



## Examining the Impact of Investors' Sentiment on Their Expectations of Future Earnings

Hamid Reza Ganji \*

Assistant Professor, Department of Accounting, Alzahra University, Tehran, Iran

Shahnaz Mashayekh 

Associate Professor, Department of Accounting, Alzahra University, Tehran, Iran

Zakieh Seddighi 

Master of Science, Department of Accounting, Alzahra University, Tehran, Iran

### Abstract

Investors' decision-making processes are influenced by a combination of rational behavior and emotions, particularly during special circumstances where emotional behaviors may overshadow rationality. This study aims to examine the influence of investor sentiments on their expectations of future earnings. A sample of 163 companies listed on the Tehran Stock Exchange during the period from 2011 to 2020 was selected to achieve the research objective. Multiple linear regression was used to test the research hypotheses. The results indicate that investors' sentiments do not have a significant relationship with the stability of losses, suggesting that emotional behaviors do not lead to substantial changes in loss stability. Similarly, there is no significant relationship between investors' sentiments and the stability of earnings. Consequently, investors lack a proper understanding of future earnings and losses, which impacts their decision-making processes. Addressing this issue requires

\* Corresponding Author: h.ganji@alzahra.ac.ir

**How to Cite:** Ganji, H. R., Mashayekh, Sh., Seddighi, Z. (2023). Examining the Impact of Investors' Sentiment on Their Expectations of Future Earnings, *Empirical Studies in Financial Accounting*, 20(78), 155-190.

relevant officials to take measures to enhance investors' awareness of the overall market and the fundamentals of listed companies, thereby fostering a more informed investment environment.

**Keywords:** Investors' Sentiments, Expectations Of Future Earnings, Earnings Stability, Loss Stability.



## **1- Introduction**

Behavioral finance theories underscore the pivotal role of investors' emotional behaviors in determining asset values, challenging the conventional notion that changes in security values are solely driven by fundamental factors (Kim & Ha, 2010). This study aims to investigate the influence of investors' emotions on their expectations of future earnings and to examine how emotions at the capital market level lead to misjudgments in stock valuations. To achieve these objectives, we explore the relationship between investors' emotions and their expectations of future earnings. Specifically, we anticipate that investors may perceive losses as more stable during periods of diminished sentiment and less stable during periods characterized by heightened sentiment. This difference is expected to be more pronounced for companies operating at a loss compared to profitable companies.

## **2. Literature Review**

### **2-1. Investor sentiment**

The emergence of behavioral financial sciences has sparked significant interest among researchers, leading to a plethora of studies investigating the emotional behaviors of investors. Noteworthy contributions in this domain include the works of Baker and Wurgler (2007), Cornell (2017), Hua (2020), and Bilel (2020). In recent years, the field of behavioral finance has witnessed efforts to elucidate the mechanisms through which investors' emotions influence stock values and overall stock market performance.

### **2-1. Investors' Expectations of Future Earnings**

Investors' expectations of future earnings encompass the prevailing sentiments and attitudes held by investors regarding the prospective performance of a company, which can range from optimism to pessimism (Aboody, 2018). It is worth noting that researchers often approach survey-based data with a certain degree of caution due to the potential disparity between survey responses and actual behavioral patterns. Consequently, gauging expectations through trading activities provides a means to discern irrational investor behavior. Statement No. 1 issued by the Financial Accounting Standards Board underscores the significance of profit as a metric employed by investors to assess profitability, dividend-paying capability, forecast future earnings, and extend credit to other firms (Sinha, 2016). Therefore, it is evident that a company's profit margin can exert a notable influence on the stock market.

### **3-2. Investor Sentiment and Their Expectations of Future Earnings**

The present research endeavors to explore the impact of investors' sentiments at the capital market level on the misvaluation of stocks. Specifically, it investigates the relationship between these sentiments and investors' expectations concerning future earnings. In this study, we anticipate that investors may perceive losses as more stable during periods characterized by reduced emotional intensity and less stable during periods marked by heightened emotional sentiment. Furthermore, it is posited that the stability of earnings is lower (higher) during periods of low (high) sentiment, with this disparity being particularly pronounced for loss-making companies as compared to profitable ones.

The research hypotheses are articulated as follows:

H1: There is a negative and significant relationship between investors' sentiments and the sustainability of losses.

H2: There is a positive and significant relationship between investors' sentiments and the stability of earnings.

### **3. Methodology**

This research falls under the category of post-event analysis, utilizing historical information extracted from companies listed on the Tehran Stock Exchange. The statistical population for this study comprises companies admitted to the Tehran Stock Exchange between 2010 and 2019. A carefully selected sample of 1630 company-year observations, was employed for analysis. To test the research hypotheses, composite data were utilized, and multivariate regression models were employed for estimation.

### **4. Results**

The first research hypothesis posited that there exists an inverse and statistically significant relationship between investors' sentiments and the sustainability of losses. However, based on the results presented in Table 1, the significance level of the variable representing investors' sentiments surpasses the 5% threshold, indicating that there is no substantial relationship between investors' sentiments and the sustainability of losses. This suggests that investors' emotions do not exert a significant impact on the persistence of losses.

Similarly, the second research hypothesis postulated a direct and meaningful relationship between investors' sentiments and the stability of earnings. Yet, the findings in Table 2 reveal that the significance level of the variable related to investors' sentiments exceeds the 5% significance level, signifying that there is no substantial relationship between investors' sentiments and the stability of earnings. In essence, it implies that the

sentiments of investors do not wield a significant influence on earnings stability.

### **5. Discussion**

In the current research, it was initially hypothesized that investors in loss-making companies would perceive losses as more stable during periods characterized by reduced emotional intensity and less stable during emotionally charged periods. These results underscore the complexity of investor behavior and the challenges in accurately predicting how emotions influence investment decisions and expectations. The findings imply that other factors or variables not considered in the current research may play a more substantial role in shaping investors' expectations of future earnings in both loss-making and profitable companies.

### **6. Conclusion**

The research outcomes indicate that in both loss-making and profitable companies, investors' sentiments do not wield a statistically significant influence on their expectations of future earnings. This suggests that investors' expectations regarding future earnings may not be accurately formed. Even in the case of profitable companies, investors' emotions do not appear to significantly impact their profit expectations. These results may be attributed to investors' potentially inadequate understanding of future earnings, which could give rise to emotional behaviors. Addressing this issue calls for intervention by capital market analysts and relevant institutions, with a focus on enhancing investor awareness. Initiatives should be developed to raise investors' knowledge levels, thereby contributing to the normalization of the broader market and the fundamentals of listed companies.

It's worth noting that these findings appear to contradict those of Riedl (2021). In the Iranian economic context, these results apply similarly to both loss-making and profitable companies, indicating that emotions may not be a significant factor influencing profit expectations on the Tehran Stock Exchange. Moreover, these findings align partially with the results of BashiriManesh and Oradi (2018).

## بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر انتظارات آن‌ها از سودهای آتی

حمیدرضا گنجی	استادیار گروه حسابداری، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران
شهناز مشایخ	دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران
زکيه صديقي	کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه الزهراء، تهران، ایران

### چکیده

سرمایه‌گذاران همواره ترکیبی از رفتار عقلایی و احساسات خود را در سرمایه‌گذاری‌ها لحاظ می‌کنند. در برخی شرایط خاص ممکن است رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران بر رفتارهای عقلایی آن‌ها غلبه کرده که این می‌تواند منجر به تغییر در انتظارات آن‌ها از سودهای آتی شود. هدف اصلی این پژوهش بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی است. برای رسیدن به مقصود پژوهش، طی سال‌های ۱۳۹۰ - ۱۳۹۹ تعداد ۱۶۳ شرکت پذیرفته‌شده در بازار سرمایه انتخاب شدند. بر مبنای رگرسیون خطی چندگانه فرضیه‌های پژوهش مورد آزمون قرار می‌گیرد. دستاوردهای پژوهش نشان داد که بین احساسات سرمایه‌گذاران و پایداری زیان‌ها رابطه معناداری وجود ندارد. به عبارتی، احساسات سرمایه‌گذاران نمی‌تواند منجر به تغییر معنادار پایداری زیان‌ها شود. همچنین، نتایج پژوهش نشان داد که بین احساسات سرمایه‌گذاران و پایداری سودها رابطه معناداری وجود ندارد. در حقیقت، احساسات سرمایه‌گذاران نمی‌تواند منجر به تغییر معنادار پایداری سودها شود. دستاوردهای در پژوهش حاضر نشان داد که سرمایه‌گذاران درک صحیحی از سودهای (و زیان‌های) آتی ندارند که بر اساس آن تصمیم‌گیری نمایند. عدم درک مناسب سرمایه‌گذاران از سودها و زیان‌های آتی، به افشای پایین اطلاعات شرکت‌ها فعال در بازار سرمایه و رفتار احساسی سرمایه‌گذاران برمی‌گردد که می‌تواند توسط فعالان بازار سرمایه و نهادهای مربوطه بررسی و ریشه‌یابی شود و نسبت به کاهش این مشکل فعالیت‌های بیشتری انجام شد.

**کلیدواژه‌ها:** احساسات سرمایه‌گذاران، انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی، پایداری سودها، پایداری زیان‌ها.

## مقدمه

در دو دهه اخیر، تمرکز بسیاری از مباحث مالی به سوی روانشناسی انسانی تغییر کرده است و با نگاهی نوین‌تر به مدیریت مالی، به تبیین رفتار بازارهای مالی می‌پردازد. مکاتب مالی رفتاری که از ترکیب دانش مالی و روانشناسی انسانی به وجود آمده‌اند، نشان می‌دهند که خطاهای شناختی بر نظریات سرمایه‌گذاری و گزینه‌های مالی اثر می‌گذارند (Prosad, 2015). تئوری‌های مکتب مالی رفتاری بر پایه دو فرض «تأثیرپذیری سرمایه‌گذاران از تمایل‌های احساسی خود» و «پرریسک و پرهزینه بودن آریتراز در برابر سرمایه‌گذاران احساسی» است و لذا سرمایه‌گذاران منطقی با آریترازگرها در برگرداندن ارزش‌ها به ارزش بنیادی، در تقابل نیستند (زارعی و دارابی، ۱۳۹۷).

همچنین، مکاتب مالی رفتاری نشان می‌دهند که رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران نقش مهم و با اهمیتی در تعیین ارزش‌ها دارند و لذا تغییرات ارزش اوراق بهادار به دلایل بنیادی اتفاق نمی‌افتد (Kim & Ha, 2010). تمایل احساسی؛ نظرات، احساسات و دیدگاه‌های گروهی از افراد را توصیف و این تمایل احساسی را برای بازار خلاصه می‌کند (Thorp, 2004). احساسات سرمایه‌گذاران بر نرخ رشد سودهای مورد انتظار و نرخ بازده موردنیاز تأثیر می‌گذارد (Riedl, 2021). این در حالی است که طبق تئوری مالی سنتی سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی قادرند با به‌کارگیری مدل‌های سرمایه‌گذاری، ارزش سهام و بازده را پیش‌بینی نمایند. یکی از معمول‌ترین تعاریف از احساسات (تمایلات) سرمایه‌گذاران از سوی (Baker & Wurgler, 2006) ارائه شده است. (Baker & Wurgler, 2006) تمایلات سرمایه‌گذاران را تمایل به سفته‌بازی تعریف کردند که به ایجاد تقاضای نسبی برای سرمایه‌گذاری‌های سفته‌بازانه منتج شده و بر ارزش سهام آثار مقطعی می‌گذارد. از طرفی، انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای (زیان‌ها) شرکت‌ها بسته به احساسات آنها متفاوت است. به عبارتی، دو سرمایه‌گذار در شرایط یکسان به دلیل احساسات متفاوتی که دارند، انتظارات متفاوتی نیز از سود و زیان یک شرکت در دوره آتی دارند. درک سرمایه‌گذاران از سودهای آتی می‌تواند منجر به تصمیمات عقلانی در

سرمایه‌گذاری شود. هنگامی که احساسات سرمایه‌گذاران بر رفتارهای عقلانی آن‌ها غلبه می‌کند (دخالت احساسات در مقابل منطق)، این می‌تواند باعث درک نامناسب سرمایه‌گذاران از سودهای آتی شرکت‌ها شود و با اثرگذاری بر تصمیمات سرمایه‌گذاری آن‌ها، بازده سرمایه‌گذاری مورد انتظار آن‌ها را تغییر دهد (Riedl, 2021). لذا ضرورت دارد، تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر انتظارات آن‌ها از سودهای آتی بررسی شود تا سرمایه‌گذاران فعال بازار سرمایه از نتایج این پژوهش در راستای کنترل بیشتر بازده سرمایه‌گذاری خود (به‌ویژه زیان‌های احتمالی آتی) استفاده نمایند؛ بنابراین در این پژوهش به بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر انتظارات آن‌ها از سودهای آتی می‌پردازیم و ارزش‌گذاری نادرست سهام که از احساسات سرمایه‌گذاران در سطح بازار سرمایه ناشی می‌شود را با بررسی رابطه بین احساسات و انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی، بررسی می‌کنیم. انتظار می‌رود که سرمایه‌گذاران تصور کنند زیان‌ها در دوره‌هایی که با احساسات کمتر همراه است، پایدارتر و در دوره‌هایی که با احساسات بیشتر همراه است، از پایداری کمتری برخوردار است. در حقیقت، سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند که پایداری سود در دوره‌هایی با احساسات کم (زیاد) کمتر (بیشتر) است و اینکه چنین تفاوتی برای شرکت‌های زیان‌ده نسبت به شرکت‌های سودآور قوی‌تر به نظر می‌رسد.

پژوهش‌های قبلی در حوزه پایداری سود بیشتر بر اثرات متغیرهای مدیریت سود واقعی (عابدی و خاکی، ۱۴۰۲)، رقابت بازار محصول (اسماعیلیان، ۱۴۰۲)، متغیرهای کلان اقتصادی (شهریاری و همکاران، ۱۴۰۲) و کیفیت کنترل‌های داخلی (مهدوی و ساداتی، ۱۴۰۱) پرداخته‌اند ولی اثرات احساسات سرمایه‌گذاران در این پژوهش‌ها نادیده گرفته شده است و حداقل شواهدی از انجام این نوع پژوهش در بازار سرمایه تهران ملاحظه نمی‌گردد. این پژوهش دستاوردهایی جدیدی را برای حسابداری و مالی به همراه دارد و سرمایه‌گذاران این مهم را درک خواهند کرد که دخالت احساسات در مقابل منطق چقدر می‌تواند بر بازده سرمایه‌گذاری آن‌ها تأثیرگذار باشد و آن‌ها را نسبت به تأثیر احساساتشان بر انتظارات آن‌ها از سودها و زیان‌های آتی آگاه می‌کند. همچنین مشاوران مالی، مدیران



پرتفوی و تحلیلگران بازار سرمایه می‌توانند زمینه‌ای را فراهم کنند که با کسب درک جامعی از انگیزه‌ها و خواست‌ها و نگرانی‌های سرمایه‌گذاران بالفعل و بالقوه، در طراحی پرتفوی بهتر و تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر روند شکل‌گیری ارزش و انتظارات آن‌ها از سودهای آتی کمک کنند. در نتیجه، مسئله اصلی پژوهش حاضر پاسخ به این سؤال است که آیا بین احساسات سرمایه‌گذاران و پایداری زیان‌ها در شرکت‌های زیان‌ده رابطه معناداری وجود دارد؟ همچنین، آیا بین احساسات سرمایه‌گذاران و پایداری سودها در شرکت‌های سودآور رابطه معناداری وجود دارد؟

مبانی نظری، مرور پیشینه و فرضیه‌های پژوهش

### احساسات سرمایه‌گذاران

احساسات سرمایه‌گذاران در خصوص آینده بازار سرمایه می‌تواند نقش مؤثری بر روند ارزش و بازدهی سهام داشته باشد. دیدگاه مالی رفتاری نشان می‌دهد که برخی از تغییرات در ارزش اوراق بهادار، هیچ دلیل بنیادی نداشته و به رفتارهای غیرمنطقی سرمایه‌گذاران بستگی دارد. با ظهور علوم مالی رفتاری، بررسی رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران به‌عنوان یک موضوع جدید پژوهشگران زیادی را به خود جلب نمود و مطالعات متعددی به پژوهش در این زمینه پرداختند (Hua, 2017; Cornell, 2017; Baker & Wurgler, 2007; Bilel, 2020; طاهری و جعفری، ۱۴۰۱؛ بهارمقدم و همکاران، ۱۳۹۸؛ کاردان و همکاران، ۱۳۹۶)، اما اخیراً برخی مطالعات در حوزه مالی رفتاری تلاش کرده‌اند تا مکانیزمی را در زمینه تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر ارزش سهام یا به‌طور کلی عملکرد بازار سهام ارائه کنند. به‌عنوان مثال (Brown & Cliff, 2004) بیان کردند احساسات سرمایه‌گذاران، انتظارات نسبت به جریان‌های نقدی آتی را تغییر می‌دهد و بر ارزش سهام تأثیر می‌گذارد. (Baker & Wurgler, 2007) بیان کردند احساسات سرمایه‌گذاران، انتظارات نسبت به جریان‌های نقدی آتی و میزان ریسک سرمایه‌گذاری را تغییر می‌دهد و بر ارزش سهام تأثیر می‌گذارد. احساسات سرمایه‌گذاران دارای مفهومی گسترده شامل باورها، اعتقادات، تمایلات و هیجانات سرمایه‌گذار است (Brown & Cliff, 2004).

احساسات مثبت (منفی) منجر می‌شود که سرمایه‌گذاران اعتماد به نفس بیشتر (کمتر) در مورد توانایی‌های خود برای ارزیابی موقعیت‌ها و تمایل (ترس) به ریسک داشته باشند. از این رو، هنگامی که سرمایه‌گذاران خوش‌بین هستند، تمایل دارند ارزش سهام را بیش از حد ارزیابی کنند (Kuhnen & Knutson, 2005).

### انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی

از جمله اطلاعاتی که نقش اساسی در تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی دارد، عملکرد و اجزای مربوط به آن است. اطلاعات مربوط به عملکرد مهم است و به پیش‌بینی سود آینده کمک می‌کند (برزیده و حسن زاده دیوا، ۱۳۹۷). منظور از انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی، احساس و نگرش کلی سرمایه‌گذاران نسبت به عملکرد آتی شرکت است که می‌تواند به‌طور خوش‌بینانه یا بدبینانه باشد (Aboody, 2018). محققان همیشه با درجاتی از سوءظن با نظرسنجی‌ها برخورد می‌کنند، به این دلیل که شکاف بالقوه‌ای بین چگونگی پاسخ افراد به نظرسنجی و چگونگی رفتار واقعی آن‌ها وجود دارد؛ بنابراین اندازه‌گیری انتظارات با فعالیت‌های معاملاتی به معنای در نظر گرفتن جایگاهی برای شناسایی سرمایه‌گذاران غیرمنطقی است. همچنین، در طول سال‌های اخیر، در برخی از مطالعات و تحقیقات مالی، مفروضات اقتصاد مالی مدرن مورد انتقاد قرار گرفته است. یکی از این مفروضات، منطقی بودن سرمایه‌گذاران است که به‌طور جدی به چالش کشیده شده و مورد بررسی قرار گرفته است. امروزه این موضوع قوت بیشتری گرفته که ارزش‌ها بیشتر توسط نگرش‌ها و فاکتورهای درونی تعیین می‌شوند تا متغیرهای بنیادی (ساعدی و رضایان، ۱۳۹۸). علاوه بر این، محتوای اطلاعاتی سود و اجزای آن، به‌طور گسترده‌ای در ادبیات حسابداری و مالی بارها مورد آزمون قرار گرفته است. تحقیقات تجربی، شواهد زیادی در ارتباط با محتوای اطلاعاتی سود حسابداری ارائه نموده‌اند و بدیهی است که سود حسابداری بخشی از اطلاعات مورد استفاده سرمایه‌گذاران است که در ادبیات بیان شده است (Wang, 2014). دستاوردهای حاصله به دلیل اینکه اطلاعات حسابداری را با تصمیمات سرمایه‌گذاری و از این طریق سودمندی این اطلاعات را برای

سرمایه‌گذاران مرتبط می‌کنند، مهم هستند. در بیانیه شماره ۱ هیئت استانداردهای حسابداری مالی بیان شده است که سرمایه‌گذاران از سود برای ارزیابی توان سودآوری، توان پرداخت سود سهام، پیش‌بینی سودهای آتی و دادن اعتبار به شرکتی دیگر استفاده می‌کنند؛ بنابراین سود بر بازار اوراق بهادار تأثیر دارد (Sinha, 2016). بر این اساس شاید کمتر موضوعی در ادبیات مالی به این اندازه بحث برانگیزتر نباشد که آیا سرمایه‌گذاران در تعیین ارزش‌ها منطقی عمل می‌کنند یا خیر؟ در نتیجه باید بر اساس متغیرهای احساسی، شرایط رفتاری فعالان بازار سهام را بررسی کرد.

### احساسات سرمایه‌گذاران و انتظارات آنها از سودهای آتی

در سال‌های اخیر توجه زیادی به ویژگی‌های رفتاری افراد در تصمیم‌گیری آنها شده است (رنگزن مقدم و لشگری، ۱۳۹۷). یکی از مهم‌ترین اطلاعات اثرگذار بر تصمیمات سرمایه‌گذاری افراد، میزان سود شرکت می‌باشد. افراد بر اساس سیاست تقسیم سود شرکت، میزان جریان نقدی دریافتی خود را پیش‌بینی می‌کنند و بر اساس ارزیابی‌ها و پیش‌بینی‌های خود اقدام به سرمایه‌گذاری می‌نمایند (سلیمانی‌امیری و گودرزی، ۱۳۹۱). ویژگی‌های رفتاری سرمایه‌گذاران به دلیل تأثیری که بر تصمیمات آنها می‌گذارد، می‌تواند بر میزان تقسیم سود شرکت‌ها نیز اثرگذار باشد و در طرف مقابل نیز تقسیم سود تأثیر بسزایی در تمایلات و اهداف افراد ذینفع از این کار دارند. این ویژگی‌های رفتاری دامنه گسترده‌ای را شامل می‌شود. درک ذینفعان از سود آتی، از پژوهش‌های اولیه (Miller & Modigliani, 1961)، (Gordon, 1962) شروع شده تا تئوری‌های جدید مالی رفتاری که بر رفتار سرمایه‌گذاران خرد تمرکز داشته‌اند. تعداد زیادی از پژوهش‌ها، انتظارات از سودهای آتی را مستندسازی کرده و آنها را از طریق روش‌های مختلفی به تئوری‌های مبتنی بر تمایلات و رفتارهای سرمایه‌گذاران مربوط دانسته‌اند (کمرئی و همکاران، ۱۳۹۶). شواهد نشان می‌دهد که بین احساسات سرمایه‌گذاران و بازده سهامی که از ارزیابی ذهنی بالاتری برخوردار بوده است، رابطه‌ی مثبت وجود دارد (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲). سرمایه‌گذاران کاملاً عقلانی و منطقی نیستند و با لحاظ احساسات در

فرآیند تصمیم‌گیری، تصمیمات نادرستی هم اتخاذ می‌نمایند. تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران باعث انحراف ارزش تابلوی معامله سهام از ارزش‌های واقعی شده و منجر به ارزش‌گذاری نادرست سهام می‌گردد (Riedl, 2021). تحقیقات نشان می‌دهند که ارزش‌گذاری نادرست سهام ناشی از احساسات برای شرکت‌های دارای ارزش بالا که زیان گزارش می‌کنند، بسیار برجسته می‌باشد (Baker & Wurgler, 2006). در نتیجه باید متغیرهای احساسی و شرایط رفتاری فعالان بازار سرمایه را علاوه بر متغیرهای بنیادی، بررسی نمود و باید تأثیر عوامل رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران را (به‌جز عوامل بنیادی)، نیز بر ارزش سهام و انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی در نظر گرفته شود.

از آنجایی که در پژوهش‌های پیشین از جمله (Riedl, 2021) مشخص شده است که علاوه بر تأثیر متغیرهای حسابداری، متغیرهای رفتاری و احساسی سرمایه‌گذاران بر انتظارات آن‌ها از سودهای آتی و ارزش‌گذاری سهام مؤثر است، لذا موضوع اصلی که در این پژوهش دنبال آن هستیم، عبارت است از اینکه: چگونه احساسات سرمایه‌گذاران می‌تواند با انتظارات آن‌ها از سودهای آتی و ارزش‌گذاری سهام در ارتباط باشد؛ بنابراین، پژوهش حاضر ارزش‌گذاری نادرست سهام که از احساسات سرمایه‌گذاران در سطح بازار سرمایه ناشی می‌شود را با بررسی رابطه بین احساسات و انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی، بررسی می‌کند. در این مطالعه انتظار بر آن است که سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند زیان‌ها در دوره‌هایی که با احساسات کمتر همراه است، پایدارتر و در دوره‌هایی که با احساسات بیشتر همراه است، از پایداری کمتری برخوردارند. سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند که پایداری سود در دوره‌هایی با احساسات کم (زیاد) کمتر (بیشتر) است و اینکه چنین تفاوتی برای شرکت‌های زیان‌ده نسبت به شرکت‌های سودآور قوی‌تر به نظر می‌رسد.

در پژوهشی (Dias, 2022) با بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذار بر پیش‌بینی بازده بیت‌کوین و نوسانات آن نشان دادند که علاقه و احساسات سرمایه‌گذار، پیش‌بینی‌کننده‌های قابل توجهی برای بازده و نوسانات بیت‌کوین هستند، این دستاوردها همچنین نشان‌دهنده یک رابطه غیرخطی بین احساسات سرمایه‌گذار و بازده بیت‌کوین و

نوسان است. (Mahmodi, 2022) در پژوهشی با بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و بازده اعلانات شرکت نشان دادند که احساسات سرمایه‌گذار در سطح شرکت، قدرت توضیحی حاشیه‌ای فراتر از احساسات سرمایه‌گذار در سطح بازار برای بازده اعلانات شرکت دارد. در پژوهشی (Riedl, 2021) به بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر انتظارات آن‌ها از سودهای آتی پرداختند و یافتند که سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند زیان‌ها در دوره‌های احساسات پایین (بالا) بیشتر (کمتر) پایدار است. در مقابل سرمایه‌گذاران تداوم سود را در دوره‌های احساسات پایین (بالا) کمتر (بالاتر) می‌دانند و این اثرات برای شرکت‌های زیان‌ده نسبت به شرکت‌های سودده قوی‌تر به نظر می‌رسد.

در پژوهشی مشابه داخلی، کامیابی و جوادی نیا (۱۴۰۰) با بررسی اثر تعدیلی توانایی مدیریت بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری نشان دادند که احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر رابطه مثبت و معناداری بر محافظه‌کاری حسابداری دارد. همچنین، تنانی (۱۳۹۹) در پژوهشی با بررسی تأثیر تعدیلی مدیریت سود بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط ارزش سهام نشان دادند که هراندازه سرمایه‌گذاران نسبت به سهام یک شرکت، احساسات مثبت و خوش‌بینانه بروز دهند، ریسک سقوط ارزش آن سهام در سال‌های آتی بیشتر خواهد شد. همچنین، مشخص شد که مدیریت سود با یک اثر تعدیلی موجب ارتقای رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و ریسک سقوط ارزش سهام می‌گردد. بشیری منش و اورادی (۱۳۹۸) در پژوهشی با بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و مدیریت سود نشان دادند که نگرش‌های کوتاه‌مدت سرمایه‌گذاران بر مدیریت سود حسابداری یا همان دست‌کاری ارقام تعهدی اختیاری، تأثیر مثبت و معناداری دارند. همچنین دستاوردهای ایشان نشان داد، رفتار احساسی سرمایه‌گذاران بر مدیریت سود واقعی تأثیر معناداری ندارد. بهارمقدم و جوکار (۱۳۹۷) در پژوهشی با بررسی اثر تعدیلی کیفیت حسابرسی بر رابطه بین احساسات (تمایلات) سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام نشان دادند که گزارش‌های حسابرسی اعتماد

سرمایه گذاران به اطلاعات حسابداری را تقویت می‌کند و بر احساسات سرمایه گذاران در قیمت گذاری سهام تأثیر می‌گذارد. زارعی و دارابی (۱۳۹۶) با بررسی تأثیر تمایلات احساسی سرمایه گذاران بر نحوه افشای اختیاری نشان دادند که تمایلات احساسی سرمایه گذاران بر نحوه افشای اختیاری اثر مثبت و معنادار دارد؛ اما زمانی که تمایلات احساسی را دسته‌بندی نمودند (به تمایلات احساسی بالا و پایین)، بین تمایلات احساسی سرمایه گذاران و نحوه افشای اختیاری رابطه معناداری یافت نشده است.

با توجه به مطالب بالا، می‌توان فرضیه‌های پژوهش را به صورت ذیل مطرح کرد:  
فرضیه اول: بین احساسات سرمایه گذاران و پایداری زیان‌ها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین احساسات سرمایه گذاران و پایداری سودها رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش برحسب هدف، کاربردی و بر مبنای روش، توصیفی و از نوع همبستگی است. پژوهش حاضر از نوع پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) است که بر اساس اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی و گزارش‌های هیئت‌مدیره به مجمع عمومی انجام گرفته است.

جامعه آماری پژوهش حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۹ بوده است. جامعه آماری پژوهش با توجه به معیارهای گزینشی زیر انتخاب شده است:

۱. سال مالی شرکت‌ها ختم به پایان اسفندماه هر سال، به دلیل افزایش مقایسه پذیری، باشد.

۲. شرکت‌ها در دوره زمانی مطالعه، لغو پذیرش نشده و یا سال مالی را تغییر نداده باشند.

۳. با عنایت به ماهیت فعالیت متفاوت شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی یا بانک‌ها و اینکه به صورت حجیم سرمایه‌گذاری می‌کنند و احساسات در این شرکت‌ها متفاوت باشد از اشخاص سرمایه‌گذار است، جزء نمونه نباشند.

با لحاظ موارد یادشده، ۱۶۳ شرکت (۱۶۳۰ مشاهده سال-شرکت) برای انجام آزمون‌های آماری باقی ماندند. بر اساس داده‌های ترکیبی و با استفاده از مدل‌های رگرسیون چند متغیره فرضیه‌های پژوهش برآورد شده است. داده‌ها در صفحه گسترده اکسل جمع‌آوری و پردازش شدند و تجزیه و تحلیل نهایی به کمک نرم‌افزار Eviews نسخه ۱۲ انجام گرفت.

#### مدل و متغیرهای پژوهش

مدل زیر جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است (Riedl, 2021):

مدل (۱)

$$Profit\ Stability_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sentiment_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 INS\_own_{i,t} + \beta_6 SG_{i,t} + \beta_7 Close\_Price_{i,t} + \beta_8 TA_{i,t} + \beta_9 Audit\_OP_{i,t} + \beta_{10} Big2_{i,t} + \beta_{11} IndustryDum + \beta_{12} YearDum + \varepsilon_{i,t}$$

در پژوهش حاضر تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر انتظارات آن‌ها از سودهای آتی یا همان خطای پایداری سود یک‌بار در شرکت‌های زیان‌ده و یک‌بار در شرکت‌های سودآور بررسی می‌شود؛ زیرا نحوه تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر سود و زیان متفاوت است. از آنجا که شرکت‌های نمونه یا دارای سود هستند یا زیان. با تفکیک آن‌ها به سود ده و زیان ده (حدود ۱۱ درصد از مشاهدات)، مدل پژوهش برآورد و نتایج با توجه به تعداد مناسب مشاهدات، قابلیت اتکای کافی وجود دارد. پس از جمع‌آوری داده‌های هر یک از متغیرهای پژوهش، ابتدا داده‌ها به صورت ترکیبی (پانل) چیده می‌شوند. سپس، در مرحله بعد، برای مشخص نمودن احساسات کم یا زیاد، اگر میزان شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران در ابتدای سال جاری بیشتر از میزان میانه نمونه کل باشد، بنابراین، احساسات زیاد (High) است و میزان یک و در غیر این صورت میزان صفر اختیار می‌کند. در ادامه نیز،

مشاهدات (سال-شرکت‌های) سودآور و زیان‌ده (بر مبنای سود یا زیان گزارش‌شده در صورت سود و زیان) تفکیک می‌شوند؛ بنابراین، نمونه اولیه به دو نمونه شامل نمونه سودآور و نمونه زیان‌ده تفکیک خواهد شد. این شیوه از تفکیک نمودن داده‌ها سبب می‌شود که داده‌ها از چینش ترکیبی به چینش مقطعی (با عرض ثابت=cross section) تغییر کند (Riedl, 2021)؛ بنابراین، برای بررسی فرضیه اول پژوهش از نمونه شرکت‌های زیان‌ده و برای بررسی فرضیه دوم از نمونه شرکت‌های سودآور استفاده می‌شود. به‌عنوان مثال اگر در بررسی فرضیه اول ارتباط بین احساسات سرمایه‌گذاران و متغیر انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی منفی و معنادار باشد، فرضیه اول پژوهش تأیید می‌شود و نشان می‌دهد که احساسات بالای سرمایه‌گذاران منجر به خطا در انتظارات سرمایه‌گذاران از زیان‌های آتی شده است. فرضیه دوم نیز بدین شکل در نمونه سودآور بررسی می‌شود؛ یعنی شرکت‌ها در سال‌هایی که سود داشته‌اند در نمونه آورده شده است. تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش به شرح زیر است:

#### متغیر وابسته و تعریف عملیاتی آن

انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی ( $Profit\ Stability_{i,t}$ ): در پژوهش حاضر به تبعیت از پژوهش (Riedl, 2021) از آزمون معادلات هم‌زمان (Mishkin, 1983) برای اندازه‌گیری انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی یا همان خطای پایداری سود استفاده می‌شود. انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی ممکن است بعضاً به دلایلی از جمله غلبه احساسات بر سرمایه‌گذاران، اشتباه شکل بگیرد و همین امر منجر به ارزش‌گذاری نادرست سهام شود. برای اندازه‌گیری انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی از اختلاف پایداری سود واقعی و آتی استفاده می‌شود. سود واقعی همان سود خالص شرکت و سود آتی نیز سود خالص سال آتی شرکت در نظر گرفته می‌شود. برای بررسی پایداری عینی سود از رگرسیون (معادله پیش‌بینی) رابطه (۱) استفاده می‌شود:

رابطه (۱)

$$ROA_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t+1}$$



$ROA_{i,t}$ : بازده دارایی که از طریق تقسیم سود خالص بر کل دارایی‌ها محاسبه می‌شود.  $ROA_{i,t}$  در رابطه (۱) نمادی از سود خالص شرکت است که بر اساس کل دارایی‌ها همگن می‌شود. لذا، در رابطه (۱)  $ROA_{i,t+1}$  به‌عنوان سود دوره آتی و  $ROA_{i,t}$  نیز به‌عنوان سود دوره جاری در نظر گرفته شده است که با استفاده از کل دارایی‌ها همگن می‌شود.  $\alpha_1$  را ضریب پایداری عینی سود می‌نامند. هر چه میزان آن بیشتر باشد، پایداری سود و به تبع کیفیت سود نیز در سطح بالایی قرار دارد و انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی واقعی‌تر شکل گرفته است.

از سوی دیگر سرمایه‌گذاران در فرایند معاملات سهام، همواره برداشتی ذهنی از میزان پایداری سود یک شرکت دارند و این ذهنیت را نیز در تحلیل مبادلات سهام به کار می‌گیرند. به میزان پایداری سود یک شرکت که سرمایه‌گذار در ذهن خود دارد، پایداری ذهنی سود گفته می‌شود و برای محاسبه آن از مدل (معادله ارزش‌گذاری) رابطه (۲) استفاده می‌شود (Riedl 2021).

رابطه (۲)

$$BHAR_{i,t+1} = b(ROA_{i,t+1} - \alpha_0 - \alpha_1^* ROA_{i,t}) + \varepsilon_{i,t+1}$$

که در آن  $BHAR_{i,t+1}$  بازده غیرعادی سهام است. منظور از بازدهی غیرعادی، اختلاف بازدهی سهام با بازده بازار در سال  $t+1$  می‌باشد؛ و  $\alpha_1$  ضریب پایداری ذهنی سود را نشان می‌دهد. بر مبنای دو رابطه (۱ و ۲) مدل خطای انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی به شرح ذیل می‌باشد:

رابطه (۳):

$$ERROR_{i,t+1} = ROA_{i,t+1} - \text{expected}ROA_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t+1} = (\alpha_0 + \alpha_1 ROA_{i,t}) - (\alpha_0 + \alpha_1^* ROA_{i,t}) = (\alpha_0 + \alpha_1^*) ROA_{i,t}$$

هنگامی که ضریب پایداری عینی با ضریب پایداری ذهنی برابر باشد  $(\alpha_1^* + \alpha_1 = 0)$ ؛ گفته می‌شود در مورد پایداری سود شرکت‌ها ارزش‌گذاری نادرست وجود ندارد و بازار سرمایه نسبت به اطلاعات سود، کارایی دارد و بر این اساس، انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای

آتی به درستی شکل گرفته است. برای به دست آوردن پارامترهای  $b$  و  $\alpha_1$  لازم است فرض شود که  $\alpha_0$  در هر دو معادله یکسان است (Riedl, 2021). هنگامی که ضریب پایداری عینی با ضریب پایداری ذهنی برابر نباشد گفته می‌شود در مورد پایداری سود شرکت‌ها ارزش‌گذاری نادرست وجود دارد و بازار سرمایه نسبت به اطلاعات سود، کارایی ندارد و بر این اساس، انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی به درستی شکل نگرفته است.

### متغیر مستقل و تعریف عملیاتی آن

احساسات سرمایه‌گذاران ( $Sentiment_{i,t}$ ): به تبعیت از پژوهش (Riedl, 2021) برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذاران از شاخص‌های معرفی شده توسط (Wurgler, 2006 and Baker) استفاده می‌شود. شاخص‌های معرفی شده قابل اجرا به شرح جدول (۱) می‌باشد که شامل ۵ معیار است. بنابراین متغیر SEN شاخص احساسات سرمایه‌گذاران در بازار سهام است. شاخص احساسات سرمایه‌گذاران از رابطه زیر به دست می‌آید (آقابابی و مدنی، ۱۴۰۰):

$$\text{Sentiment} = \text{TURN} + \text{PDND} + \text{S} + \text{NIPO} + \text{RIPO} \quad (۴) \text{ رابطه}$$

به منظور بررسی تأثیر احساسات نامتقارن (دوره احساسات زیاد و کم) سرمایه‌گذاران از ضرب متغیر مجازی High در SEN استفاده می‌شود. متغیر High متغیری مجازی بوده و مقدار یک اگر میزان شاخص تمایلات سرمایه‌گذاران در ابتدای سال جاری بیشتر از میزان میانه باشد و در غیر این حالت صفر در نظر گرفته می‌شود (Riedl, 2021).

جدول ۱. معیارهای مربوط به تمایلات سرمایه‌گذاران و نحوه اندازه‌گیری آنها

متغیر	نحوه اندازه‌گیری
نرخ گردش بازار سهام (TURN)	نرخ گردش بازار سهام که از تقسیم تعداد سهام معامله شده در سال $t$ بر کل سهام شرکت به دست می‌آید.
مازاد سود تقسیمی (PDND)	مازاد سود تقسیمی است که از لگاریتم اختلاف میانگین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری سهام شرکت‌هایی که بیش از ۱۰ درصد سود خالص سالانه، سود سهام پرداخت کرده‌اند و شرکت‌هایی که کمتر از ۱۰ درصد سود خالص سالانه، سود سهام پرداخت کرده‌اند.

متغیر	نحوه اندازه‌گیری
نسبت مالکانه سهام (S)	نسبت مالکانه سهام و معیاری برای اندازه‌گیری کل فعالیت‌های مالی که از تقسیم حقوق مالکانه بر مجموع حقوق مالکانه و بدهی‌های بلندمدت محاسبه می‌شود.
تعداد عرضه‌های اولیه سهام (NIPO)	تعداد عرضه‌های اولیه سهام در سال $t$ .
بازده عرضه‌های اولیه سهام (RIPO)	بازده عرضه‌های اولیه سهام در سال $t$ .

منبع جدول: (Riedl 2021).

### متغیرهای کنترلی و تعریف عملیاتی آن‌ها

اندازه شرکت ( $Size_{i,t}$ ): اندازه شرکت، برابر با ارزش بازار سهام شرکت است که از طریق ضرب تعداد سهام منتشره در ارزش بازار سهام در پایان سال مالی به دست می‌آید. از آنجایی که ارزش بازار سهام، نسبت به سایر متغیرهای این پژوهش عدد بزرگی است، جهت استفاده در تجزیه و تحلیل داده‌ها از لگاریتم ارزش بازار سهام استفاده می‌شود (Riedl, 2021). هر اندازه که شرکت بزرگ‌تر باشد، انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی آن بیشتر می‌شود، زیرا شرکت‌های بزرگ‌تر به سبب ثبات بیشتری که دارند توانایی کسب سود را در شرایط بد اقتصادی نیز می‌توانند حفظ نمایند.

اهرم مالی ( $Lev_{i,t}$ ): نسبت بدهی به دارایی شرکت  $t$  در سال  $t$  (Riedl, 2021). اهرم مالی می‌تواند یک شاخصی از ریسک شرکت باشد و سرمایه‌گذاران معمولاً بر مبنای ریسک، انتظاراتشان از سودهای آتی را شکل می‌دهند.

عمر شرکت ( $Age_{i,t}$ ): برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌هایی که از تأسیس شرکت می‌گذرد (Riedl 2021). شرکت‌های قدیمی معمولاً سرمایه‌گذاران خود را دارند و چنین سرمایه‌گذارانی اغلب با کسب شناخت بیشتر از شرکت قدیمی، سهام آن را بهتر و درست‌تر ارزش‌گذاری می‌کنند.

مالکیت نهادی ( $INS\_own_{i,t}$ ): برابر است با درصد سهام نگهداری شده توسط شرکت‌های دولتی از کل سهام سرمایه است که این شرکت‌ها، شامل شرکت‌های بیمه،

مؤسسات مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت است (Riedl, 2021). اغلب مالکان نهادی شرکت سهام شناوری شرکت را جمع می‌کنند و از این طریق با تحلیل‌های درست، ارزش‌گذاری‌های نادرست را کاهش و انتظارات منطقی از سودهای آتی را دارند. همچنین، مالکان نهادی با کسب اطلاعات نهان از شرکت و افشای آن روند کارایی بازار و عکس‌العمل منطقی ارزش سهام به اخبار را تقویت می‌کنند.

رشد فروش ( $SG_{i,t}$ ): برابر است با درصد تغییرات فروش سال جاری نسبت به سال قبل شرکت (Riedl 2021). رشد فروش شرکت نیز یک نشانه مثبت برای سرمایه‌گذاران بشمار می‌رود که روند سودسازی شرکت را مشخص و انتظارات سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

ارزش پایانی سهم ( $Close\_Price_{i,t}$ ): برابر است با لگاریتم ارزش پایانی سهم در پایان سال  $t$  (Riedl, 2021).

اقدام تعهدی کل ( $TA_{i,t}$ ): برابر است با کل اقلام تعهدی شرکت که از طریق دارایی‌های ابتدای دوره همگن می‌شود و به صورت ذیل به دست می‌آید (Riedl, 2021). هراندازه که کیفیت افشا بالا باشد، انتظارات از سودهای آتی به درستی شکل می‌گیرد و نوسان‌های شدید نسبت به اخبار مثبت و منفی خنثی می‌شود.

رابطه (۵)  $ACC =$  (جریان نقدی عملیاتی - سود خالص)

اظهارنظر حسابرس ( $Audit\_OP_{i,t}$ ): اگر حسابرس اظهارنظر تعدیل‌شده ارائه دهد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد (Riedl, 2021). اظهارنظر تعدیل‌شده حاکی از کیفیت بالای حسابرسی و همچنین، کیفیت بالای افشا می‌باشد. کیفیت افشا انتظارات از سودهای آتی را به درستی شکل می‌دهد.

اندازه حسابرس ( $Big2_{i,t}$ ): اگر شرکت توسط سازمان حسابرسی یا مؤسسه مفید راهبر حسابرسی شده باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد (بنی‌مهد و معافی، ۱۳۹۰). هراندازه که اندازه حسابرس بزرگ‌تر باشد کیفیت افشا بیشتر و

بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر انتظارات آنها از سودهای آتی؛ گنجی و همکاران | ۱۷۵

داده‌های مالی قابل‌اتکاتر می‌شود و همین امر می‌تواند تأثیر روند ارزش‌گذاری سهام شرکت را تحت تأثیر قرار دهد.

اثرات نوع صنعت (IndustryDum): با توجه به جامعه آماری، شرکت‌های بر اساس نوع صنعت تفکیک شده‌اند و در مدل پژوهش کنترل می‌شوند.

اثرات سال (YearDum): با توجه به دوره پژوهش، اثرات سال‌های موردبررسی در مدل پژوهش کنترل می‌شوند.

## دستاورد های پژوهش

### آمار توصیفی

جدول ۲ نتایج مربوط به گروه‌بندی متغیرهای مجازی و همچنین شاخص‌های مرکزی و پراکندگی را برای متغیرهای پژوهش نشان می‌دهد. همچنین این جدول دربردارنده نتایج مربوط به گروه‌بندی متغیرهای مجازی پژوهش است. انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی، متمایل به مثبت است. همچنین، میانگین اهرم مالی (۰/۵۵۶) نشان‌دهنده این موضوع است که درصد بدهی‌ها در سمت چپ صورت‌وضعیت مالی بیشتر از حقوق صاحبان سهام است. درصد سهامداران نهادی با میانگین ۰/۳۵۵، بیانگر این موضوع است که تقریباً ۳۵ درصد سهام شرکت‌های نمونه در مالکیت سهامداران نهادی است. رشد فروش با میانگین ۰/۳۲۶، نشان می‌دهد که رشد مبلغ درآمد فروش شرکت‌های نمونه، ۳۲ درصد است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرهای کمی						
نام متغیر	نماد	میانگین	میانگین	حد اکثر	حداقل	انحراف معیار
انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی	ERROR	۰/۱۰۴	۰/۲۵۲	۱/۷۳۳	-۲/۵۷۵	۱/۰۳۵
اندازه شرکت	Size	۱۴/۸۲۳	۱۴/۴۶۱	۲۱/۸۰۸	۱۰/۶۱۶	۱/۸۸۰
اهرم مالی	Lev	۰/۵۶۶	۰/۵۶۹	۲/۰۷۷	۰/۰۱۲	۰/۲۲۰
سن شرکت	AGE	۲/۸۰۷	۲/۸۳۳	۴/۱۴۳	۰/۶۹۳	۰/۴۴۹

متغیرهای کمی						
نام متغیر	نماد	میانگین	میانگین	حد اقل	حد اقل	انحراف معیار
سهامداران نهادی	INS_own	۰/۳۵۵	۰/۲۹۰	۰/۹۸۹	۰/۰۰۰	۰/۳۰۸
رشد فروش	SG	۰/۳۲۶	۰/۲۰۲	۵۶/۰۵۹	-۱/۰۰۰	۱/۶۱۸
ارزش پایانی	Close_Price	۸/۵۱۸	۸/۳۶۴	۱۲/۳۰۱	۶/۰۱۱	۱/۰۲۸
کل ارقام تعهدی	TA	۰/۰۲۷	۰/۰۱۹	۱/۳۵۵	-۰/۵۸۳	۰/۱۳۴
متغیرهای کیفی (مجازی)						
نام متغیر	نماد	تعداد ۰	تعداد ۱	کل	درصد فراوانی ۰	درصد فراوانی ۱
احساسات سرمایه‌گذاران	Sentiment	۸۹۶	۷۳۴	۱۶۳۰	۵۵٪	۴۵٪
اظهار نظر حسابرس	Audit-OP	۷۳۳	۸۹۷	۱۶۳۰	۴۵٪	۵۵٪
اندازه موسسه حسابرسی	Big2	۱۲۲۳	۴۰۷	۱۶۳۰	۷۵٪	۲۵٪

منبع جدول: دستاوردهای پژوهش

در بخش متغیرهای ارزشی فراوانی عدد یک (۱)، نشان می‌دهد که ۴۵ درصد از سرمایه‌گذاران دارای احساسات رو به بالا بوده‌اند و فراوانی عدد صفر (۰)، نشان می‌دهد که ۵۵ درصد دارای احساسات رو به پایین بوده‌اند. این متغیر نشان‌دهنده تمایل سرمایه‌گذاران است که بر اساس پیش‌بینی آن‌ها شکل می‌گیرد. بر این اساس، می‌توان گفت که عمده سرمایه‌گذاران انتظارات رو به پایین داشته است. مشاهدات در خصوص اظهار نظر حسابرس، نشان می‌دهد که تقریباً ۵۵ درصد از گزارش‌های حسابرسان درباره گزارش‌های مالی شرکت‌های نمونه پژوهش، تعدیل شده بوده است.

همچنین، مشاهدات نشان می‌دهد که تقریباً ۲۵ درصد مشاهدات مربوط به اندازه موسسه حسابرسی، بیانگر این موضوع است که ۲۵ درصد از گزارش‌های شرکت‌های نمونه در دوره پژوهش، توسط سازمان حسابرسی و موسسه مفید راهبر به‌عنوان موسسه بزرگ، حسابرسی شده است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، نمونه پژوهش بر اساس سود و زیان شرکت‌ها به دو گروه زیان‌ده و سودآور تقسیم شدند. شواهد نشان می‌دهد که تقریباً ۱۱ درصد نمونه کلی پژوهش زیان‌ده و ۸۹ درصد سودآور بوده‌اند.

## آمار استنباطی

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از رگرسیون خطی چندگانه با استفاده از داده‌های ترکیبی استفاده شد. هم‌خطی بین متغیرهای مستقل پژوهش از طریق آزمون تورم واریانس بررسی شد. اگر عامل تورم واریانس بزرگ‌تر از ۱۰ باشد، حکایت از آن دارد که ضرایب رگرسیونی مربوطه به علت هم‌خطی چندگانه به صورت ضعیفی برآورد شده‌اند. نتایج این آزمون حاکی از عدم وجود هم‌خطی شدید بین متغیرهای مستقل است. برای بررسی عدم وجود خود همبستگی متغیرهای مستقل از آماره دوربین - واتسون استفاده شده است. اگر میزان دوربین - واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ باشد، مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. با توجه به میزان دوربین واتسون درج شده در جدول (۳) و (۴)، نتایج بیانگر عدم وجود مشکل خودهمبستگی است.

داده‌های این تحقیق از نوع ترکیبی می‌باشند و باید مشخص شود که از نوع تلفیقی (Pooled) یا تابلویی (Panel) می‌باشند؟ بدین منظور از آزمون چاو و آزمون هاسمن استفاده می‌شود. در آزمون چاو ( $F$  لیمر)، برای آن دسته از مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۵٪ باشد، از روش تلفیقی استفاده می‌شود. از سوی دیگر، برای مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۵٪ است، برای تخمین مدل از روش تابلویی استفاده خواهد شد. مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها کمتر از ۵٪ است از مدل اثرات ثابت و مشاهداتی که احتمال آزمون آن‌ها بیشتر از ۵٪ است از مدل اثرات تصادفی برای تخمین مدل استفاده می‌شود. نتایج این آزمون‌ها بیانگر این مهم بوده است که برای برآورد مدل از روش تابلویی اثرات ثابت استفاده شده است.

فرضیه اول پژوهش به این صورت مطرح شده که «بین احساسات سرمایه‌گذاران و پایداری زیان‌ها رابطه معکوس و معناداری وجود دارد». طبق جدول ۳، ضریب متغیر احساسات سرمایه‌گذاران ۰/۳۸۹ و سطح معناداری آن ۰/۱۳۸ است. از آنجا که سطح معناداری بالاتر از خطای ۵٪ است، لذا رابطه معناداری بین احساسات سرمایه‌گذاران و پایداری زیان‌ها وجود ندارد. در حقیقت احساسات سرمایه‌گذاران نمی‌تواند پایداری

زیان‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. طبق مبانی نظری، سرمایه‌گذاران در شرکت‌های زیان‌ده، تصور می‌کنند زیان‌ها در دوره‌هایی که با احساسات کمتر همراه است، از پایداری بیشتر و در دوره‌هایی که با احساسات بیشتر همراه است، از پایداری کمتری برخوردارند که دستاوردهای این پژوهش این نتیجه را نشان نمی‌دهد و با دستاوردهای پژوهش ( Riedl, 2021) مطابقت ندارد.

جدول ۳. نتایج آزمون فرضیه اول (شرکت‌های زیان‌ده)

$Profit\ Stability_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sentiment_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 INS\_own_{i,t} + \beta_6 SG_{i,t} + \beta_7 Close\_Price_{i,t} + \beta_8 TA_{i,t} + \beta_9 Audit\_OP_{i,t} + \beta_{10} Big2_{i,t} + \beta_{11} IndustryDum + \beta_{12} YearDum + \varepsilon_{i,t}$					
نام متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
احساسات سرمایه‌گذاران	Sentiment	۰/۳۸۹	۰/۲۶۱	۱/۴۹۱	۰/۱۳۸
اندازه شرکت	Size	-۰/۰۷۹	۰/۰۶۳	-۱/۲۴۳	۰/۲۱۵
اهرم مالی	Lev	۰/۲۶۳	۰/۳۹۲	۰/۶۷۲	۰/۵۰۲
سن شرکت	AGE	۰/۲۴۳	۰/۲۲۲	۱/۰۹۶	۰/۲۷۴
سهامداران نهادی	INS_own	۰/۱۸۹	۰/۳۶۳	۰/۵۲۰	۰/۶۰۳
رشد فروش	SG	۰/۱۲۷	۰/۱۸۳	۰/۶۹۳	۰/۴۸۸
ارزش پایانی	Close_Price	-۰/۵۵۲	۰/۱۴۷	-۳/۷۳۸	۰/۰۰۰
کل اقلام تعهدی	TA	-۱/۱۹۹	۰/۸۶۰	-۱/۳۹۵	۰/۱۶۵
اظهار نظر حسابرس	Audit_OP	۰/۱۳۱	۰/۲۰۶	۰/۶۳۶	۰/۵۲۵
اندازه موسسه حسابرسی	Big2	-۰/۰۰۴	۰/۲۶۱	-۰/۰۱۸	۰/۹۸۵
اثرات نوع صنعت	IndustryDum	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد
اثرات سال	YearDum	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد
		ضریب تعیین		۰/۱۵۹	
		ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۰۳	
		آماره F		۲/۸۳۱	
		سطح معناداری آماره F		۰/۰۰۳	



$Profit\ Stability_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sentiment_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 INS\_own_{i,t} + \beta_6 SG_{i,t} + \beta_7 Close\_Price_{i,t} + \beta_8 TA_{i,t} + \beta_9 Audit\_OP_{i,t} + \beta_{10} Big2_{i,t} + \beta_{11} IndustryDum + \beta_{12} YearDum + \varepsilon_{i,t}$					
نام متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
آماره دوربین واتسون				۱/۸۵۱	
انحراف استاندارد				۱/۲۰۲	
انحراف معیار متغیر وابسته				۱/۲۶۹	
واریانس میانگین متغیر وابسته				۰/۴۱۰	

منبع جدول: دستاوردهای پژوهش

نیروی محرکه اصلی در بازارها احساسات سرمایه‌گذاران است. وقتی احساسات مثبت در افراد ایجاد می‌شود شاهد ورود غیرعادی سرمایه به بازار سرمایه خواهیم بود که باعث رشد آن می‌شود و بالعکس احساسات منفی در سرمایه‌گذاران می‌تواند منجر به خروج سرمایه از بازار شود؛ یعنی وقتی افراد اعتماد خود را نسبت به بازار از دست می‌دهند و به آن بدبین می‌شوند، حجم زیادی از سرمایه از بازار خارج می‌شود که به دنبال آن بازار می‌ریزد.

ضریب تعیین مدل آزمون شده، معادل ۰/۱۵۹ است و نشان می‌دهد که ۱۶ درصد تغییرات در متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. همچنین، باتوجه به میزان آماره  $F(2/831)$  می‌توان گفت که مدل در سطح کلی معنادار است. میزان آماره دوربین واتسون ۱/۸۵۱ است. بر این اساس می‌توان گفت خودهمبستگی سریالی بین جملات خطا وجود ندارد. دستاوردهای حاصل از این آزمون نشان می‌دهد که در شرکت‌های زیان‌ده احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر انتظارات آن‌ها از سودهای آتی ندارد (ضریب: ۰/۳۸۹ و سطح خطای معناداری: ۰/۱۳۸). این دستاوردهای بیانگر این است که انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی به‌درستی شکل نگرفته است؛ بنابراین، فرضیه اول پژوهش را نمی‌توان تأیید کرد.

فرضیه دوم پژوهش به این صورت مطرح شده که «بین احساسات سرمایه‌گذاران و پایداری سودها رابطه مستقیم و معناداری وجود دارد». طبق جدول ۴، ضریب متغیر

احساسات سرمایه‌گذاران ۰/۰۷۶ و سطح معناداری آن ۰/۴۱۲ است. از آنجا که سطح معناداری بالاتر از خطای ۵٪ است، لذا رابطه معناداری بین احساسات سرمایه‌گذاران و پایداری سودها وجود ندارد. در حقیقت احساسات سرمایه‌گذاران نمی‌تواند پایداری سودها را تحت تأثیر قرار دهد. طبق مبانی نظری، سرمایه‌گذاران در شرکت‌های سودآور، تصور می‌کنند سودها در دوره‌هایی که با احساسات کمتر همراه است، از پایداری کمتری و در دوره‌هایی که با احساسات بیشتر همراه است، از پایداری بیشتری برخوردارند که دستاوردهای این پژوهش این نتیجه را نشان نمی‌دهد و با دستاوردهای پژوهش (Riedl, 2021) نیز مطابقت ندارد.

ضریب تعیین مدل آزمون شده، معادل ۰/۲۰۹ است و نشان می‌دهد که ۲۱ درصد تغییرات در متغیر وابسته، توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می‌شود. همچنین، با توجه به میزان آماره  $F$  (۳۴/۲۲۷) می‌توان گفت که مدل در سطح کلی معنادار است. میزان آماره دوربین واتسون ۱/۹۹۵ است. بر این اساس می‌توان گفت خودهمبستگی سریالی بین اجزای اخلال وجود ندارد. دستاوردهای حاصل از این آزمون نشان می‌دهد که در شرکت‌های سودآور احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی ندارد (ضریب: ۰/۰۷۶ و سطح خطای معناداری: ۰/۴۱۲). این دستاوردهای بیانگر این است که انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی در شرکت‌های سودآور به‌درستی شکل نگرفته است. بر اساس این دستاوردها فرضیه دوم پژوهش را نمی‌توان تأیید کرد.

جدول ۴. نتایج آزمون فرضیه دوم (شرکت‌های سود ده)

$Profit\ Stability_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sentiment_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 INS\_own_{i,t} + \beta_6 SG_{i,t} + \beta_7 Close\_Price_{i,t} + \beta_8 TA_{i,t} + \beta_9 Audit\_OP_{i,t} + \beta_{10} Big2_{i,t} + \beta_{11} IndustryDum + \beta_{12} YearDum + \varepsilon_{i,t}$					
نام متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
احساسات سرمایه‌گذاران	Sentiment	۰/۰۷۶	۰/۰۹۳	۰/۸۱۹	۰/۴۱۲

$$Profit\ Stability_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sentiment_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 Lev_{i,t} + \beta_4 Age_{i,t} + \beta_5 INS\_own_{i,t} + \beta_6 SG_{i,t} + \beta_7 Close\_Price_{i,t} + \beta_8 TA_{i,t} + \beta_9 Audit\_OP_{i,t} + \beta_{10} Big2_{i,t} + \beta_{11} IndustryDum + \beta_{12} YearDum + \varepsilon_{i,t}$$

نام متغیر	نماد	ضریب	انحراف معیار	آماره t	سطح معناداری
اندازه شرکت	Size	-۰/۰۳۴	۰/۰۲۵	-۱/۳۲۴	۰/۱۸۵
اهرم مالی	Lev	-۰/۱۹۱	۰/۲۳۰	-۰/۸۲۷	۰/۴۰۸
سن شرکت	AGE	۰/۰۲۸	۰/۰۹۷	۰/۲۹۰	۰/۷۷۱
سهامداران نهادی	INS_own	۰/۳۱۳	۰/۱۳۵	۲/۳۱۱	۰/۰۲۰
رشد فروش	SG	-۰/۰۴۹	۰/۰۲۴	-۱/۹۸۶	۰/۰۴۷
ارزش پایانی	Close_Price	-۰/۷۱۷	۰/۰۴۷	-۱۵/۱۳۹	۰/۰۰۰
کل اقلام تعهدی	TA	-۰/۸۴۰	۰/۳۵۰	-۲/۳۹۷	۰/۰۱۶
اظهار نظر حسابرس	Audit_OP	۰/۱۹۶	۰/۰۸۶	۲/۲۸۲	۰/۰۲۲
اندازه موسسه حسابرسی	Big2	۰/۲۰۶	۰/۰۹۹	۲/۰۸۱	۰/۰۳۷
اثرات نوع صنعت	IndustryDum	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد
اثرات سال	YearDum	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد	کنترل شد
		ضریب تعیین			
		۰/۲۰۹			
		ضریب تعیین تعدیل شده			
		۰/۲۰۲			
		آماره F			
		۳۴/۲۲۷			
		سطح معناداری آماره F			
		۰/۰۰۳			
		آماره دوربین واتسون			
		۱/۹۹۵			
		انحراف استاندارد			
		۱/۴۹۹			
		انحراف معیار متغیر وابسته			
		۱/۶۷۸			
		واریانس میانگین متغیر وابسته			
		-۰/۰۵۰			

منبع جدول: دستاوردهای پژوهش

### بحث، نتیجه‌گیری و پیشنهادها

هدف این پژوهش، بررسی تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر انتظارات آن‌ها از سودهای آتی است. در پژوهش حاضر بر اساس ادبیات موضوع، برداشت می‌شود که سرمایه‌گذاران در شرکت‌های زیان‌ده، تصور می‌کنند زیان‌ها در دوره‌هایی که با احساسات کمتر همراه

است، از پایداری بیشتر و در دوره‌هایی که با احساسات بیشتر همراه است، از پایداری کمتری برخوردارند. همچنین، سرمایه‌گذاران در شرکت‌های سودآور، تصور می‌کنند سودها در دوره‌هایی که با احساسات کمتر همراه است، از پایداری کمتری و در دوره‌هایی که با احساسات بیشتر همراه است، از پایداری بیشتری برخوردارند؛ اما دستاوردهای حاصل از آزمون فرضیه‌ها، نتایج متضادی را نشان دادند. بدین صورت که دستاوردها در فرضیه‌ها نشان داد که در شرکت‌های زیان‌ده احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر انتظارات آن‌ها از سودهای آتی ندارد. این دستاوردها برای شرکت‌های سودده نیز صدق می‌کند. به این معنا که انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی به‌درستی شکل نگرفته است. بدین صورت که در شرکت‌های سودده نیز احساسات سرمایه‌گذاران تأثیر معناداری بر انتظارات آن‌ها از سودهای آتی نداشته است.

این نتایج احتمالاً ناشی از درک نامناسب سرمایه‌گذاران از سودهای آتی است که می‌تواند به رفتار هیجانی سرمایه‌گذاران برگردد و باید توسط تحلیل‌گران بازار سرمایه و نهادهای مربوطه ریشه‌یابی گردد و برای افزایش سطح آگاهی در بازار سرمایه، باید برنامه‌هایی تدوین شود که بتواند حداقل سطح آگاهی سرمایه‌گذاران عادی از کلیات بازار و بنیاد شرکت‌ها را افزایش دهد. این دستاوردها با نتایج (Riedl, 2021) در تضاد است؛ زیرا دستاوردهای آنان نشان داد که سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند زیان‌ها در دوره‌های احساسات پایین (بالا) بیشتر (کمتر) پایدار است. در مقابل سرمایه‌گذاران تداوم سود را در دوره‌های احساسات پایین (بالا) کمتر (بالاتر) می‌دانند و این اثرات برای شرکت‌های زیان‌ده نسبت به شرکت‌های سودده قوی‌تر به نظر می‌رسد؛ اما دستاوردها در محیط اقتصادی ایران برای شرکت‌های زیان‌ده و سودده تقریباً یکسان است و بیان می‌کند که احساسات، عاملی برای انتظارات آن‌ها از سودهای آتی شرکت‌های بازار سرمایه ایران نیست. این دستاوردها تا حدی با نتایج بشیری منش و اورادی (۱۳۹۸) همسو است؛ زیرا نتایج آنان نشان می‌دهد که رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران، بر روی مدیریت سود تأثیر معناداری نداشته است. با توجه به این دستاوردها، می‌توان نتایج را از دو کانال احتمالی تحلیل کرد. اولی می‌توان

گفت که سرمایه‌گذاران دانش و آگاهی کافی از نتایج شرکت‌ها و اصول بازار سرمایه و معاملات ندارد که در فوق نیز به آن اشاره شد. دوم، به دست‌کاری بازار سرمایه و تأثیرگذاری سایر عوامل اقتصادی، ارتباطی و سیاسی اشاره دارد؛ زیرا در بازار سرمایه ایران، با توجه به ارتباطات شرکت‌ها، نتایج واقعی آنان به دست سرمایه‌گذاران نمی‌رسد و بنابراین، دانش آن‌ها از وضعیت و عملیات شرکت ناکافی خواهد بود.

همچنین نتایج این پژوهش را می‌توان از منظر اقتصاد رفتاری تحلیل و توجیه کرد. در بسیاری از موارد مشاهده شده است که قیمت‌ها در بازار سهام دچار نوسانات شدید می‌شوند بدون اینکه اطلاعات مشخص و موثقی در رابطه با آن‌ها در بازار منتشر شده باشد. در اقتصاد رفتاری فرض بر این است که رفتار افراد به‌طور کامل نیست و امکان بروز رفتار غیرمنطقی در تصمیم‌گیری افراد وجود دارد. یکی از این تورش‌های رفتاری به‌عنوان رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران شناخته شده است. در رفتار توده‌وار، سرمایه‌گذاران تصمیمات خود را از دیگران تقلید می‌کنند و توجه کمی به وضعیت مالی و بنیاد شرکت‌ها دارند. این رفتار در بازارهای ناکار و نوظهور مثل ایران به‌وضوح می‌توان مشاهده نمود (سعیدی و فرهانیان، ۱۳۹۰).

همچنین بسیاری از پژوهشگران معتقد هستند که رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران محصول فرعی عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه است (پورزمانی، ۱۳۹۱). گروه‌های مختلف سرمایه‌گذاران اطلاعات مختلفی را با کیفیت‌های متفاوت به دست می‌آورند و تفاوت میان خصوصیات هر گروه و میزان دسترسی آن‌ها به اطلاعات، سبب می‌شود هر گروه رفتار سرمایه‌گذاری مخصوص به خود داشته باشد و یا به‌عبارت‌دیگر در درون هر گروه رفتار توده‌وار به وجود آید. از آنجا که در بازار سرمایه ایران نامتقارنی بالایی در اطلاعات وجود دارد لذا شکل‌گیری رفتار توده‌وار میان سرمایه‌گذاران بسیار زیادتر اتفاق می‌افتد. از این رو می‌توان گفت که وجود رفتار توده‌وار در بازار سرمایه ایران منجر به عدم توجه سرمایه‌گذاران به سود (زیان) های آتی شده و رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران جای خود را به رفتار توده‌وار می‌دهد. لذا، در بورس اوراق بهادار تهران رفتار توده‌وار

سرمایه گذاران جلوی تأثیر احساسات سرمایه گذاران بر انتظارات آنها از سود (زیان) های آتی را می گیرند.

دستاوردها در پژوهش حاضر نشان داد که سرمایه گذاران درک خوبی از سودهای آتی ندارند که بر اساس آن تصمیم گیری کنند. عدم درک خوب و منطقی سرمایه گذاران از سودهای آتی، به دانش ناکافی عمده سرمایه گذاران برمی گردد که باید حتماً ریشه یابی شده و برای افزایش سطح آگاهی در بازار سرمایه، پیشنهاد می شود برنامه هایی تدوین شود که بتواند حداقل سطح آگاهی سرمایه گذاران عادی از کلیات بازار و بنیاد شرکت ها را افزایش دهد.

همچنین، برای انجام پژوهش های بیشتر پیشنهاد می شود عوامل مؤثر بر شکل گیری احساسات سرمایه گذاران شناسایی شده و تأثیر هر کدام از این عوامل بر روی رابطه احساسات سرمایه گذاران و انتظارات آنها از سودهای آتی به صورت تجربی بررسی شود. محدودیت اصلی پژوهش حاضر، مربوط به نحوه اندازه گیری متغیر احساسات سرمایه گذاران است که روش های مختلفی برای اندازه گیری این متغیر وجود دارد (برای مثال؛ مدل GJR-GARCH و شاخص آرمز) و روش دقیقی که بتواند به اندازه گیری آن پردازد وجود ندارد و نتایج پژوهش می تواند متأثر از هر کدام از روش های اندازه گیری متغیر احساسات سرمایه گذاران باشد.

#### ORCID

HamidReza Ganji

Shahnaz Mashayekh

Zakieh Seddighi



<https://orcid.org/0000-0002-9223-0502>



<https://orcid.org/0000-0002-3723-4295>



<https://orcid.org/0009-0005-6411-7579>

## منابع

- اسماعیلیان، پریسا. (۱۴۰۱). تأثیر ساختارهای رقابتی بازار محصول بر پایداری سود، چهارمین همایش سالانه انجمن مالی ایران، اصفهان، <https://civilica.com/doc/1688371>
- آقابابائی، محمدابراهیم و مدنی، سعید. (۱۴۰۰). بررسی احساسات سرمایه‌گذاران و هم‌زمانی بازدهی سهام در بورس اوراق بهادار تهران، چشم‌انداز مدیریت مالی، ۱۱ (۳۴)، ۹۵-۱۱۵.
- برزیده، فرخ و حسن‌زاده دیوا، سید مصطفی. (۱۳۹۷). تحلیلی بر پایداری سود، جریان وجوه نقد و ارقام تعهدی در مقیاس صنایع و شرکت‌ها، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۵ (۵۷)، ۴۹-۷۲.
- بشیری منش، نازنین و اورادی، جواد (۱۳۹۸). رفتار احساسی سرمایه‌گذاران و مدیریت سود حسابداری، پژوهش‌های حسابداری، ۹ (۳۳)، ۷۷-۹۹.
- بنی‌مهد، بهمن و جعفری معافی، رضا. (۱۳۹۰). کیفیت ارقام تعهدی و انتخاب حسابرس. مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۹ (۳۳)، ۸۱-۹۸.
- بهارمقدم، مهدی و جوکار، حسین. (۱۳۹۷). اثر تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابرسی بر تمایلات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۵ (۵۷)، ۱۴۶-۱۲۳.
- بهارمقدم، مهدی؛ پورحیدری، امید و جوکار، حسین. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر تمایلات سرمایه‌گذاران بر نرخ رشد سود مورد انتظار، دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۲ (۴۲)، ۱۷-۳۳.
- پورزمانی، زرا. (۱۳۹۱). بررسی رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران نهادی با استفاده از مدل کریستی و هوانگ در بورس اوراق بهادار تهران، دانش سرمایه‌گذاری، ۳ (۱)، ۱۶۰-۱۴۷.
- تنانی، محسن، (۱۳۹۹). ریسک سقوط ارزش سهام: احساسات سرمایه‌گذاران و نقش تعدیل‌گر مدیریت سود، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، ۱۲ (۴۷)، ۱۱۵-۱۳۲.
- حیدرپور، فرزانه؛ تاری وردی، یداله و مریم محرابی. (۱۳۹۲). تأثیر تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۷ (۶)، ۱-۱۳.
- رنگزن مقدم، رقیه و لشگری، زهرا. (۱۳۹۷). تأثیر سیاست‌های تقسیم سود سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری با تأکید بر کیفیت گزارشگری مالی، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰ (۴۰)، ۲۱-۴۶.

- زارعی، علی و دارابی، رؤیا (۱۳۹۶). تأثیر تمایلات احساسی سرمایه‌گذاران بر افشای اختیاری در بازار سرمایه ایران، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۱۰(۳۷)، ۱۳۱-۱۵۸.
- ساعدی، رحمان و رضاییان، وحید. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر اعتماد به نفس بیش‌ازحد مدیرعامل بر بازده و ریسک غیرسیستماتیک سهام با توجه به نقش دوگانگی وظیفه مدیرعامل: شواهدی از بازار سرمایه تهران. تحقیقات مالی، ۲۱(۱)، ۷۹-۱۰۰.
- سعیدی، علی و فراهانیان، محمدجواد. (۱۳۹۰). رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، بورس اوراق بهادار تهران، ۱۶(۴)، ۱۹۸-۱۷۵.
- سلیمانی‌امیری، غلامرضا و گودرزی، نرگس. (۱۳۹۱). بنیان‌های رفتاری سیاست تقسیم سود، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۰(۳۹)، ۸۳-۱۰۴.
- شهریاری، اصغر و بذرگر، رضوان و قائدی تبار، یاسین. (۱۴۰۱). بررسی تأثیر تورم و تولید ناخالص داخلی بر پایداری سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار، <https://civilica.com/doc/1657933>
- طاهری، ماندانا و جعفری، مهتاب. (۱۴۰۱). اثر تعدیلی جبهه‌گیری مدیریت بر رابطه بین سیاست تقسیم سود و سیاست بدهی با تمایلات سرمایه‌گذاران، مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۱۸(۷۶)، صص ۶۴-۹.
- عابدی صدقیانی، بابک و خاکی، رامین. (۱۴۰۲). بررسی ارتباط مدیریت سود واقعی و پایداری سود، اولین کنفرانس بین‌المللی توانمندی مدیریت، مهندسی صنایع، حسابداری و اقتصاد، بابل، <https://civilica.com/doc/1690654>
- کاردان، بهزاد؛ ودیعی، محمدحسین و ذوالفقار آرانی، محمدحسین. (۱۳۹۶). نقش تمایلات رفتاری (احساسات و هیجانات) سرمایه‌گذاران در ارزش‌گذاری شرکت، دانش حسابداری، ۸(۴)، ۳۵-۷.
- کامیابی، یحیی و جوادی‌نیا، امیر. (۱۴۰۰). بررسی اثر تعدیل‌کننده توانایی مدیریت بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران و محافظه‌کاری حسابداری. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۸(۱)، ۱۰۲-۱۳۴.
- کمرئی، عباس؛ صافی‌زاده، میثم؛ سپندارند، صادق و حکیمی، هاجر. (۱۳۹۶). شناسایی و اولویت‌بندی عوامل مؤثر بر تمایل سرمایه‌گذاران شخصی به دریافت سود تقسیمی، دانش سرمایه‌گذاری، ۶(۲۳)، ۲۴۵-۲۵۸.



مهدوی تپله نویی، علیرضا و ساداتی خلردی، سیده سولماز. (۱۴۰۱). بررسی نقش کیفیت کنترل داخلی و جریان‌های نقدی بر پایداری سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، نهمین همایش علمی پژوهشی توسعه و ترویج علوم مدیریت و حسابداری ایران، تهران، <https://civilica.com/doc/1681825>

## References

- Aboody, D., Even-Tov, O., Lehavy, R., & Trueman, B. (2018). Overnight returns and firm-specific investor sentiment. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(2), 485-505.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2006). Investor sentiment and the cross-section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2007). Investor sentiment in the stock market. *Journal of economic perspectives*, 21(2), 129-152.
- Brown, G. W., & Cliff, M. T. (2004). Investor sentiment and the near-term stock market. *Journal of empirical finance*, 11(1), 1-27.
- Cornell, B., Landsman, W. R., & Stubben, S. (2017). Accounting information, investor sentiment, and market pricing. *Journal of Law, Finance, and Accounting (JLFA)*, Forthcoming.
- Dias, B., Lee, T., Sun, K., & Bo, L. C. (2022). Investigating the impact of investor sentiments on predicting bitcoin returns and volatility. *Journal of Corporate Finance*, 52(4), 260-278.
- Gordon, M. J. (1962). *The investment, financing, and valuation of the corporation*. Homewood, IL: RD Irwin.
- Hua, G., Zhou, S., Zhang, S., & Wang, J. (2020). Industry policy, investor sentiment, and cross-industry capital flow: Evidence from Chinese listed companies' cross-industry M&As. *Research in International Business and Finance*, 53(3), 101-121.
- Kim, T., & Ha, A. (2010). Investor sentiment and market anomalies. In *23rd Australasian Finance and Banking Conference*.
- Kuhnen, C. M., & Knutson, B. (2005). The neural basis of financial risk taking. *Neuron*, 47(5), 763-770.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Mishkin, S. (1983). *A Rational Expectations Approach to Macro Econometrics: Testing Policy Effectiveness and Efficient Market Models*. Chicago, University of Chicago Press.
- Prosad, J. M., Kapoor, S., & Sengupta, J. (2015). Theory of behavioral finance. In *Handbook of research on behavioral finance and investment strategies: decision making in the financial industry* (pp. 1-24). IGI Global.

- Riedl, E. J., Sun, E. Y., & Wang, G. (2021). Sentiment, loss firms, and investor expectations of future earnings. *Contemporary Accounting Research*, 38(1), 518-544.
- Sinha, A. (2016). Monetary policy uncertainty and investor expectations. *Journal of Macroeconomics*, 47, 188-199.
- Thorp, W. A. (2004). Investor sentiment as a contrarian indicator. *The American Association of Individual Investors*, 22(4), 57-70.
- Wang, Y., Chen, C. R., & Huang, Y. S. (2014). Economic policy uncertainty and corporate investment: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 26(3), 227-243.

#### References [In Persian]

- Abedi Sedighyani, B., & Khaki, R. (2022). Investigating the relationship between real profit management and profit sustainability, *The first international conference on management capabilities, industrial engineering, accounting and economics*, Babol, <https://civilica.com/doc/1690654> [In Persian]
- Aghababaei, M.E., & Madani, S. (2021). Investigating investors' sentiments and the simultaneity of stock returns in Tehran Stock Exchange, *Perspectives of Financial Management*, 11(34), 115-95. [In Persian]
- BaharMoghadam, M., & Jokar, H. (2018). The Moderating Effect of Audit Quality on Investor sentiment in Stock Pricing, *Empirical Studies in Financial Accounting*, 15(57), 123-146. [In Persian]
- BaharMoghadam, M., Pourheydari, O., & Jokar, H. (2019). Investigating the effect of investor preferences on expected earnings growth rate. *Journal of Financial Securities Analysis*, 12(42), 17-33. [In Persian]
- Bani Mahd, B., & Jafari Maafi, R. (2011). Quality of debt items and auditor selection. *Journal of Empirical Studies in Financial Accounting*, 9(33), 81-98. [In Persian]
- Barzideh, F., & Hassanzadeh Diva, S.M. (2018). An analysis of earnings sustainability, cash flow and accruals at the scale of industries and companies, *Empirical Studies in Financial Accounting*, 15(57), 72-49. [In Persian]
- Bashiri Manesh, N., & Oradi, J. (2019). Emotional behavior of investors and accounting profit management. *Journal of Accounting Research*, 9(33), 77-99. [In Persian]
- Esmailian, P. (2022). The effect of product market competitive structures on profit stability, *The fourth annual conference of the Iranian Financial Association*, Isfahan, <https://civilica.com/doc/1688371> [In Persian]
- Haiderpur, F., Tarivardi, Y., & Mehrabi, M. (2013). The effect of investors' emotional biases on stock returns. *Financial knowledge Securities analysis*, 17(6), 1-13. [In Persian]

- Kamarei, A., Safizadeh, M., Sepandarand, S., & Hakimi, H. (2017). Identify and prioritize factors affecting personal investors' propensity to receive dividend payments. *Investment Knowledge*, 6(23), 245-258. [In Persian]
- Kamyabi, Y., & Javadi Nia, A. (2021). Examining the moderating effect of managerial ability on the relationship between investors' emotions and accounting conservatism. *Journal of Accounting and Auditing Reviews*, 28(1), 102-134. [In Persian]
- Kardan, B., Vadeei, M. H., & Zolfaghar Arani, M. H. (2018). The role of behavioral tendencies (sentiment) of investors in valuation of the company. *Journal of Accounting Knowledge*, 8(4), 7-35. [In Persian]
- Mahdavi Tilenoi, A.R., & Sadati Khalredi, S. (2022). Investigating the role of internal control quality and cash flows on the sustainability of profits of companies listed on the Tehran Stock Exchange, *The 9th Scientific Research Conference on the Development and Promotion of Management and Accounting Sciences in Iran*, Tehran. <https://civilica.com/doc/1681825> [In Persian]
- Pourzmani, Z. (2011). Investigating the collective behavior of institutional investors using Christie and Huang's model in Tehran Stock Exchange, *Investment Knowledge*, 3(1), 147-160. [In Persian]
- Rangzan Moghadam, R., & Loshgari, Z. (2019). The effect of stock dividend policies on investment decisions with emphasis on the quality of financial reporting. *Financial accounting and auditing research*, 10(40), 21-46. [In Persian]
- Saedei, R., Rahmani, V., & Rezaian, V. (2019). Investigating the impact of overconfidence of CEO on stock returns and non-systematic risk considering the dual role of CEO's duty: Evidence from Tehran Stock Exchange. *Financial Research*, 21(1), 79-100. [In Persian]
- Saidi, A., & Farahanian, M. J. (2011). Mass behavior of investors in Tehran Stock Exchange, *Tehran Stock Exchange*, 16 (4), 198-175. [In Persian]
- Shahriari, A., Bazergar, R., & Qaidi Tabar, Y. (2021). Investigating the impact of inflation and gross domestic product on profit stability in companies listed on the stock exchange, <https://civilica.com/doc/1657933> [In Persian]
- Shahriari, A., Bazgar, R., & Ghaedi Tabar, Y. (2022). The Impact of Inflation and Gross Domestic Product on Earnings Sustainability in Listed Companies in the Stock Exchange <https://civilica.com/doc/1657933>
- Soleymani Amiri, G., & Godarzi, N. (2012). Behavioral foundations of dividend policy: Empirical studies in financial accounting. *Financial Accounting Research*, 10(39), 83-104. [In Persian]

- Taheri, M., & Jafari, M. (2022). The moderating effect of management orientation on the relationship between dividend policy and debt policy with investor preferences, *Empirical Studies in Financial Accounting*, 18(76), 9-64. [In Persian]
- Tenani, M. (2021). The risk of stock price decline: Investor emotions and the moderating role of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Auditing Research*, 12(47), 115-132. [In Persian]
- Zarei, A., & Darabi, R. (2017). The impact of emotional biases of investors on the voluntary disclosure in the Iranian stock market. *Financial accounting and auditing research*, 10(37), 131-158. [In Persian]



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
رتال جامع علوم انسانی

**استناد به این مقاله:** گنجی، حمیدرضا، مشایخ، شهناز، صدیقی، زکبه. (۱۴۰۲). بررسی تأثیر احساسات سرمایه گذاران بر انتظارات آنها از سودهای آتی، *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۲۰(۷۸)، ۱۵۵-۱۹۰.

DOI: 10.22054/qjma.2023.73514.2452



Empirical Studies in Financial Accounting is licensed under a Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License.