاً با عدم اطمینان در خصوص پارامترهای ارزش‌گذاری سهام در ارتباط است که خود مبین فقدان اطلاعات کامل است. کیفیت حسابداری با تأخیر در تعدیل قیمت سهام رابطه منفی و معنی‌داری دارد [۴].

پورابراهیمی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «بررسی واکنش نامتقارن سرعت تعدیل قیمت سهام به اطلاعات جدید در بورس اوراق بهادار تهران» به این نتیجه رسیدند که سرعت قیمت‌ها واکنش نامتقارنی به اطلاعات گذشته از خود نشان می‌دهند، بطوری‌که درجه ماندگاری بازدهی‌های مثبت در بازار، بیش از سه برابر اخبار منفی است. به عبارتی دیگر، تأثیر اخبار منفی (بازدهی‌های منفی) در مقایسه با اخبار مثبت (بازدهی‌های مثبت)، با سرعت بیشتری در قیمت‌های بازار جذب شده و در آن انعکاس می‌یابد. یکی از دلایل این موضوع می‌تواند این باشد که سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند در صورت عدم واکنش به اخبار منفی، هزینه‌های بیشتری در مقایسه با اخبار مثبت به آن‌ها تحمیل می‌گردد. نتایج به‌دست‌آمده می‌تواند تأییدی بر تئوری دورنمای کانمن و تروسکی در خصوص رفتار ریسک‌گریزی افراد باشد. به طور کلی با توجه به پیش‌بینی‌پذیری بازده، فرضیه بازارهای کارا در خصوص بازار سهام ایران رد می‌گردد [۲].

نتایج پژوهش باغومیان (۱۳۹۰) به این نتیجه رسید که اثر رفتار سرمایه‌گذاران روند رو به رشدی را در نزد شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۷ داشته است. رفتار سرمایه‌گذاران از جایگاه بااهمیت و تأثیر فزاینده‌ای در ارزش‌گذاری حقوق مالکان برخوردار است. بنابراین، لازم می‌باشد تا به هنگام مطالعه در خصوص تغییرات مربوط بودن اطلاعات حسابداری از منظر ارزش‌گذاری و سودمندی آن در تصمیم‌گیری‌های این حوزه و به منظور اجتناب از گمراه‌کننده بودن نتایج حاصل، عامل مزبور در نظر گرفته شود [۱].

نتایج پژوهش ثقفی و باغومیان (۱۳۸۸) حاکی از آن است که کاهش ارتباط ارزشی، فقط نتیجه کم‌رنگ شدن ویژگی «مربوط بودن» گزارشگری مالی نیست، بلکه حاصل افزایش رفتار سوداگرانه سرمایه‌گذاران بر اثر نفوذ روزافزون عوامل غیربنیادی در قیمت بازار نیز می‌باشد. شواهدی در خصوص روند کاهشی ارتباط ارزشی در دوره زمانی پژوهش مشاهده نمی‌شود و دلیل اصلی روند کاهشی مشاهده شده توسط پژوهش‌های قبلی، رفتار سوداگرانه سرمایه‌گذاران بوده است که قابل انتساب به تغییرات ارزش بنیادی نمی‌باشد [۳].

### فرضیه‌های پژوهش

۱. تمایلات سرمایه‌گذاران، اثر معناداری بر ضریب واکنش به سود جاری سهام دارد.
۲. تمایلات سرمایه‌گذاران، اثر معناداری بر ضریب سودهای آتی انعکاس‌یافته در بازده جاری سهام دارد.

۳. تمایلات سرمایه‌گذاران، اثر معناداری بر ضریب جزء نقدی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام دارد.

۴. تمایلات سرمایه‌گذاران، اثر معناداری بر ضریب جزء تعهدی سودهای آتی انعکاس یافته در بازده جاری سهام دارد.

### روش پژوهش

پژوهش حاضر به لحاظ روش، از نوع تحقیقات تحلیلی و توصیفی با رویکرد گذشته‌نگر است. در این پژوهش، ابتدا روند همبستگی بین سود (و اجزای سود) با بازه سهام طی دوره ۸ ساله اندازه گرفته می‌شود و اثرات تمایلات سرمایه‌گذاران بر این رابطه، به صورت تجربی ارزیابی می‌شود. جهت تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، از نرم افزار Eviews8 استفاده شده است. همچنین برای گردآوری داده‌های پژوهش، از بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق و نرم افزار ره‌آورد نوین استفاده شده است.

### دوره زمانی پژوهش، جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش حاضر، شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای رعایت تجانس شرکت‌های برگزیده، ویژگی‌های زیر برای انتخاب نمونه پژوهش در نظر گرفته شده است:

۱. شرکت مورد نظر در طول دوره پژوهش، همواره در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران درج شده باشد و تا سال ۱۳۹۵، از فهرست مزبور حذف نشده باشد.
۲. در راستای افزایش قابلیت مقایسه‌پذیری و یکسان‌سازی شرایط شرکت‌های نمونه (به دلیل افزایش اقلامی مانند نرخ حقوق و دستمزد، حامل‌های انرژی و سایر هزینه‌ها در ابتدای هر سال تقویمی)، سال مالی شرکت، منتهی به پایان اسفندماه باشد و این تاریخ طی دوره دسترسی به اطلاعات تغییر نکرده باشد.

۳. به منظور تشابه نوع اقلام صورت‌های مالی و طبقه‌بندی این اقلام، شرکت منتخب، متعلق به صنایع بانکی، بیمه‌ای، مؤسسات اعتباری، واسطه‌گری مالی، و سرمایه‌گذاری‌ها نباشد.
۴. با توجه به اینکه بازده سهام یکی از متغیرهای مؤثر این مطالعه است، برای داشتن قابلیت اتکای متغیر مزبور، سهام شرکت، قبل از برگزاری مجمع عمومی عادی، و برای تمام سال‌های دوره زمانی تحقیق، حداقل هر سه ماه یکبار مورد داد و ستد قرار گرفته باشد.

پس از اعمال شرایط فوق، نمونه آماری پژوهش شامل ۱۰۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شدند. دوره زمانی پژوهش حاضر، از سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۶ برای مدت ۸ سال در نظر گرفته شده است و اطلاعات مربوط به هر کدام از شرکت‌ها از صورت‌های مالی آنها جمع آوری شده است.

### مدل پژوهش و تعریف متغیرها

برای بررسی اثر تمایلات سرمایه‌گذاران در انعکاس اطلاعات، از رابطه میان سود و بازده که بر اساس مدل ارزیابی جریان‌های نقدی تنزیل شده طراحی شده استفاده می‌شود. بر اساس رویکرد مذکور، رابطه میان سود و بازده را از طریق مدل رگرسیونی زیر برآورد می‌شود:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 \times UX_{it} + \sum_{k=1}^{\infty} \beta_{k+1} \Delta E_{it}(X_{it+k}) + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

در مدل بالا:

$R_{it}$ : بازده سالانه سهام؛

$X_t$ : سود سالانه سهام؛

$UX_t$ : سود غیرمنتظره سال  $t$ ، که عبارتست از تفاوت بین سود گزارش شده و سود مورد انتظار در آن دوره  $(X_t - E_{t-1}(X_t))$ ؛

$\Delta E_t(X_{t+k})$ : تغییر در انتظارات از سود سالهای آتی نسبت به سود سال  $t-1$ .

این معادله بدین معناست که بازده دوره جاری به وسیله سودهای غیرمنتظره دوره جاری و تغییرات انباشته در انتظارات سهامداران برای سودهای آتی تعیین می‌شود. از آنجا که انتظارات سرمایه‌گذاران از سود، غیرقابل مشاهده است، اجرای مدل نیازمند استفاده از یک سری جایگزین‌های مناسب است. بر این مبنای معادله (۱)، به صورت زیر تصریح می‌شود:

$$R_t = B_0 + B_1 X_t + \sum_{k=1}^{\infty} B_{k+1} X_{t+k} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

با این حال، معادله (۲) در معرض مشکل خطا در متغیرهاست که قدرت توضیحی رگرسیون را به سمت پایین منحرف می‌کنند. کالینز و همکاران (۱۹۹۷) با توضیح این اشتباهات در معادله بالا، مدل را بازنویسی کرده و در نهایت به مدل زیر می‌رسند:

$$R_{it} = B_0 + B_1 EARN_{it-1} + B_2 EARN_{it} + B_3 EARN_{it3} + B_4 RET_{it3} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

متغیرهای استفاده شده در مدل بالا به شرح زیر تعریف می‌شوند:

$RET_{it}$ : بازده سالانه سهام؛

$EARN_{it}$ : سود خالص سهام؛

$EARN_{it}$ : سود سهام سال قبل؛

$RET_{it3}$ : بازده انباشته سهام از سال  $t+1$  تا  $t+3$  و

$EARN_{it3}$ : مجموع سودها از سال  $t+1$  تا  $t+3$

بر مبنای معادله بالا، اثر تمایلات سرمایه‌گذاران بر رابطه میان بازده و سودهای آتی و سود جاری مورد بررسی قرار می‌گیرد. برای این منظور، مدل بالا به شکل زیر بازنویسی می‌شود:



$$R_{it} = B_0 + B_1EPS_{it-1} + B_2EPS_{it} + B_3EPS_{it3} + B_4R_{it3} + B_5SENT_{it} + B_6SENT_{it} * EPS_{it-1} + B_7SENT_{it} * EPS_{it} + B_8SENT_{it} * EPS_{it3} + B_9SENT_{it} * R_{it3} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

متغیرهای استفاده شده در مدل بالا به شرح زیر تعریف می‌شوند:

$RET_{it}$ : بازده سالانه سهام؛

$EARN_{it}$ : سود خالص سهام؛

$EARN_{it}$ : سود سهام سال قبل؛

$RET_{it3}$ : بازده انباشته سهام از سال t+1 تا t+3 و

$EARN_{it3}$ : مجموع سودها از سال t+1 تا t+3

$SENT_{it}$ : شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران.

مدل بالا برای داده‌های مقطعی- سری زمانی (پانل) شرکت‌های نمونه برآورد می‌شود. چنانچه تمایلات سرمایه‌گذاران، اثر منفی بر رابطه بین سود و بازده جاری سهام داشته باشد، ضریب متغیر  $SENT_{it} * EARN_{it}$  باید به صورت منفی برآورد شود ( $i.e., B_7 < 0$ ). همچنین، چنانچه تمایلات سرمایه‌گذاران، اثر منفی روی رابطه بازده جاری سهام و سود آتی داشته باشد، ضریب  $SENT_{it} * EARN_{it3}$  باید به صورت منفی برآورد شود. همچنین در راستای نتایج پژوهش‌های قبلی، در معادله بالا ضریب  $EARN_{it-1}$  به صورت منفی و ضریب  $EARN_{it}$  مثبت پیش‌بینی می‌شود. همچنین در پژوهش‌های قبلی، ضریب  $EARN_{it3}$  مثبت و ضریب  $RET_{it3}$  منفی برآورد شده است [۲۵].

اگرچه سود به طور مثبت با جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی رابطه دارد، اما اصلی‌ترین متغیر ارزشیابی سهام، جریان وجه نقد عملیاتی پیش‌بینی شده است. بنابراین بررسی این سؤال اهمیت دارد که آیا تمایلات سرمایه‌گذاران، قابلیت پیش‌بینی جریان وجه نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی را افزایش می‌دهد و یا منجر به کاهش آن می‌گردد؟ برای بررسی این موضوع، فرضیه سوم پژوهش تدوین شد. برای بررسی این فرضیه، سود حسابداری، به دو جزء نقدی (CFO) و تعهدی (ACC) تجزیه شد. مدل نهایی بعد از تجزیه سود به دو جزء مذکور، به صورت رابطه (۲) است:

$$R_{it} = B_0 + B_1CFO_{it-1} + B_2CFO_{it} + B_3CFO_{it3} + B_4ACC_{it-1} + B_5ACC_{it} + B_6ACC_{it3} + B_7R_{it3} + B_8SENT_{it} + B_9SENT_{it} * CFO_{it-1} + B_{10}SENT_{it} * CFO_{it} + B_{11}SENT_{it} * CFO_{it3} + B_{12}SENT_{it} * ACC_{it-1} + B_{13}SENT_{it} * ACC_{it} + B_{14}SENT_{it} * ACC_{it3} + B_{15}SENT_{it} * R_{it3} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

که در معادله بالا؛

$CFO_{it-1}$ : جزء نقدی سود سال t-1

$CFO_{it}$ : جزء نقدی سود برای سال  $t$

$CFO_{it3}$ : مجموع اجزای نقدی سود طی سال های  $t+1$ ،  $t+2$  و  $t+3$

$ACC_{it-1}$ : جزء نقدی سود سال  $t-1$

$ACC_{it}$ : جزء تعهدی سود برای سال  $t$

$ACC_{it3}$ : مجموع اجزای نقدی سود طی سال های  $t+1$ ،  $t+2$  و  $t+3$  است.

اگر تمایلات سرمایه‌گذاران، ضریب واکنش به جزء نقدی سودهای آتی را کاهش دهد، ضریب متغیر  $SENT_{it} * CFO_{it3}$  منفی بوده و در غیر این صورت مثبت خواهد بود. همچنین اگر تمایلات سرمایه‌گذاران، ضریب واکنش به جزء تعهدی سودهای آتی را کاهش دهد، ضریب متغیر  $SENT_{it} * ACC_{it3}$  منفی و در غیر این صورت مثبت خواهد بود. برای همسان‌سازی مقیاس داده‌ها، اجزای نقدی و تعهدی سود، بر جمع دارایی‌ها در ابتدای دوره شرکت تقسیم شده است.

#### تمایلات سرمایه‌گذاران

اندازه‌گیری مستقیم شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران غیرممکن است؛ اما در پژوهش‌های قبلی، از شاخص‌های گوناگونی برای نشان دادن تمایلات سرمایه‌گذاران استفاده شده است. در این رویکرد، تمایلات سرمایه‌گذاران با توجه به مجموعه‌ای از رویدادهای بهم پیوسته تعیین می‌شود و تصمیم‌گیری در رابطه با نوع تمایلات سرمایه‌گذاران، به جای بررسی یک شاخص خاص، نیاز به یک بررسی مجموعه‌ای از عوامل مرتبط با الگوهای خرید و فروش سرمایه‌گذاران دارد.

به اعتقاد شیلر (۱۹۹۷)، نظرسنجی از سرمایه‌گذاران، یگانه راه تعیین تمایلات خوش‌بینانه یا بد بینانه سرمایه‌گذاران است و تنها از طریق نظرسنجی می‌توانیم اطلاعاتی در رابطه با رفتار غیرمنطقی سرمایه‌گذاران کسب کنیم [۲۳]. براون و دیگران (۲۰۰۵) در مدل‌سازی تمایلات سرمایه‌گذاران، بر الگوی سرمایه‌گذاری صندوق‌های سرمایه‌گذاری تأکید کردند. بیکر و همکاران (۲۰۰۵) با تکیه بر نقش نقدشوندگی و حجم معاملات سهام نشان دادند در صورتی که قیمت‌های پیش‌فروش سهام نسبت به قیمت‌های پیش‌خرید سهام بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران غیرمنطقی، به احتمال زیادی اقدام به خرید و فروش می‌نمایند [۱۶]. در این موقعیت، نقدینگی سهام در صورت بیشتر بودن تمایلات خوش‌بینانه سرمایه‌گذاران، افزایش و در صورت بیشتر بودن تمایلات بدبینانه، کاهش می‌یابد. اشمیلینگ (۲۰۰۹) نیز، شاخص اعتماد مشتری را به عنوان شاخصی از تمایلات سرمایه‌گذاران در نظر گرفت [۲۶]. بیکر و ورگلر (۲۰۰۶) با بررسی پژوهش‌های قبلی، شش عامل را به عنوان معیارهای منعکس‌کننده تمایلات سرمایه‌گذاران انتخاب کردند و این عوامل را به تعدادی متغیر اقتصاد کلان تقسیم کردند تا مؤلفه‌های غیرتصادفی و نامرتب با اثرات چرخه‌های تجاری را استخراج کنند. شاخص نهایی تمایلات سرمایه‌گذاران، با بکارگیری پسماندهای رگرسیون هر یک از شش شاخص و با استفاده از روش تحلیل مؤلفه اساسی طراحی شد [۱۰].

بررسی مبنای نظری و تجربی قبلی حاکی از آن است که شاخص پیشنهادی بیکر و ورگلر (۲۰۰۶)، بیشترین کاربرد را برای برآورد تمایلات سرمایه‌گذاران داشته است. لذا در این پژوهش نیز از روش‌شناسی مشابه برای برآورد این متغیر استفاده شده است. اساس این شاخص، بر پنج متغیر مبنای تمایلات سرمایه‌گذاران استوار است: حجم معاملات (TURN)، صرف سود نقدی ( $P^{(D-ND)}$ )، میانگین نرخ بازده اولین روز عرضه‌های اولیه سهام (RIPO)، حجم معاملات در اولین روز عرضه اولیه سهام (NIPO) و نسبت مالکانه (S)، که مبنای انتخاب هر کدام از آن متغیرها به شرح زیر بوده است.

#### حجم معاملات

حجم معاملات بورس اوراق بهادار، که بر مبنای نسبت کل سهام معامله‌شده به میانگین سهام پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار محاسبه می‌شود، شاخصی از نقدشوندگی و تمایلات سرمایه‌گذاران است. بیکر و همکاران (۲۰۰۳) نشان دادند در صورتی که قیمت‌های پیش‌فروش سهام نسبت به قیمت‌های پیش‌خرید سهام بیشتر باشد، سرمایه‌گذاران غیرمنطقی، با احتمال بیشتری اقدام به خرید و فروش می‌نمایند [۹]. در این موقعیت، نقدشوندگی سهام در صورت بیشتر بودن تمایلات خوش‌بینانه سرمایه‌گذاران، افزایش و در صورت بیشتر بودن تمایلات بدبینانه آنان، کاهش می‌یابد.

#### صرف سود نقدی

همان‌گونه که جریان وجه نقد در درون یک شرکت برای ارزیابی توان و وضعیت نقدینگی آن از اهمیت بسزایی برخوردار است، طبیعتاً سود نقدی سهام نیز برای سهامداران به عنوان یکی از منابع نقدینگی دارای اهمیت زیادی است. بیکر و ورگلر (۲۰۰۳) تفاوت بین میانگین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار دو گروه از شرکت‌هایی که سود تقسیمی آنها بیشتر و کمتر از ۰/۰۹ درصد ارزش دفتری بود را صرف سود نقدی تعریف کردند [۹]. از آنجا که سود تقسیمی از عوامل اساسی اثرگذار بر قیمت‌گذاری سهام است، احتمالاً صرف سود نقدی، رابطه معکوس با تمایلات سرمایه‌گذاران خواهد داشت.

#### میانگین بازده اولین روز عرضه‌های اولیه سهام

اغلب اوقات، عرضه‌های اولیه، در اولین روز معاملاتی بازده قابل توجهی بدست می‌آورند که توجیه آن با علتی جز شورو شوق سهام‌داران، مشکل است. با توجه به اینکه قیمت اوراق بهادار، بر مبنای تحلیل‌های گسترده افراد و شرکت‌های آگاه به وضعیت بازار تعیین می‌شود، این درجه از قیمت‌گذاری نادرست، به عنوان یک معما در نظر گرفته شده است. احتمالاً غیرقابل پیش‌بینی بودن تمایلات سرمایه‌گذاران یک عامل مهم است. چرا که قیمت پیشنهادی، نشان‌دهنده ارزش فعلی جریان‌های نقدی مورد انتظار مؤسسان شرکت است و قاعدتاً نباید کم‌ارزش‌گذاری شده باشد. حتی شاید بهتر باشد سهام با کسر فروخته شود؛ چرا که در اولین روز عرضه‌های اولیه سهام، این ریسک وجود دارد که تقاضا برای عرضه‌های اولیه سهام کمتر از سهام منتشرشده قبلی باشد.

### حجم معاملات در اولین روز عرضه اولیه سهام

تقاضا برای عرضه‌های اولیه سهام، همبستگی معناداری با تمایلات سرمایه‌گذاران دارد. به عقیده بیکر و ورگلر (۲۰۰۶)، عرضه‌های اولیه سهام، موجب بروز رفتارهای غیرمنطقی سهامداران می‌شود که از تمایلات سرمایه‌گذاران نشأت می‌گیرد. اندازه عرضه‌های اولیه سهام، می‌تواند به عنوان مبنایی برای سنجش تمایلات سهامداران تلقی شود. ممکن است در برخی ماه‌ها، چندین نوبت عرضه اولیه سهام صورت گیرد و در بعضی از ماه‌ها، هیچ سهمی منتشر نشود [۱۰].

### نسبت مالکانه

فعالیت‌های تأمین مالی شرکت، بر اساس نسبت سهام منتشره شرکت به مجموع سهام و بدهی‌های منتشره آن تعیین می‌شود. بیکر و ورگلر (۲۰۰۳) نشان دادند، نسبت سهام به مجموع سهام و بدهی‌های منتشره شرکت‌ها، رابطه معکوسی با بازده سهام دارد [۹]. همچنین تغییر سیاست تأمین مالی شرکت‌ها از انتشار سهام به تأمین مالی از طریق بدهی، به کاهش هزینه سرمایه منجر می‌گردد. این الگو به این معنا نمی‌باشد که شرکت‌ها یا مدیرانشان می‌توانند قیمت‌های بازار را هدایت نمایند، بلکه به این معنا می‌باشد که مدیران با توجه به مزیت اطلاعاتی که نسبت به سهامداران دارند، در شکل‌گیری قیمت‌های نادرست سهام تأثیرگذار می‌باشند و با توجه به پیش‌بینی‌هایی که در رابطه با قیمت سهام انجام می‌دهند اقدام به تأمین مالی از طریق سهام و بدهی می‌نمایند. یکی از اطلاعات مهم برای مدیران در تصمیم‌گیری در رابطه با روش تأمین مالی، تمایلات سرمایه‌گذاران می‌باشد. در این پژوهش، نسبت سهام منتشره، به مجموع سهام و اوراق بدهی منتشره در بازار، به عنوان مبنایی برای سنجش تمایلات سرمایه‌گذاران، مورد استفاده قرار گرفته است.

بر مبنای مبانی نظری و شواهد تجربی پژوهش‌های پیشین، هر یک از این پنج متغیر مذکور، همبستگی بالایی با تمایلات سرمایه‌گذاران دارند. با این حال، بعضی از معیارهای مورد بحث، تحت تأثیر عواملی قرار می‌گیرند که ممکن است به تمایلات نامربوط باشد. لذا به تبعیت از بیکر و ورگلر (۲۰۰۶)، دو شاخص اقتصادی قیمت مصرف‌کننده و نرخ بهره بدون ریسک نیز مورد استفاده قرار گرفت تا اثرات سیستماتیک عوامل اقتصاد کلان کنترل شود و عنصر «غیرتصادفی» این معیارها به دست آید [۱۰].

پس از برآورد شاخص‌های جایگزین تمایلات سرمایه‌گذاران، با استفاده از روش تحلیل مؤلفه‌های اساسی (PCA<sup>۱</sup>) ساختار ارتباطی متغیرها با تمایلات سرمایه‌گذاران طراحی شد. روش تحلیل مؤلفه‌های اساسی (PCA) یکی از انواع روش‌های تحلیل داده‌های چندمتغیره است که هدف اصلی آن، تقلیل بعد مسئله مورد مطالعه است. یکی از کاربردهای مهم تحلیل مؤلفه‌های اساسی (PCA)، در رگرسیون است. با استفاده از تحلیل مؤلفه‌های اساسی، می‌توان تعداد زیادی متغیر توضیحی همبسته را با تعداد محدودی متغیر توضیحی جدید که مؤلفه‌های اساسی نامیده می‌شوند و ناهمبسته‌اند، جایگزین نمود. به این ترتیب، نه تنها بعد مسئله تقلیل می‌یابد، بلکه مسئله همخطی نیز پیش نمی‌آید. به عبارت دیگر، در این روش

<sup>۱</sup> Principal Component Analysis

متغیرهای موجود در یک فضای چندحالتی همبسته، به یک مجموعه از مؤلفه‌های غیرهمبسته خلاصه می‌شوند که هر یک از آنها، ترکیب خطی از متغیرهای اصلی می‌باشند. مؤلفه‌های غیر همبسته بدست آمده، مؤلفه‌های اساسی (PC) نامیده می‌شوند که از بردارهای ویژه ماتریس کواریانس یا ماتریس همبستگی متغیرها بدست می‌آیند. در این پژوهش، ساختار ارتباطی متغیرها با تمایلات سرمایه‌گذاران، با استفاده از روش تحلیل مؤلفه‌های اساسی (PCA) بدست آمده است. بر مبنای اولین مؤلفه اساسی پسماندهای مدل رگرسیون هر یک از معیارها با عوامل اقتصادی، شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران، در ابتدای سال  $t$  محاسبه شده است. در ابتدا، مناسب بودن متغیرهای مورد استفاده مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج آزمون بارتلت جدول (۱) نشان می‌دهد فرضیه صفر (عدم وجود همبستگی) برای مجموعه داده‌های مذکور رد می‌شود، یعنی ارتباط معناداری بین متغیرها وجود دارد. با توجه به این درجه همبستگی می‌توان با استفاده از روش تحلیل مؤلفه‌های اساسی با کاهش تعداد متغیرها یک شاخص ترکیبی به نام شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران ارائه نمود.

جدول (۱). نتایج آزمون بارتلت

KMO and Bartlett's Test		
۰/۵۲۱	آماره KMO	
۲۰/۰۹۳	آماره خی دو	آزمون کرویت بارتلت
۰/۰۲۸	سطح خطا	

نتایج حاصل از روش تجزیه مؤلفه‌های اصلی نشان داد، به دلیل آن که مقدار ویژه اولین مؤلفه بزرگ‌تر از یک است و حدود  $41/887$  در صد پراکندگی مجموعه داده‌ها را دربرمی‌گیرد؛ مؤلفه اول، بهترین انتخاب به شمار می‌رود. از این رو بقیه عواملها از تحلیل خارج شده و تمام متغیرها در عامل اول تجمع می‌شوند. نتیجه بارهای عاملی هر یک از متغیرها بر مبنای مؤلفه اول اصلی به صورت یک ترکیب خطی از شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران به شرح رابطه (۶) به دست آمده است. بدین ترتیب، می‌توان تمایلات سرمایه‌گذاران را با توجه به ترکیب خطی زیر، به عنوان نتیجه بارهای عاملی هر یک از متغیرها بر مبنای مؤلفه اول اصلی، اندازه‌گیری نمود:

$$Sentiment = -0/502NIP0_t + 0/536RIPO_t + 0/836TURN_t + 0/878S_t - 0/173P^{D-ND}_t + 0/227R_t + 0/436CPI_t \quad (6)$$

#### یافته‌های پژوهش

پس از گردآوری داده‌های مورد نیاز برای آزمون فرضیات پژوهش، آماره‌های توصیفی هر یک از آنها محاسبه گردید. این آماره‌ها شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، کمترین و بیشترین مقدار مشاهدات می‌باشند که مقادیر عددی آنها در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲). آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمترین	بیشترین
سود خالص به ارزش بازار سهام	$EARN_{it}$	۰/۱۶۴	۰/۱۵۷	۰/۳۰۲	-۸۳۷/۰	۰/۸۶۱
سود خالص به ارزش بازار سهام سال قبل	$EARN_{it-1}$	۰/۱۷۲	۰/۱۶۳	۰/۳۲۶	-۰/۸۳۷	۰/۸۶۱
مجموع سود سه سال آتی	$EARN_{it3}$	۰/۶۱۵	۰/۵۳۰	۰/۸۱۵	-۱/۲۱۳	۱/۱۸۷
جزء نقدی سود	$CFO_{it}$	۰/۱۲۶	۰/۱۲۵	۰/۱۲۶	-۰/۹۰۵	۰/۷۳۶
جزء تعهدی سود	$ACC_{it}$	۰/۰۴۱	۰/۰۳۸	۰/۲۱۹	-۰/۸۷۶	۰/۹۴۵
بازده سهام	$RET_{it}$	۰/۲۵۸	۰/۲۲۰	۰/۷۴۸	-۰/۷۸۴	۵/۸۳۱
تمایلات سرمایه گذاران	$SENT_{it}$	۰/۲۱۴	۰/۱۵۶	۰/۱۹۲	-۱/۱۱۵	۱/۳۳۰

## نتایج آزمون فرضیه های پژوهش

هدف فرضیه اول، بررسی اثر تمایلات سرمایه گذاران بر ضریب واکنش به سود هر سهم جاری است. همچنین در فرضیه دوم، اثر تمایلات سرمایه گذاران بر ضریب واکنش به سودهای آتی مورد بررسی قرار می گیرد. نتیجه گیری در خصوص فرضیه اول، بر مبنای ضریب متغیر  $SENT_t * EARN_{it}$  و نتیجه گیری در خصوص فرضیه دوم، بر مبنای ضریب متغیر  $SENT_t * EARN_{it3}$  در آزمون مدل یک پژوهش صورت می گیرد. نتایج آزمون مدل شماره یک، در جدول (۳) نشان داده شده است:

جدول (۳). نتایج آزمون فرضیه اول و دوم تحقیق

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معنی داری
سود خالص به ارزش بازار سهام	$EARN_{it}$	۳۷۱/۰	۱/۹۹۱	۰/۰۴۷
سود خالص به ارزش بازار سهام سال قبل	$EARN_{it-1}$	۰/۳۰۱	۱/۰۸۵	۰/۲۷۸
مجموع سود سه سال آتی	$EARN_{it3}$	۰/۰۲۴	۱/۱۴۴	۰/۲۵۳
مجموع بازده سه سال آتی	$RET_{it3}$	۰/۰۶۵	۰/۲۵۷	۰/۷۹۷
تمایلات سرمایه گذاران	$SENT_t$	۰/۵۳۳	۲/۳۵۲	۰/۰۱۹
-	$SENT_t * EARN_{it}$	-۰/۸۱۷	-۳/۴۰۱	۰/۰۰۰
-	$SENT_t * EARN_{it-1}$	-۱/۴۴۷	-۱/۱۲۹	۰/۲۶۰
-	$SENT_t * EARN_{it3}$	-۰/۰۹۰	-۱/۵۰۹	۰/۱۳۲
-	$SENT_t * RET_{it3}$	-۰۹۹/۱	-۱/۹۲۳	۰/۰۵۵
مقدار ثابت	Constant	۰/۱۷۰	۱/۲۰۸	۰/۲۲۸

ضریب تعیین تعدیل شده: ۲۳۴/۰	آماره F: ۱۲۰/۲
آماره دوربین واتسون: ۵۲/۲	سطح معنی داری آماره F: ۰۰۰/۰

همان گونه که در جدول (۳) نشان داده شده است؛ اولاً بین سود هر سهم و بازده سهام رابطه مثبت وجود دارد و ثانیاً، ضریب متغیر  $EARN_{it} * SENT_{it}$  به صورت منفی (۰/۸۱۷-) برآورد شده و در سطح خطای ۵ درصد، معنادار ( $t = -۳/۴۰۱$ ) برآورد شده است. این یافته‌ها بدین معناست که تمایلات سرمایه‌گذاران، اثر منفی بر ضریب واکنش سودهای جاری دارد و بدین ترتیب، فرضیه اول پژوهش در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود.

همچنین نتایج حاکی از آن است که متغیر  $EARN_{it3} * SENT_{it}$  اثر معناداری بر بازده سهام نداشته شواهد کافی در خصوص اثر تمایلات سرمایه‌گذاران بر ضریب واکنش سودهای آتی وجود ندارد و فرضیه دوم پژوهش، مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد.

در فرضیه سوم و چهارم پژوهش، اثر تمایلات سرمایه‌گذاران بر همبستگی اجزای سودهای جاری و آتی با بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج آزمون این دو فرضیه، بر مبنای مدل (۲) در جدول (۴) نشان داده شده است:

جدول (۴). نتایج آزمون فرضیه سوم و چهارم تحقیق

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معنی داری
جزء نقدی سود	$CFO_{it}$	۶۴۵/۲	۵/۹۴۳	۰/۰۰۰
جزء نقدی سود سال قبل	$CFO_{it-1}$	۰/۸۵۷	۳/۳۴۸	۰/۰۰۱
مجموع جزء نقدی سود سه سال آتی	$CFO_{it3}$	۰/۰۶۹	۲/۱۷۵	۰/۰۳۰
جزء تعهدی سود	$ACC_{it}$	۰/۶۹۰	۰/۸۵۱	۰/۳۹۵
جزء تعهدی سود سال قبل	$ACC_{it-1}$	-۱۲/۲۷۳	-۲/۹۳۰	۰/۰۰۴
مجموع جزء تعهدی سود سه سال آتی	$ACC_{it3}$	۱/۴۸۶	۱/۴۷۷	۰/۱۴۱
مجموع بازده سه سال آتی	$RET_{it}$	۰/۰۲۷	۰/۱۱۳	۰/۹۱۰
تمایلات سرمایه‌گذاران	$SENT_{it}$	۰/۸۶۰	۷/۳۳۳	۰/۰۰۰
-	$SENT_{it} * CFO_{it}$	-۰/۱۸۱	-۲/۴۳۵	۰/۰۱۵
-	$SENT_{it} * CFO_{it-1}$	۳/۵۷۵	۳/۲۲۰	۰/۰۰۱
-	$SENT_{it} * CFO_{it3}$	-۰/۵۵۹	-۱/۹۳۱	۰/۰۵۴
-	$SENT_{it} * ACC_{it}$	-۳/۶۴۷	-۱/۱۹۹	۰/۲۳۲
-	$SENT_{it} * ACC_{it-1}$	۲/۵۸۱	۲/۹۶۷	۰/۰۰۳

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب متغیر	آماره t	سطح معنی داری
-	$SENT_{it} * ACC_{it3}$	-۰.۳۳/۱	-۷/۷۵۲	۰/۰۰۰
-	$SENT_{it} * RET_{it3}$	-۵۸۵/۱	-۵/۴۵۴	۰/۰۰۰
مقدار ثابت	Constant	۰/۱۷۳	۱/۳۴۶	۰/۱۷۹
ضریب تعیین تعدیل شده: ۳۰۳/۰		آماره F: ۵۱۰/۲		
آماره دوربین واتسون: ۳۴/۲		سطح معنی داری آماره F: ۰۰۰/۰		

نتایج جدول (۴) حاکی از آن است که بین جزء نقدی سود جاری و جزء نقدی سودهای آتی با بازده سهام در سطح خطای ۵ درصد، رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد؛ اما ضریب متغیرهای  $SENT_{it} * CFO_{it}$  و  $SENT_{it} * CFO_{it3}$  منفی و معنی دار بوده و حاکی از آن است که تمایلات سرمایه‌گذاران، به عنوان عامل منفی بر محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی عملیاتی جاری و آتی عمل کرده است. بدین ترتیب، فرضیه سوم پژوهش در سطح خطای پنج درصد رد نمی‌شود.

نتایج همچنین نشان می‌دهد که متغیر  $SENT_{it} * ACC_{it3}$  اثر منفی بر بازده سهام داشته و بنابراین فرضیه چهارم پژوهش نیز در سطح خطای ۵ درصد رد نمی‌شود و تمایلات سرمایه‌گذاران، اثر منفی بر محتوای اطلاعاتی جزء تعهدی سودهای آتی دارد.

#### نتیجه‌گیری

پدیده‌های غیرعادی در بازارهای مالی و نتایج پژوهش‌های اخیر حاکی از آن است که قیمت‌های سهام لزوماً تنها به دلیل اطلاعات تغییر پیدا نمی‌کنند و رفتارهای سرمایه‌گذاران در برخورد با ارزش‌های بازار، ممکن است از عوامل دیگری که در چارچوب نظریه‌های روانشناختی بحث می‌شوند، تأثیر پذیرد. این موضوع در نظریه‌های مالی رفتاری بحث می‌شود و فرضیات کلاسیک اقتصاد و مالی، مبتنی بر رفتار عقلایی سرمایه‌گذاران و کارایی بازار را تا حد زیادی زیر سؤال برده است. اعتقاد بر این است که تمایلات سرمایه‌گذاران، اولاً به عنوان عاملی در کنار اطلاعات حسابداری، می‌تواند بر قیمت سهام تأثیر گذارد و ثانیاً واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات صورت‌های مالی، می‌تواند از تمایلات آنان تأثیر پذیرد. در این پژوهش، اثر تمایلات سرمایه‌گذاران بر ضریب واکنش به سود حسابداری و اجزای سود، شامل جزء نقدی و تعهدی مورد بررسی قرار گرفت.

نتایج حاکی از آن است که سود جاری حسابداری، رابطه مثبت و معنی داری با بازده سهام دارد اما این رابطه تحت تأثیر تمایلات سرمایه‌گذاران، به صورت منفی تغییر پیدا می‌کند. همچنین بررسی اثر تمایلات سرمایه‌گذاران بر ضریب واکنش به اجزای سود نشان داد که این متغیر، می‌تواند به عنوان یک عامل منفی، ضریب واکنش به جزء نقدی و تعهدی سود را تحت تأثیر قرار دهد.

بر مبنای نتایج به دست آمده، می‌توان اینگونه نتیجه‌گیری کرد که تمایلات سرمایه‌گذاران، عاملی است که موجب می‌شود همه اطلاعات مرتبط با سود جاری حسابداری در بازده جاری سهام منعکس نشود.



این نتیجه بدان معنا است که ممکن است بازار در پردازش اطلاعات عمومی کاملاً کارآمد نباشد و اندازه گیری ضریب واکنش به سود حسابداری بر مبنای ارزش های جاری بازار و بدون در نظر گرفتن تمایلات سرمایه گذاران، نمی تواند نتایج دقیقی از محتوای اطلاعاتی سود حسابداری ارائه دهد. این نتایج، با یافته های میان و سنکراگوروسوامی (۲۰۱۲) مبنی بر اثر معنادار تمایلات سرمایه گذاران بر واکنش قیمت ها به سود و جریان های نقدی عملیاتی در دوره های مختلف خوش بینی و بدبینی، مطابقت دارد. برای درک تفاوت در معناداری اثرات کوتاه مدت و بلندمدت ارزش دفتری، یک پیشنهاد، نظریه فراطمینانی سرمایه گذاران، در مطالعات دنیل و همکاران (۱۹۹۸) است. این نظریه بر پایه این فرض استوار است که سرمایه گذاران، در کوتاه مدت، به اطلاعات خصوصی اعتماد بیش از حدی دارند و در عین حال، ارزش اطلاعات عمومی را کم وزن در نظر می گیرند. بنابراین، در کوتاه مدت، اطلاعات خصوصی ممکن است راه را برای تأثیرگذاری ارزش های دفتری حسابداری - به عنوان قسمتی از اطلاعات عمومی - سرکوب کند و آن را کم اهمیت جلوه دهد. اما در بلندمدت، فراطمینانی سرمایه گذاران به تدریج پسرفت می کند و اثرات اطلاعات عمومی حسابداری افزایش می یابد و بدین ترتیب، ارزش دفتری می تواند ارتباط غالب خود را با ارزش های ذاتی دوباره نشان دهد [۲۳].

بر اساس نتایج به دست آمده، به نظر می رسد، پژوهشگران رشته حسابداری که در حوزه بازار سرمایه مشغول به کار هستند، نباید فرایندی که قیمت به اطلاعات واکنش نشان می دهد را نادیده بگیرند. به طور خاص، یافته های پژوهش حاکی از آن است که در بررسی مربوط بودن سود حسابداری و اجزای آن، لازم است دغدغه های موجود در خصوص نحوه واکنش سرمایه گذاران به این اطلاعات در نظر گرفته شود. برای بررسی دقیق تر مربوط بودن اطلاعات حسابداری، نیاز است فرآیندی که سرمایه گذاران، تصمیمات سرمایه گذاری خود را اتخاذ می کنند و اینکه چگونه این تصمیمات از جانب اطلاعات حسابداری تأثیر می پذیرند، بهتر درک شود. در این راستا، یک رویکرد پیشنهادی این است که به جای تکیه صرف بر داده های قیمت بازده سهام، پژوهشگران آتی، به صورت میدانی یا از طریق روش های دیگر به شناسایی شیوه اتخاذ تصمیمات اقتصادی بر مبنای داده های حسابداری بپردازند. مشاهدات دقیق در این خصوص که تصمیم گیرندگان چگونه عمل می کنند و چگونه علائم اطلاعاتی را مورد استفاده (یا استفاده نادرست) قرار می دهند، می تواند مبنای مناسبی را برای بررسی کارکردهای اطلاعات حسابداری و از جمله سود، در تصمیمات سرمایه گذاری استفاده کنندگان فراهم آورد.

#### فهرست منابع

۱. باغومیان، رافیک. (۱۳۹۰). "بررسی روند اثر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، (۱۲)، ۱۲۰-۱۳۶.
۲. پورابراهیمی، محمدرضا؛ محمدی، احمد؛ طباطباییان، پریسا؛ السادات. (۱۳۹۴). "بررسی واکنش نامتقارن سرعت تعدیل قیمت سهام به اطلاعات جدید در بورس اوراق بهادار تهران". **بورس اوراق بهادار**، ۸ (۳۱)، ۵۳-۷۰.

۳. ثقفی، علی، باغومیان، رافیک. (۱۳۸۸). "تبیین ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری از منظر اندازه گیری و رفتاری". *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۷ (۲۵)، ۱-۵۲.
۴. نادری نورعینی، محمد مهدی؛ شعری، الهام. (۱۳۹۴). "تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر تأخیر در تعدیل قیمت سهام". *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، انجمن حسابداری ایران، (۲۸)، ۸۸-۱۰۰.
۵. نیکبخت، محمدرضا؛ حسین پور، امیرحسین و اسلامی مفیدآبادی، حسین. (۱۳۹۵). "بررسی تأثیر رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری بر قیمت سهام". *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۲۲، ۲۱۹-۲۴۵.
6. Aleksanyan, M. (2009). "Does the information environment affect the value relevance of financial statement data?" *Alied Economics Letters*, 168, 835-839.
7. Ali, A. Hwang, L. S. and Trombley, M. (2003). "Residual-Income- Based valuation predicts future stock returns: evidence on mispricing vs. risk explanations", *The Accounting Review*, 78, 377-396.
8. Andrade, E. (2005). "Behavioral consequences of affect: Combining evaluation and regulatory mechanisms". *Journal of Consumer Research*, 32(3), 355-362.
9. Baker, M., J. Stein, and J. Wurgler. 2003. "When does the market matter? Stock prices and the investment of equity-dependent firms". *Quarterly Journal of Economics* 118: 969-1005.
10. Baker, M., & Wurgler, J. (2006). "Investor sentiment and the cross-section of stock returns". *Journal of Finance*, 61: 1645-1680.
11. Baker, M.; Wurgler, J. & Yuan, Y. (2012). "Global, local, and contagious investor sentiment". *Journal of Financial Economics*, 104, 272-287.
12. Ball, R. and P. Brown. (1968). "An empirical evaluation of accounting income numbers". *Journal of Accounting Research*, 6 (2), 159-78.
13. Barberis N. R. Thaler. (2002). *A Survey of Behavioral Finance*, Working Paper No.9222, National Bureau of Economic Research NBER. Cambridge, MA, USA. Available at SSRN: <http://www.nber.org/papers/w9222>.
14. Barth, E, M. and Clinch, G. (1986). "International Accounting Differences and Their Relation to Share Prices: Evidence from U.K. Australian, and Canadian Firms". *Contemporary Accounting Research*, 13 (1), 135-170
15. Beaver, W. (2002). "Perspectives on recent capital market research". *The Accounting Review*, 772. 453-474.
16. Brown, G. W., and M. T. Cliff. 2005. "Investor sentiment and asset valuation". *Journal of Business* 78: 405-440.
17. Collins, D.W. Maydew, E.L. Weiss, I.S. (1997). "Changes in the value-relevance of earnings and book values over the past forty years". *Journal of Accounting and Economics*, 24, 39-67.
18. Cornell, B., Landsman, W., & Stubben, S. (2017). "Accounting information, investor sentiment and market pricing". *Journal of Law, Finance, and Accounting*, 2 (2), 325-345.

19. Dichmont, M.C., Deng, A.R., Punt, E.A., Brodziak, J., Chang, J.Y., Cope, M.J., Ianelli, N.J., Legault, M.C., Methot Jr, D.R., Porch, E.C., Prager, H.M., Shertze, W.K. (2016). **A review of stock assessment packages in the United States**. Fisheries Research, 183, 447-460.
20. Dontoh, A. Radhakrishnan, S. Ronen, J. (2004). "The declining value-relevance of accounting information and non-information-based trading: an empirical analysis". **Contemporary Accounting Research**, 21, 795-812.
21. Liston, D. (2016). "Sin stock returns and investor sentiment". **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 59, 63-70.
22. Mian, G. Mujtaba, and Srinivasan, S. (2012). "Investor Sentiment and Stock Market Response to Earnings News". **The Accounting Review**. 87, 1357-1384.
23. Nichols, D, Craig. James, M, Wahlen. Matthew M. Wieland. "Pricing and Mispricing of Accounting Fundamentals in the Time-Series and in the Cross Section" **Contemporary Accounting Research**. 34 (3). 1378-1417.
24. Schmeling, M. (2009). "Investor Sentiment and stock returns: some international evidence". **Journal of Empirical Finance**. 16 (3). 394-408
25. Sunyoung, K. (2008). **Three Essay on Financial Accounting-Empirical Studies**, PhD Dissertation, University of Alberta.
26. Tahata, Y. Alhadab, M. (2017). "Have accounting numbers lost their value relevance during the recent financial credit crisis?" **The Quarterly Review of Economics and Finance**, 66, 182-191.
27. Zhu, B, Niu, F. (2016). "Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China". **Pacific-Basin Finance Journal**. 38. 125-134.



## **Investor Sentiment and Earnings Response Coefficient (ERC)**

**Ali Reza Fazlzadeh (PhD)<sup>1</sup>**

Associate Professor in Accounting, Tabriz University, Iran

**Vahid Ahmadian (PhD)<sup>2</sup>©**

Assistant Professor of Accounting, Tabriz University, Iran

**Sajad Naghdi (PhD)<sup>3</sup>**

Assistant Professor of Accounting, Tabriz University, Iran

(Received: 25 September 2019; Accepted: 12 February 2020)

In previous studies, the informational content of accounting variables was examined under conditions of the classic assumptions of economics and finance, that such a framework does not provide an insight on the effects of irrational behaviors of investors. However, theoretical literature and the results of recent empirical studies suggest that feelings of investors can affect their response to accounting information and evaluation of companies' stock. Given the evidence of previous studies on the difference between the reactions to the accounting earnings news, the effect of investors' tendencies on the estimation of the coefficient of reaction to the accounting earnings and each of its components are examined empirically in this study. Based on the data of 100 listed companies in Tehran Stock Exchange between the years 2010 and 2017, the results show that current and future earnings have a positive and significant effect on stock returns, but investors' tendencies can decrease the coefficients of response to current earnings. Further investigations suggest the negative effect of investors' tendencies on the coefficient of cash and accrual components of future earnings reflected in current stock returns.

**Keywords:** Earnings response coefficient, Investor Sentiment, Accruals, Cash Flow From Operating Activities (CFO).

---

<sup>1</sup> fazlzadeh\_acc@yahoo.com

<sup>2</sup> vahid.ahmadian@modares.ac.ir © (Corresponding Author)

<sup>3</sup> sajad.nagdi@yahoo.com