

Investor Sentiment and Management Earnings Forecast¹

Farzane Yosefiasl², Najme Hajian³, Mahbobeh Safari Khalkiasari⁴

Received: 2021/09/28

Accepted: 2022/02/20

Research Paper

Abstract

The purpose of this study is to investigate the relation between investor's sentiment and bias in management earnings forecast. To do this, three hypotheses are formulated. The sample consists of 165 firms listed in Tehran Stock Exchange during 2010-2010. The research method is the multivariate regression model using the panel data method. The results of research hypotheses show that investor sentiment has a negative and significant relationship with bias in the management earnings forecasts; In addition, according to the research results, managers' annual earnings forecasts are not more optimistic when investors are optimistic, nevertheless, it is optimistic when investors are pessimistic. However, there is no significant difference between investor sentiment and managers' predictions in firms with higher uncertainty.

Keyword: Emotional Tendencies of Investors, Bias in Predicting Managers' Profits, Uncertainty.

JEL Classification: M41, G02

1. DOI: 10.22051/JERA.2021.27994.2523

2. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Finance, Khatam University, Tehran, Iran. (Corresponding Author). (yusefiasl@gmail.com).

3. Assistant Professor, Department of Accounting, Faculty of Management and Finance, Khatam University, Tehran, Iran. (hajiyan.najmeh@gmail.com).

4. M.Sc. Students, Department of Accounting, Faculty of Management and Finance, Khatam University, Tehran, Iran. (mahboube_ss@yahoo.com).

بررسی رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و سوگیری در پیش‌بینی سود مدیران^۱

فرزانه یوسفی اصل^۲، نجمه حاجیان^۳، محبوبه صفری خالکیاسری^۴

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۷/۰۶

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱۲/۰۱

مقاله پژوهشی

چکیده

شواهد حاکی از آن است که قضاوت‌های سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی در بورس می‌باشد. برخی از پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهند که مدیران نیز ممکن است؛ هنگام پیش‌بینی سود در افق زمانی نسبتاً طولانی با وجود داشتن مزیت اطلاعاتی نسبت به سایرین، در مورد عملکرد شرکت خود، تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران قرار گیرند. بنابراین، هدف این پژوهش بررسی رابطه بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و سوگیری در پیش‌بینی سود مدیران است. به منظور دستیابی به این هدف سه فرضیه تدوین شد که جهت آزمون این فرضیه‌ها، نمونه‌ای متشکل از ۱۶۵ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۰ الی ۱۳۹۶ انتخاب گردید و مدل رگرسیونی چند متغیره به روش داده‌های ترکیبی بکار برده شد. نتایج حاصل از فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد که احساسات سرمایه‌گذار رابطه منفی و معناداری با سوگیری در پیش‌بینی سود سالانه توسط مدیریت دارد؛ علاوه بر این بر طبق نتایج پژوهش، پیش‌بینی‌های سود سالانه مدیران، در دوره‌های زمانی خوش‌بینی سرمایه‌گذاران، خوش‌بینانه‌تر نیست؛ اما در دوره‌های زمانی بدبینی سرمایه‌گذاران، خوش‌بینانه است. اما بین احساسات سرمایه‌گذار و پیش‌بینی‌های مدیران در شرکت‌های دارای عدم اطمینان بالاتر تفاوت معنی‌داری وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، سوگیری در پیش‌بینی سود مدیران، عدم اطمینان.

طبقه‌بندی موضوعی: G02, M41

10.22051/JERA.2021.27994.2523 :DOI ۱

۲. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و امور مالی، دانشگاه خاتم، تهران، ایران، (نویسنده مسئول)، (yusefiasl@gmail.com).

۳. استادیار، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و امور مالی، دانشگاه خاتم، تهران، ایران، (hajiyaj.najmeh@gmail.com).

۴. دانشجوی کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و امور مالی، دانشگاه خاتم، تهران، ایران، (mahboubess@yahoo.com).

https://jera.alzahra.ac.ir

مقدمه

سود یکی از اقلام مهم و اصلی صورت‌های مالی است که توجه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی را به خود جلب می‌کند؛ سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، مدیران، کارکنان شرکت، تحلیل‌گران، دولت و دیگر استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی از سود به عنوان مبنایی جهت اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری، اعطای وام، سیاست پرداخت سود، ارزیابی شرکت‌ها، محاسبه مالیات و سایر تصمیمات مربوط به شرکت استفاده می‌کنند. اطلاعات ارائه شده توسط شرکت و در نتیجه سود، مبتنی بر رویدادهای گذشته شرکت است؛ اما سرمایه‌گذاران، نیازمند اطلاعاتی راجع به آینده شرکت می‌باشند. یکی از دیدگاه‌های موجود در این زمینه، ارائه اطلاعات صرفاً تاریخی و جاری توسط واحد تجاری است؛ البته به نحوی که سرمایه‌گذاران بتوانند؛ خود پیش‌بینی‌های مربوط به آینده را انجام دهند؛ دیدگاه دیگر آن است که مدیریت با در دست داشتن منابع و امکانات به انجام پیش‌بینی‌های قابل اعتناء پردازد و با انتشار عمومی این پیش‌بینی‌ها، کارایی بازارهای مالی را افزایش دهد (مشایخ و شاهرخی، ۱۳۸۶). پیش‌بینی سود توسط مدیریت می‌تواند؛ به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان جهت دستیابی به مقاصد مانند ارزیابی قدرت سودآوری واحد تجاری، پیش‌بینی سود آتی، برآورد ریسک سرمایه‌گذاری در واحد تجاری، برآورد ریسک وام‌دهی به واحد تجاری کمک نماید (محمدیان و همکاران، ۱۳۸۹). پژوهش‌های متعددی در زمین محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی سود مدیران وجود دارد که بر مربوط بودن سود پیش‌بینی شده و تأثیر آن بر تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی تأکید دارند. در پژوهش‌های موجود در ادبیات، عواملی که منجر به دقت پیش‌بینی سود می‌شوند؛ از تنوع قابل ملاحظه‌ای برخوردارند. در یک طبقه‌بندی کلی می‌توان آن‌ها را به متغیرهای مالی و غیرمالی تقسیم‌بندی کرد. آنچه از بررسی پژوهش‌های پیشین (بیر و دای؛ ۲۰۱۲، میرکیو؛ ۲۰۰۹، چن؛ ۱۹۹۶، مشایخ و شاهرخی؛ ۱۳۸۶ و ...) بر می‌آید؛ آن است که دقت پیش‌بینی سود شرکت‌ها (معکوس خطای پیش‌بینی) متأثر از عوامل متعددی همچون، اندازه، طول عمر، دوره پیش‌بینی، اهرم مالی، دفعات تجدیدنظر، گزارش حسابرس، حضور در تالار اصلی یا فرعی و نوع صنعت، سود یا زیان ده بودن شرکت می‌باشد (ملکیان و همکاران، ۱۳۸۹). برخی از پژوهش‌ها (شعری و همکاران؛ ۱۳۹۸، هورویتز؛ ۲۰۱۷ و براون و همکاران؛ ۲۰۱۲)، نیز بر ویژگی‌های رفتاری مانند شهرت طلبی مدیران، بیش‌اعتمادی آنان و احساسات سرمایه‌گذار و ... به عنوان عوامل مؤثر بر دقت پیش‌بینی سود مدیران تأکید می‌نمایند.

گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران، میزان خوش‌بینی و بدبینی سهامداران نسبت به یک سهام می‌باشد و معمولاً به علت مشکل در ارزش‌گذاری شرکت‌ها رخ می‌دهد که منجر به تصمیم‌گیری‌های مبتنی بر قضاوت‌های ذهنی می‌شود (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲). شواهد پیشین نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران حساس به احساسات هستند و می‌توانند انتظارات درآمدی بیش از حد خوش‌بینانه یا بدبینانه داشته باشند (برگ من و همکاران، ۲۰۰۸). شرکت‌ها معمولاً در پایان هر سال مالی، بودجه سال آینده خود را منتشر می‌کنند. یکی از مهم‌ترین اطلاعات مندرج در بودجه شرکت‌ها، پیش‌بینی مقدار سود هر سهم آنان است. از طرفی اگرچه مدیران مزیت اطلاعاتی نسبت به افراد بیگانه در مورد شرکت‌های خود دارند؛ عملکرد آن‌ها از تعصبات رفتاری مصون نیست. بنابراین انتظار می‌رود؛ مدیران، مانند سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران به احساسات حساس باشند و پیش‌بینی‌های مدیران از سود سالانه شرکت‌های خود، تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران باشد (هورویتز، ۲۰۱۷). هریبار و مک اینیس (۲۰۱۲) در پژوهش‌های خود به این نتیجه رسیدند که پیش‌بینی سود تحلیل‌گران در دوره‌های با احساسات خوش‌بینانه، خوش‌بینانه‌تر است و پیش‌بینی درآمد مورد انتظار آتی شرکت‌ها احتمالاً بصورت ناخواسته تحت تأثیر احساسات قرار می‌گیرد. در مقایسه با تحلیل‌گران، مدیران، اطلاعات محرمانه در مورد عملکرد شرکت‌های خود دارند؛ بنابراین ممکن است؛ به هنگام پیش‌بینی سود، کمتر تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران قرار گیرند (هورویتز، ۲۰۱۷). بنابراین این پژوهش به دنبال پاسخ به این سوال است که چه رابطه‌ای بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و سوگیری در پیش‌بینی سود مدیران وجود داشته و این رابطه در شرایط عدم اطمینان چگونه است.

مبانی نظری پژوهش

به عقیده مه چن لین (۲۰۱۰) شواهد حکایت از آن دارد که سرمایه‌گذاران برای تعیین ارزش سهام از روش‌های کمی استفاده نمی‌کنند. قضاوت‌های آن‌ها مبتنی بر تصورات ذهنی و اطلاعات غیرعلمی و شرایط روانی و احساسی در بورس است. متغیرهای احساسی که بر اساس محدودیت‌های شناختی شکل می‌گیرند؛ شرایط روانی فعالان بازار بورس را مورد بررسی قرار می‌دهند (حیدرپور و همکاران، ۱۳۹۲). مالی رفتاری یکی از مطالعاتی است که در این زمینه به سرعت گسترش یافته است و به بررسی فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و عکس‌العمل آن‌ها نسبت به شرایط مختلف بازارهای مالی می‌پردازد و تأکید آن بیشتر به تأثیر احساسات،

شخصیت، فرهنگ و قضاوت‌های سرمایه‌گذاران بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری می‌باشد (شهرآبادی و یوسفی، ۱۳۸۶). ادبیات مالی رفتاری شواهدی را ارائه می‌دهد که مدیران نیز از تمایلات رفتاری مصون نیستند و عقاید شخصی و تعصباتی مانند اعتماد به نفس بیش از حد خود را به گونه‌ای نشان می‌دهند. در این ادبیات، احساسات سرمایه‌گذاران خوش‌بینی یا بدبینی نسبت به سهام به طور کلی یا انحراف اعتقادات سرمایه‌گذاران درباره عملکرد آتی شرکت از ارزش‌های بنیادی تعریف شده است. شرکت‌های تأمین سرمایه، منابع قابل توجهی را به پژوهش‌های اقتصاد کلان اختصاص می‌دهند. با دسترسی به متخصصان اقتصاد کلان، احتمالاً تحلیل‌گران، در شناسایی احساسات سرمایه‌گذاران، مزیت اطلاعاتی دارند و بنابراین در پیش‌بینی سود هدفمندتر هستند. شواهد سوگیری غیرعمدی در پیش‌بینی‌های سود تحلیل‌گران (برای مثال در پژوهش هرپار و مک اینیس، ۲۰۱۲ و ...) که ناشی از احساسات سرمایه‌گذاران است؛ نشان می‌دهد که مدیران نیز به هنگام پیش‌بینی سود سالانه در اوایل سال، می‌توانند؛ تحت تأثیر این نوع احساسات قرار گیرند. سوگیری اسنادی^۱ در دوره‌هایی که سرمایه‌گذاران خوشبین هستند؛ موجب می‌شود؛ مدیران، میزان مشارکت خود در عملکرد خوب سهام شرکت‌ها را بیش از حد ارزیابی کنند و به عملکرد آینده شرکت اطمینان بیشتری پیدا کنند. در نتیجه، ممکن است؛ مدیران با افزایش احساسات خوش‌بینانه سرمایه‌گذاران، پیش‌بینی‌های خوشبینانه‌تری از سود سالانه ارائه نمایند. این نتیجه‌گیری با این دیدگاه که مدیران در امور اقتصاد کلان متخصص نیستند؛ سازگار است؛ برای مثال باتلر و همکاران (۲۰۱۱) به این نتیجه رسیدند؛ مدیران نمی‌توانند؛ صعود و رکود بازار یا نوسانات منحنی‌های عملکرد در هنگام تصمیم‌گیری در مورد انتشار اوراق بدهی یا انتشار سرمایه جدید را با موفقیت پیش‌بینی کنند. گرینوود و شلیفر (۲۰۱۴) نیز به این نتیجه رسیدند که مدیران توانایی بیشتری از سرمایه‌گذاران برای پیش‌بینی آتی بازده بازار سهام ندارند (هورویتز، ۲۰۱۷). نتایج پژوهش انجام‌شده توسط هورویتز (۲۰۱۷) نیز نشان می‌دهد که مدیران، هنگام پیش‌بینی سود در افق زمانی نسبتاً طولانی با وجود داشتن مزیت اطلاعاتی نسبت به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران در مورد عملکرد شرکت خود، تحت تأثیر احساسات قرار می‌گیرند (هورویتز، ۲۰۱۷). بنابراین و با توجه به مبانی نظری عنوان شده فرضیه اول پژوهش به شرح ذیل تدوین می‌شود:

" فرضیه اول: احساسات سرمایه‌گذار رابطه مثبت معناداری با سوگیری در پیش‌بینی سود سالانه توسط مدیریت دارد."

ارتباط بین سوگیری پیش‌بینی مدیریت و احساسات سرمایه‌گذاران را می‌توان به سوگیری غیر عمدی یا سوگیری فرصت‌طلبانه نسبت داد. اگر مدیران متمایل باشند تا به صورت فرصت‌طلبانه از احساسات سرمایه‌گذاران استفاده نموده و قیمت سهام را تحت تأثیر قرار دهند؛ می‌توانند؛ پیش‌بینی‌های خوش بینانه‌ای را برای حفظ یا افزایش قیمت سهام در طول دوره‌های خوش‌بینی سرمایه‌گذاران ارائه دهند. با این وجود، تمایلات فرصت‌طلبانه و تمایلات رفتاری می‌تواند؛ در طی دوره‌های بدبینی سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی‌های متفاوتی منجر گردند. میان و سانکاراگروس و امی (۲۰۱۲) دریافتند؛ حساسیت قیمت سهام به اخبار منفی در دوره‌های زمانی بدبینی سرمایه‌گذاران نسبت به دوره‌های زمانی دیگر بیشتر احساس می‌شود؛ پس اگر مدیران فرصت‌طلب بدنبال تأثیرگذاری بر قیمت سهام باشند؛ پیش‌بینی‌های سودآورتری را برای رفع نگرانی سرمایه‌گذاران بدبین و افزایش قیمت سهام در دوره‌های بدبینی سرمایه‌گذاران ارائه می‌کنند. بنابراین، اگر مدیران فرصت‌طلب باشند؛ در دوره‌های بدبینی سرمایه‌گذاران، پیش‌بینی‌های بدبینانه‌تری ارائه نمی‌دهند. با این حال، اگر مدیران حساس به احساسات سرمایه‌گذار بوده و قصد فرصت‌طلبی نداشته باشند؛ به عملکرد آینده شرکت‌ها اعتماد کمتری خواهند داشت و بنابراین در دوره‌های زمانی بدبینی، پیش‌بینی‌های بدبینانه‌تری ارائه می‌کنند (سکینز و سلوان، ۲۰۱۲). بنابراین فرضیه دوم پژوهش در راستای فرصت‌طلبی مدیران به شرح ذیل ارائه می‌گردد:

" فرضیه دوم: پیش‌بینی‌های سود سالانه مدیران، در دوره‌های خوش‌بینی و در دوره‌های بدبینی سرمایه‌گذاران خوش‌بینانه است."

هورویتز (۲۰۱۷) معتقد است؛ بطور معمول در شرایط عدم اطمینان، پیش‌بینی درآمد توسط مدیران بسیار مشکل است. در راستای این انتظار، پژوهش‌های پیشین (کیو و ولج؛ ۲۰۰۶، بیکر و ورگلر؛ ۲۰۰۶، سبیرت و یانگ؛ ۲۰۱۲ و ...) شواهدی را ارائه می‌کنند که نشان می‌دهد؛ تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر ارزش‌گذاری سهام در شرایط عدم اطمینان بسیار قوی‌تر است. همچنین بر اساس نتایج پژوهش‌های پیشین، زمانی که سرمایه‌گذاران خوشبین هستند؛ پیش‌بینی سود تحلیل‌گران در افق بلندمدت در شرایط عدم اطمینان خوش‌بینانه‌تر است (هورویتز، ۲۰۱۷). بنابراین فرضیه سوم پژوهش به شرح ذیل توسعه می‌یابد:

" فرضیه سوم: رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و پیش‌بینی‌های مدیران در شرکت‌های دارای عدم اطمینان بیشتر، بزرگ‌تر و قوی‌تر است"

در این پژوهش کوشش شد تا شواهدی در راستای رابطه بین پیش‌بینی‌های سود سالانه توسط مدیریت و احساسات سرمایه‌گذاران ارائه شود؛ و از اولین پیش‌بینی سود سالانه توسط مدیریت استفاده شد؛ چرا که مدیران در مواجهه با پیش‌بینی سودهای با افق نسبتاً طولانی در معرض عدم اطمینان بیشتر و در نتیجه تردید بیشتر سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند. بنابراین، در چنین شرایطی مدیران به احتمال زیاد تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند. هورویتز (۲۰۱۷) معتقد است؛ مدیران انگیزه‌هایی برای حفظ یا افزایش قیمت سهام با توجه به نگرانی‌های مربوط به امنیت شغلی و جبران خسارت دارند؛ بنابراین پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه‌تر در دوران خوش‌بینی می‌تواند؛ به فرصت‌طلبی مدیریتی منجر شود. بنابراین این پژوهش به صورت جداگانه دوره‌های خوش‌بینی و بدبینی سرمایه‌گذاران را مدنظر قرار داد تا شواهد معتبرتری در خصوص رابطه بین پیش‌بینی‌های مدیریت و احساسات سرمایه‌گذاران ارائه کند.

پیشینه تجربی پژوهش

اسکو و فخاری (۱۳۹۹) به ارائه مدلی برای سنجش سوگیری پیش‌بینی سود مدیریت اقدام نمودند. در این پژوهش کوشش شد تا شاخص ترکیبی جامعی برای اندازه‌گیری سوگیری پیش‌بینی سود مدیریت ارائه شود. بنابراین با استفاده از تکنیک تصمیم‌گیری چند معیاره بهترین-بدترین شاخص‌های انفرادی متعدد موجود در ادبیات حسابداری و مالی را به روش نظرسنجی از خبرگان ترکیب شده و شاخص جامعی برای اندازه‌گیری سوگیری پیش‌بینی سود مدیریت استخراج گردید. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که شاخص ترکیبی مذکور شامل معیارهای همچون خطای پیش‌بینی سود مدیریت دوره جاری و دوره قبل، کل ارقام تعهدی دوره جاری و دوره قبل، تغییرات پاداش مدیریت و تغییرات جریان نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی بوده است؛ که در بین این معیارها، از نظر خبرگان، خطای پیش‌بینی سود مدیریت دوره قبل بدترین معیار و تغییرات پاداش مدیریت بهترین معیار برای سنجش سوگیری پیش‌بینی سود مدیریت است. همچنین ارزیابی شاخص ترکیبی به‌دست آمده نشان می‌دهد که قدرت پیش‌بینی‌کنندگی بالاتری را نسبت به معیارهای انفرادی دارد.

شعری و همکاران (۱۳۹۸) به ارائه مدل نوین سنجش بیش‌اطمینانی مدیریت و پیش‌بینی‌های سود: روش گشتاورهای تعمیم یافته پرداختند؛ نتایج این پژوهش، حاکی از آن است که بیش-اطمینانی مدیران عامل شرکت‌ها اثر مثبت و معناداری بر خطای پیش‌بینی سود دارد؛ به نحوی که مدیران بیش‌مطمئن سود پیش‌بینی‌شده را بیشتر از سود واقعی برآورد می‌نمایند.

شمس‌الدینی و همکاران (۱۳۹۷)، به بررسی تأثیر متغیرهای رفتاری اطمینان بیش‌ازحد مدیریت، رفتار توده‌وار و گرایش احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام پرداختند. شواهد و نتایج تجربی پژوهش نشان داد که متغیرهای رفتاری موردبررسی در پژوهش، تأثیر معکوس و معناداری بر بازده سهام شرکت‌ها دارند. به این صورت که با افزایش میزان اطمینان بیش‌ازحد مدیران، رفتار توده‌وار سرمایه‌گذاران و همچنین گرایش احساسی سرمایه‌گذاران، بازدهی سهام کاهش می‌یابد.

شکر خواه و همکاران (۱۳۹۶)، در پژوهش خود به دنبال پاسخ به این سؤال بودند که آیا سطح شفافیت شرکتی بر میزان خوش‌بینی و بدبینی سرمایه‌گذاران نسبت به قیمت سهام که معمولاً به علت مشکل در ارزش‌گذاری شرکت‌ها رخ می‌دهد؛ تأثیر دارد یا نه؟ یافته‌های این پژوهش اهمیت شفافیت شرکتی در کاهش تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام را مورد تأیید قرار می‌دهد.

غلامعلی پور و ثقفی (۱۳۹۱) به بررسی محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی‌های سود، تکرار سوگیری در ارائه پیش‌بینی‌ها و عوامل مؤثر بر خطای پیش‌بینی پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از تأثیرگذاری پیش‌بینی‌های ارائه‌شده (دارای خبر مثبت یا منفی) بر قیمت سهام می‌باشد؛ به نحوی که علاوه بر تغییرات سود پیش‌بینی شده سال آتی نسبت به آخرین پیش‌بینی سود سال جاری، دقت پیش‌بینی‌های ارائه شده برای سال جاری نیز با بازده هفت روزه حوالی زمان ارائه پیش‌بینی سال آتی رابطه دارد. سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی‌های جدید آن گروه از شرکت‌هایی که در دو دوره اخیر، پیش‌بینی‌های آنها محقق شده است؛ واکنش بیشتری نشان می‌دهند. علاوه بر این نتایج پژوهش نشان می‌دهد؛ مدیرانی که در دوره جاری بازده دارایی‌های بالایی داشته‌اند؛ با فرض تکرار این عملکرد، برای دوره بعد پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه ارائه می‌کنند. در نهایت بررسی عوامل مؤثر بر خطای پیش‌بینی سال آتی نشان دهنده رابطه مثبت بین متغیرهای سطح اقلام تعهدی سرمایه در گردش و خطای آخرین پیش‌بینی سال جاری با خطای پیش‌بینی سال آتی و رابطه منفی بین درصد سرمایه‌گذاران نهادی با خطای پیش‌بینی سال آتی می‌باشد.

گنگ و همکاران (۲۰۲۱) در پژوهشی به بررسی رابطه بین سوگیری پیش‌بینی سود مدیران، کنترل‌های داخلی و خطر سقوط قیمت سهام پرداختند؛ نتایج پژوهش این پژوهش‌گران نشان داد؛ سوگیری در پیش‌بینی سود مدیران رابطه مثبت و معناداری با خطر سقوط قیمت سهام دارد و این خطر عمدتاً در پیش‌بینی خوش‌بینانه وجود دارد. همچنین یافته‌ها نشان دادند؛ سطح بالاتر کنترل‌های داخلی می‌تواند؛ سوگیری در پیش‌بینی سود مدیران و بنابراین خطر سقوط قیمت سهام را کاهش دهد.

وو و همکاران (۲۰۱۸) در پژوهشی تحت عنوان "سوگیری خوش‌بینانه‌ی پیش‌بینی سود توسط تحلیل‌گران" به بررسی تأثیر عوامل غیرمنطقی (احساسات سرمایه‌گذار) بر روی سوگیری در پیش‌بینی تحلیل‌گران و تأثیر عوامل منطقی (تضاد منافع) بر رابطه بین سوگیری پیش‌بینی و گرایش‌های احساسی پرداخته است. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد؛ گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت قابل توجهی بر سوگیری پیش‌بینی تحلیل‌گران دارد. این تأثیر با وجود کنترل عوامل منطقی بازمی‌ماند. علاوه بر این احساسات سرمایه‌گذار به‌ویژه تأثیر قابل توجهی بر سوگیری پیش‌بینی تحلیل‌گرانی دارد که دارای تضاد منافع هستند؛ خصوصاً کسانی که دارای روابط کمیسیونی هستند. یعنی هرچه روابط کمیسیونی قوی‌تر باشد؛ سوگیری پیش‌بینی تحلیل‌گران افزایش می‌یابد.

هورویتز (۲۰۱۷) در پژوهش خود تحت عنوان "ارتباط بین گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران و سوگیری در پیش‌بینی سود مدیریت" شواهدی ارائه می‌کند که بیان می‌دارد؛ پیش‌بینی خوش‌بینانه سود توسط مدیران با احساسات سرمایه‌گذاران افزایش می‌یابد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد؛ در دوره‌های زمانی بدبینی سرمایه‌گذاران نسبت به دوره‌های عادی، مدیران در پیش‌بینی سود سالانه بدبین‌تر هستند؛ همچنین رابطه قوی بین پیش‌بینی سود مدیریت و احساس سرمایه‌گذاران برای شرکت‌هایی با شاخص عدم اطمینان بیشتر وجود دارد.

هریبار و مک اینیس (۲۰۱۲) به بررسی رابطه بین خطای پیش‌بینی سود تحلیل‌گران و احساسات سرمایه‌گذاران پرداختند؛ پژوهش‌گران در این پژوهش دریافتند که وقتی سرمایه‌گذاران خوش‌بین باشند؛ پیش‌بینی تحلیل‌گران از درآمد یکسال آینده و رشد سود بلندمدت، برای شرکت‌هایی که ابهام بالایی دارند و یا ارزش‌گذاری آنها دشوارتر است؛ نسبتاً خوش‌بینانه‌تر از سایر شرکت‌هاست.

همانطور که ملاحظه شد؛ پژوهش‌های پیشین کوشیده‌اند تا ابعاد و آثار مختلف قضاوت‌های سرمایه‌گذاران را که مبتنی بر شرایط روانی و احساسی آنهاست؛ ارزیابی کنند. همچنین در پژوهش‌های پیشین تلاش شده است؛ تا مدل‌های مختلفی برای سنجش سوگیری پیش‌بینی سود مدیران ارائه شود؛ اما بر مبنای جستجوهای پژوهشگران، رابطه بین احساسات سرمایه‌گذاران با پیش‌بینی سود مدیران، جزء حلقه‌های مفقوده‌ای است که تاکنون مورد توجه پژوهشگران داخلی قرار نگرفته است. بنابراین، این پژوهش جزء نخستین پژوهش‌هایی است که به رابطه بین سوگیری پیش‌بینی سود مدیران و احساسات سرمایه‌گذاران می‌پردازد و احتمال غیرعمدی بودن یا فرصت‌طلبانه بودن این ارتباط را بررسی می‌کند.

روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از منظر فلسفه از نوع اثباتی، از منظر منطق اجرا، یک پژوهش قیاسی-استقرایی، از نظر هدف از نوع توضیحی، از منظر فرآیند اجرا (نوع داده‌ها) یک پژوهش کمی، از منظر بُعد زمانی، یک پژوهش طولی-گذشته‌نگر (پس رویدادی) و از منظر روش گردآوری داده‌ها از نوع آرشیوی است.

جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش دربرگیرنده شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی پژوهش از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا نهم دی ماه ۱۳۹۶ که اطلاعات پیش‌بینی سود در دسترس بود؛ به مدت ۷ سال (با توجه به استفاده از اولین پیش‌بینی سهام در این پژوهش، سایر داده‌ها تا انتهای سال مدنظر قرار گرفتند) می‌باشد. بنابراین با در نظر گرفتن شرایط زیر جامعه محدود و هدفمند پژوهش به دست می‌آید که این جامعه به عنوان نمونه مورد استفاده قرار می‌گیرد.

۱. شرکت‌های مورد نظر از ابتدای سال ۱۳۹۰ تا پایان سال ۱۳۹۶ عضو بورس اوراق بهادار تهران باشند.
۲. به منظور رعایت قابلیت مقایسه‌پذیری، سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفندماه باشد.
۳. معاملات سهام آن‌ها طی دوره پژوهش بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.
۴. طی دوره مورد بررسی، تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداده باشند.

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مجموع ۱۶۵ شرکت انتخاب شدند.

مدل و متغیرهای پژوهش

به پیروی از هورویتز (۲۰۱۷) الگوی اول پژوهش برای آزمون فرضیه اول به شرح ذیل است:

$$\text{Bias}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Sentiment}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \beta_3 \text{MB}_{i,t} + \beta_4 \text{Instown}_{i,t} + \beta_5 \text{Volatility}_{i,t} + \beta_6 \text{Lagged_loss}_{i,t} + \beta_7 \text{CAR}_{90,-2,i,t} + \beta_8 \text{Horizon}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

Bias: سوگیری در پیش‌بینی سود توسط مدیریت

Sentiment: احساسات سرمایه‌گذار

Size: اندازه شرکت

MB: نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری

Instown: مالکیت نهادی

Volatility: انحراف معیار بازده سهام.

Lagged_loss: زیان‌دهی

CAR_{90,-2}: بازده تجمعی غیرعادی

Horizon: به موقع بودن اعلام اولین پیش‌بینی

همچنین به پیروی از هورویتز (۲۰۱۷) الگوی دوم پژوهش برای آزمون فرضیه دوم به شرح ذیل است.

$$\text{Bias}_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Highsent}_{i,t} + \beta_2 \text{Lowsent}_{i,t} + \beta_3 \text{Size}_{i,t} + \beta_4 \text{MB}_{i,t} + \beta_5 \text{Instown}_{i,t} + \beta_6 \text{Volatility}_{i,t} + \beta_7 \text{Lagged_loss}_{i,t} + \beta_8 \text{CAR}_{90,-2,i,t} + \beta_9 \text{Horizon}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

که در آن:

Highsent: احساسات خوش‌بینانه سرمایه‌گذار

Lowsent: احساسات بدبینانه سرمایه‌گذار

سایر متغیرها بیشتر معرفی شده‌اند؛ تعریف عملیاتی متغیرها در ادامه ارائه می‌گردد.

به منظور آزمون فرضیه سوم پژوهش، الگوی اول پژوهش به تفکیک برای شرکت‌های با عدم اطمینان بالا و پائین اجرا خواهد شد؛ که نحوه دستیابی به نمونه شرکت‌های یاد شده در ادامه به تفصیل عنوان خواهد شد.

متغیر وابسته: سوگیری در پیش‌بینی سود توسط مدیریت

برای اندازه‌گیری متغیر وابسته پژوهش یعنی سوگیری در پیش‌بینی سود مدیریت مطابق پژوهش هورویتز (۲۰۱۷) از رابطه زیر استفاده شد.

$$\text{Bias} = (\text{Management forecast} - \text{RE}) / \text{Share price}$$

که در این رابطه :

Management forecast = اولین پیش‌بینی سود هر سهم سال t توسط مدیریت.

RE = سود واقعی هر سهم شرکت در سال t

Share price = قیمت بازار هر سهم دو روز قبل از انتشار پیش‌بینی مدیریت.

متغیرهای مستقل: احساسات سرمایه‌گذار (Sentiment)

برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذار مطابق پژوهش هورویتز (۲۰۱۷) از رابطه زیر استفاده شد.

$$\text{Sentiment} = \frac{\sum(\text{Rit} - \text{Rr})(\text{Riv} - \text{Rv})}{[\sum(\text{Rit} - \text{Rr})^2 \sum(\text{Riv} - \text{Rr})^2]^{\frac{1}{2}}}$$

که در این رابطه:

R_{it} = رتبه بازده ماهانه سهام شرکت i در ماه t که بیانگر منافع حاصل از سرمایه‌گذاری می‌باشد.

R_{iv} = رتبه نوسان‌پذیری تاریخی شرکت i در ماه که برای محاسبه نوسان‌پذیری تاریخی از میانگین انحراف معیار بازده سهام پنج ماه قبل استفاده می‌گردد.

R_r = میانگین رتبه بازده ماهانه سهام شرکت

R_v = میانگین رتبه نوسان‌پذیری سهام شرکت

این شاخص توسط جونز (۲۰۰۵) بسط داده شده است. استدلال آن‌ها برای استفاده از شاخص مذکور این است که تغییرات رفتار سرمایه‌گذاران به عنوان نیروی غالب در بازار بلادرنگ منجر به تغییرات قیمت سهام و بازده سهام می‌شود و این شاخص توانایی انعکاس اخبار وقایعی که

بازار را متأثر می‌سازد؛ را داراست. شاخص مذکور همان ضریب همبستگی رتبه‌ای اسپیرمن است. اما به دلیل اینکه عکس‌العمل و احساسات سرمایه‌گذاران در مقابل ریسک و بازده شرکت مورد ارزیابی قرار می‌گیرد؛ رتبه‌ای که شرکت‌ها از این حیث به خود می‌گیرند؛ بر عدد مطلق ریسک و بازدهی ارجحیت دارد. شاخص مذکور در بازار سرمایه توسط حیدرپور و همکاران (۱۳۹۲)، نیکومرام و سعیدی (۱۳۸۷) برای اندازه‌گیری احساس سرمایه‌گذاران بکار گرفته شده است. در مقایسه با سایر شاخص‌ها به اطلاعات جامع‌تری از بازار برای اندازه‌گیری احساسات سرمایه‌گذاران می‌توان دست یافت (شعری و همکاران، ۱۳۹۵).

لازم به ذکر است که این متغیر در فرضیه دوم به دو متغیر احساسات دوره خوش‌بینی و احساسات دوره بدبینی سرمایه‌گذار تقسیم بندی شده است؛ بنابراین در این پژوهش به منظور آزمون فرضیه دوم این متغیرها به پیروی از هورویتز (۲۰۱۷) به شرح ذیل هستند:

Highsent: یک متغیر موهومی (۰ و ۱) است و برابر است؛ با یک، اگر میزان احساسات سرمایه‌گذار در پنجم بالا (پنجک پنجم) شرکت‌های گروه باشد و در غیر این صورت صفر.

Lowsent: یک متغیر موهومی (۰ و ۱) است و برابر است؛ با یک اگر میزان احساسات سرمایه‌گذار در پنجم پایین (پنجک اول) شرکت‌های گروه باشد و در غیر این صورت صفر.

در این پژوهش برای آزمون فرضیه سوم پژوهش به پیروی از هورویتز (۲۰۱۷)، ابتدا نمونه به دو گروه شرکت‌های با عدم اطمینان کم و شرکت‌های با عدم اطمینان زیاد تقسیم شد و الگوی (۱) پژوهش را یک بار برای شرکت‌های دارای عدم اطمینان پایین و یک بار برای شرکت‌های دارای عدم اطمینان بالا در پیش‌بینی مدیریت برآورد شد و سپس نتایج با یکدیگر مقایسه می‌شوند.

متغیر تعدیل گر

عدم اطمینان: در این پژوهش، به منظور آزمون فرضیه سوم و تفکیک شرکت‌های دارای عدم اطمینان بالا و پایین، از شاخص‌های عدم اطمینان مورد استفاده در ادبیات پیشین و نیز هورویتز (۲۰۱۷) مشتمل بر اندازه شرکت، سن شرکت، نوسان بازده ماهانه سهام، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و سیاست تقسیم سود استفاده شد.

سن شرکت عبارت است از فاصله بین ماه‌هایی که شرکت برای اولین بار در بورس وارد شده است تا تاریخ اولین پیش‌بینی سود توسط مدیریت در هر سال. نوسان بازده ماهانه سهام عبارتست

از انحراف معیار بازده روزانه سهام در طی هر ماه. در هر سال، شرکت‌های توزیع کننده سود، شرکت‌هایی هستند که در سال قبل از اعلام پیش‌بینی سود توسط مدیریت، سود نقدی پرداخت کرده باشند و سایر شرکت‌ها به عنوان شرکت‌هایی مدنظر قرار می‌گیرند که سود پرداخت نکرده‌اند. از آنجا که به پیروی از هوویتز (۲۰۱۷) متغیر احساسات سرمایه‌گذار به صورت ماهانه محاسبه شد؛ شرکت‌ها بر مبنای اندازه، سن، نوسان بازده ماهانه سهام و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام ماهانه به شرکت‌های دارای عدم اطمینان بالا و پایین تقسیم‌بندی شد.

شرکت‌هایی که ویژگی‌های سن، اندازه و نوسان بازده سهام آن‌ها پایین‌تر از میانه نمونه باشد؛ به ترتیب به عنوان شرکت‌های کوچک، جوان و پرنوسان و شرکت‌هایی که سن، اندازه و نوسان بازده سهام آن‌ها بالای میانه نمونه باشد؛ به ترتیب به عنوان شرکت‌های بزرگ، بالغ و متعادل یا پایدار طبقه‌بندی می‌شوند.

بیکر و ورگلر (۲۰۰۶)، دریافتند که اثر احساسات سرمایه‌گذاران بر ارزیابی پرتفوهایی که بر مبنای نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری شکل گرفته‌اند؛ یو شکل است. بنابراین، مطابق پژوهش بکر و ورگلر (۲۰۰۶) از متغیر نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام چارک گرفته شد و شرکت‌هایی که در چارک‌های بالا و پایین باشند؛ به عنوان شرکت‌های بحرانی و شرکت‌هایی که در چارک‌های میانه باشند؛ به عنوان شرکت‌های متعادل طبقه‌بندی می‌شوند. بنابراین شرکت‌های با عدم اطمینان بالا شرکت‌هایی هستند که همزمان کوچک، جوان و پرنوسان بوده و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن‌ها در منطقه بحرانی بوده و سود تقسیم نکرده باشند. هوویتز (۲۰۱۷) معتقد است که مدیران چنین شرکت‌هایی بیشتر تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی سود سالانه هستند. به همین ترتیب شرکت‌های دارای عدم اطمینان پایین، شرکت‌های بزرگ، باتجربه (بالغ) بوده و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آن‌ها در طبقه متعادل قرار گرفته و سود سالانه پرداخت می‌کنند. انتظار می‌رود؛ مدیران این شرکت‌ها کمتر تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی سود سالانه باشند. به منظور بررسی نقش عدم اطمینان در جهت‌گیری (سوگیری)‌های مدیریت در پیش‌بینی سود بر احساسات سرمایه‌گذاران، به پیروی از هوویتز (۲۰۱۷)، مدل آزمون فرضیه اول، برای شرکت‌های با عدم اطمینان بالا و پایین به طور جداگانه تخمین زده می‌شود.

متغیرهای کنترلی

به پیروی از هوویتز (۲۰۱۷) متغیرهای کنترلی ذیل در آزمون سه فرضیه به الگوی پژوهش اضافه شد.

Size: لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت.

MB: نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در پایان سه‌ماهه قبلی.

Instown: برابر درصد سهام نگهداری شده توسط مالکان نهادی از کل سهام سرمایه است که این شرکت‌ها شامل شرکت‌های بیمه، موسسه‌های مالی، بانک‌ها، شرکت‌های دولتی و دیگر اجزای دولت است.

Volatility: انحراف معیار بازده روزانه سهام در طی سه ماه قبل از انتشار پیش‌بینی مدیریت می‌باشد. بازده سهام بیانگر منافع حاصل از سرمایه‌گذاری می‌باشد.

Lagged_loss: یک متغیر موهومی است، که اگر شرکت در سال قبل زیان‌ده باشد؛ عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر را اختیار کرد.

2- CAR-90: بازده تجمعی غیرعادی: که برای اندازه‌گیری بازده تجمعی غیر عادی ابتدا شرکت‌ها براساس متغیر اندازه شرکت به ده قسمت (دهک) تقسیم می‌شوند و هر دهک یک پرتفوی است. سپس بازدهی هر پرتفوی محاسبه می‌شود و بازدهی تجمعی غیرعادی شرکت برابر بود؛ با بازدهی شرکت در بازه زمانی سه ماه قبل از پیش‌بینی سود هر سهم منهای بازدهی پرتفویی که شرکت به آن تعلق دارد.

Horizon: تعداد روزهای بین روز اعلام اولین پیش‌بینی سود توسط مدیریت و پایان سالی که سود متعلق به آن است.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

نگاره (۱) آمار توصیفی متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل را برای کل مشاهده‌های این پژوهش نشان می‌دهد. این پارامترها شامل اطلاعات مربوط به شاخص‌های مرکزی نظیر میانگین، میانه، کمینه و بیشینه و همچنین اطلاعات مربوط به شاخص‌های پراکندگی همچون انحراف معیار و ضریب چولگی است. همان‌طور که در نگاره (۱) مشاهده می‌شود؛ میانگین سوگیری در پیش‌بینی سود توسط مدیریت برابر با ۰/۰۰۱ می‌باشد که نشان می‌دهد؛ به صورت میانگین سوگیری بسیار ناچیزی در پیش‌بینی

سود مدیریت در شرکت‌های مورد بررسی وجود دارد و با توجه به اینکه میانه این متغیر نیز نزدیک به صفر است؛ به صورت توصیفی این نتیجه قابل تعمیم به تمامی شرکت‌های نمونه است؛ علاوه بر این میانگین، میانه مقدار احساسات سرمایه‌گذار به ترتیب برابر با $۰/۰۵۲$ ، $-۰/۰۷۴$ می‌باشد که نشان می‌دهد؛ در دوره مورد بررسی به طور متوسط سرمایه‌گذاران دارای احساسات منفی بوده، به نحوی که در بیش از ۵۰ درصد از شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران نسبت به عملکرد آینده شرکت بدبین هستند؛ همچنین میانگین عدم اطمینان پایین و بالا به ترتیب برابر با $۰/۱۱۱$ و $۰/۰۵۴$ بوده که نشان می‌دهد؛ در طی دوره مورد بررسی بیش از ۱۱ درصد شرکت‌ها دارای عدم اطمینان پایین و بیش از ۵ درصد آن‌ها نیز دارای عدم اطمینان بالا بوده‌اند. علاوه بر این ضریب چولگی متغیر احساسات سرمایه‌گذار مثبت و برابر با $۰/۱۴۸$ می‌باشد، یعنی منحنی فراوانی این متغیر در جامعه مورد بررسی چولگی به راست داشته و به این اندازه از مرکز تقارن انحراف دارد.

تکانه (۱). آمار توصیفی متغیرهای کمی پژوهش

عنوان متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	ضریب چولگی
سوگیری در پیش‌بینی سود توسط مدیریت	۰/۰۰۱	-۰/۰۰۷	۰/۶۵۷	-۰/۴۹۲	۰/۱۳۷	۰/۸۹۸
احساسات سرمایه‌گذار	-۰/۰۵۲	-۰/۰۷۴	۰/۹۱۸	-۰/۹۴۴	۰/۴۱۰	۰/۱۴۸
اندازه شرکت	۲۷/۸۳۲	۲۷/۶۲۶	۳۳/۱۸۷	۲۴/۳۳	۱/۶۱۸	-۱/۱۲۳
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۲/۳۷۲	۲/۱۲۶	۶/۹۸۶	-۲/۲۷۱	۱/۴۲۳	۰/۷۹۲
مالکیت نهادی	۰/۷۳۴	۰/۷۷۷	۰/۹۸۸	۰/۱۵۰	۰/۱۸۹	-۱/۵۹۹
انحراف معیار بازده سهام	۰/۰۷۲	۰/۰۳۰	۰/۷۵۲	-۰/۶۲۴	۰/۲۲۲	۱/۱۱۴
به موقع بودن اعلام اولین پیش‌بینی	۳۱۱/۵۳	۳۶۳	۴۱۰	۱۹	۹۸/۲۶۳	-۱/۱۴۳
بازده تجمعی غیرعادی	۰/۰۲۷	۰/۳۰	۱/۱۶۷	-۴/۲۳۴	۰/۸۵۲	۰/۴۸۰

منبع: یافته‌های پژوهش

۱۵۱ تکانه (۱). آمار توصیفی متغیرهای کیفی پژوهش

عنوان متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار	ضریب چولگی
احساسات دوره بدبینی	۰/۱۹۹	۰	۱	۰	۰/۴۰	۰/۷۳۴
احساسات دوره خوش‌بینی	۰/۲۰۱	۰	۱	۰	۰/۴۰۱	۰/۵۶۸
زیان‌دهی	۰/۱۳۵	۰	۱	۰	۰/۳۴۲	۰/۷۳۶
عدم اطمینان پایین	۰/۱۱۱	۰	۱	۰	۰/۳۱۴	۰/۴۸۰
عدم اطمینان بالا	۰/۰۵۴	۰	۱	۰	۰/۲۲۶	۰/۹۶۱

منبع: یافته‌های پژوهش

یافته‌های آمار استنباطی

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌های هر یک از مدل‌های بیان شده قبل از پردازش آنها و آزمون فرضیه‌ها، فروض کلاسیک مدل آزمون شد. همانطور که مشاهده می‌شود؛ مقدار VIF در نگاره‌های ۲ و ۳ برای مدل‌های اول و دوم کمتر از ۵ بوده و بنابراین همخطی بین متغیرهای پژوهش وجود ندارد.

نگاره (۲): نتایج آزمون هم خطی مدل اول

نماد متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)
SENTIMENT	۱/۰۰۹
SIZE	۱/۰۴۲
MB	۱/۱۲۰
INSTOWN	۱/۰۰۴
VOLATILITY	۱/۰۸۹
LAGGEDLOSS	۱/۰۴۸
CAR	۱/۱۶۶
HORIZON	۱/۰۰۹

نگاره (۳): نتایج آزمون هم خطی مدل دوم

نماد متغیر	عامل تورم واریانس (VIF)
LOWSENT	۱/۰۷۷
HIGHSENT	۱/۱۳۹
SIZE	۱/۰۴۴
MB	۱/۱۲۴
INSTOWN	۱/۰۰۴
VOLATILITY	۱/۰۹۳
LAGGEDLOSS	۱/۰۵۳
CAR	۱/۲۳۴
HORIZON	۱/۰۱۰

نتایج حاصله نشان از ناهمسانی واریانس بوده و روش تخمین این مدل به صورت رگرسیون مربعات تعمیم یافته به دست آمد، همچنین در ارتباط با نوع تخمین داده‌ها، با توجه به اینکه فرضیه سوم به صورت مقطعی مورد تخمین قرار گرفت؛ بنابراین آزمون اف لیمر و هاسمن انجام نگرفت؛ اما برای دو مدل اول نتایج بیانگر آن بود که داده‌ها به صورت تابلویی از نوع اثرات ثابت تخمین زده می‌شود.

تحلیل فرضیه‌های پژوهش

همانطور که در نگاره (۴) مشاهده می‌شود؛ مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح‌دهندگی مدل است؛ برای این مدل احتمال آماره کمتر از ۰/۰۱ است که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. براساس همین نتایج ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون نیز مؤید این مطلب است که بین اجزاء اخلاص خود همبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد، لازم به ذکر است که این مشاهدات برای سه مدل دیگر در نگاره‌های (۵)، (۶) و (۷) نیز قابل مشاهده است.

نگاره (۴). نتایج مربوط به تخمین مدل اول پژوهش

نام متغیر	ضریب برآوردی	آماره t	سطح معناداری
احساسات سرمایه‌گذار	-۰/۰۱۰	-۲/۴۰۶	۰/۰۱۶۳
اندازه شرکت	۰/۰۲۲	۵/۴۸۸	۰/۰۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۰۰۷	-۰/۴۹۷	۰/۶۱۹۱
مالکیت نهادی	-۰/۰۰۷	-۰/۵۵۴	۰/۵۷۹۱
انحراف معیار بازده سهام	-۰/۰۳۲	-۳/۸۸	۰/۰۰۰۱
زیان‌دهی	۰/۱۶۶	۲۴/۶۷	۰/۰۰۰۰
بازده تجمعی غیرعادی	۰/۰۲۶	۶/۹۸۶	۰/۰۰۰۰
به موقع بودن اعلام اولین پیش‌بینی	۰/۰۰۰۰۵	۱/۹۶۱	۰/۰۵۰۱
عرض از مبدا	-۰/۶۴۷	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
آماره F	۶/۱۸	معناداری آماره F	۰/۰۰۰۰
آزمون دوربین واتسون	۲/۱۳	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۳

منبع: یافته‌های پژوهش

هدف فرضیه اول پژوهش بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و سوگیری در پیش‌بینی سود سالانه توسط مدیریت است.

همان‌طور که در نگاره (۴) مشاهده می‌شود؛ ضریب تعیین برای مدل اول برابر با ۰/۴۳ است که نشان می‌دهد؛ ۴۳ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود. ضریب برآورد شده متغیر احساسات سرمایه‌گذار در سطح اطمینان ۹۵ درصد منفی و معنادار است و ارتباط منفی معناداری بین احساسات سرمایه‌گذار و سوگیری سود مدیران مشاهده می‌گردد؛ با توجه به نگاره (۱) که میانگین احساسات سرمایه‌گذاران منفی است؛ به نظر می‌رسد؛ در جامعه مورد بررسی و در دوره زمانی مدنظر، سرمایه‌گذاران به صورت میانگین دارای

احساسات بدبینانه هستند؛ و با افزایش احساسات سرمایه‌گذار، سوگیری کاهش پیدا کرده است. پس احساسات سرمایه‌گذار نتوانسته است؛ موجب افزایش سوگیری سود مدیران شود و فرضیه اول پژوهش رد می‌شود.

در ادامه نتایج مدل دوم بررسی می‌شود؛ براساس نتایج مندرج در نگاره (۵)، ضریب تعیین برابر با ۰/۴۳ است که نشان می‌دهد؛ ۴۳ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود.

نگاره (۵). نتایج مربوط به تخمین مدل دوم پژوهش

نام متغیر	ضریب برآوردی	آماره t	سطح معناداری
احساسات دوره بدبینی	۰/۰۰۹	۲/۱۸۱	۰/۰۲۹۴
احساسات دوره خوش بینی	۰/۰۰۸	۱/۴۱۱	۰/۱۵۸۴
ارزش بازار سهام	۰/۰۲۱	۵/۱۲۵	۰/۰۰۰۰
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	-۰/۰۰۱	-۰/۷۲۲	۰/۴۷۰۲
مالکیت نهادی	-۰/۰۰۵	-۰/۳۸۴	۰/۷۰۰۹
انحراف معیار بازده سهام	-۰/۰۳۱	-۳/۵۵۸	۰/۰۰۰۴
زیان‌دهی	۰/۱۶۸	۲۷/۸۹	۰/۰۰۰۰
بازده تجمعی غیرعادی	۰/۰۲۷	۷/۳۵۹	۰/۰۰۰۰
به موقع بودن اعلام اولین پیش‌بینی	۰/۰۰۰۰۵	۱/۶۹۵	۰/۰۹۰۳
عرض از مبدا	-۰/۶۳۸	-۴/۹۹۵	۰/۰۰۰۰
آماره F	۶/۰۷	معناداری آماره F	۰/۰۰۰۰
آزمون دوربین واتسون	۲/۱۱	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۳

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در نگاره (۵) مشاهده می‌شود؛ ضریب برآورد شده متغیر احساسات در دوره بدبینی سرمایه‌گذار مثبت و معنادار است که نشان می‌دهد؛ مطابق با پیش‌بینی میان و سانکارا-گروس‌وامی (۲۰۱۲)، به دلیل حساسیت قیمت سهام به اخبار منفی در دوره‌های زمانی بدبینی سرمایه‌گذاران، مدیران فرصت طلب بدنبال تاثیرگذاری بر قیمت سهام بوده و پیش‌بینی‌های خوشبینانه‌ای را برای رفع نگرانی سرمایه‌گذاران بدبین و افزایش قیمت سهام در دوره‌های بدبینی سرمایه‌گذاران ارائه می‌کنند. نتایج پژوهش همچنین نشان می‌دهد که ضریب برآورد شده متغیر احساسات در دوره خوش‌بینی سرمایه‌گذاران مثبت اما غیرمعنادار است؛ بنابراین با توجه به نتایج پژوهش، در طی دوره خوش‌بینی مدیران به صورت فرصت طلبانه اقدام ننموده و برای حفظ یا

افزایش قیمت سهام، پیش‌بینی‌های خوش بینانه‌ای را ارائه ننموده‌اند؛ بنابراین مدیران صرفاً در دوره‌های بدبینی به صورت فرصت طلبانه اقدام می‌کنند و فرضیه دوم پژوهش رد می‌شود. در نهایت به منظور آزمون فرضیه سوم، به پیروی از هوویتز (۲۰۱۷) مدل یک (که به منظور آزمون فرضیه اول استفاده شد)؛ یکبار برای شرکت‌های دارای عدم اطمینان زیاد و یکبار برای شرکت‌های دارای عدم اطمینان پایین اجرا شده و ضرایب بدست آمده و نیز سطح معناداری آنها به منظور نتیجه‌گیری مقایسه شد. پس از تقسیم‌بندی شرکت‌ها به شرکت‌های دارای عدم اطمینان بالا و پائین بر مبنای یاد شده در قسمت‌های قبل، مشاهده گردید؛ تعداد ۶۵ سال شرکت دارای عدم اطمینان بالا و تعداد ۱۶۴ سال شرکت دارای عدم اطمینان پایین بوده است. براساس نتایج مندرج در نگاره (۶)، ضریب تعیین برابر با ۰/۱۴ است که نشان می‌دهد؛ در این مدل، ۱۴ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود. همچنین ضریب تعیین در نگاره (۷) برابر با ۰/۰۹ است که نشان می‌دهد؛ ۹ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود.

نگاره (۶). نتایج مربوط به تخمین مدل سوم پژوهش - معیار عدم اطمینان پایین

نام متغیر	ضریب برآوردی	آماره t	سطح معناداری
احساسات سرمایه‌گذار	۰/۰۳۵	۰/۵۶۳	۰/۵۸۴۵
ارزش بازار سهام	۰/۰۳۸	۱/۳۴۲	۰/۲۰۶۶
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۰۶۱	۲/۵۹۹	۰/۰۲۴۷
مالکیت نهادی	-۰/۴۱۷	-۲/۴۲۶	۰/۰۳۳۶
انحراف معیار بازده سهام	۰/۲۲۳	۲/۱۹۷	۰/۰۵۰۳
زیان‌دهی	۰/۰۰۰۷	۰/۰۱۱	۰/۹۹۰۷
بازده تجمعی غیرعادی	۰/۰۳۲	۱/۴۰۹	۰/۱۸۶۴
به موقع بودن اعلام اولین پیش‌بینی	-۰/۰۰۰۱	-۰/۰۶۰	۰/۹۵۳۲
عرض از مبدا	-۱/۰۲۲	-۱/۲۸۹	۰/۲۲۳۵
آماره F	۲/۸۶	معناداری آماره F	
آزمون دوربین واتسون	۱/۸۴	ضریب تعیین تعدیل شده	

منبع: یافته‌های پژوهش

همان‌طور که در نگاره (۶) و (۷) مشاهده می‌شود؛ رابطه بین سوگیری پیش‌بینی سود توسط مدیران و احساسات سرمایه‌گذار در هیچ یک از نمونه‌های دارای عدم اطمینان بالا و پایین در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت معنادار نمی‌باشد. بنابراین فرضیه سوم پژوهش رد می‌شود و

در جامعه مورد بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و پیش‌بینی‌های مدیران در شرکت‌های دارای عدم اطمینان، بزرگ‌تر و قوی‌تر نیست. بر طبق نتایج این فرضیه، حضور یا عدم حضور عدم اطمینان، تاثیری بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و پیش‌بینی‌های سود مدیران نداشته و تغییر در سطح اطمینان محیط پیرامون شرکت موجب تغییر این رابطه نمی‌گردد. این نتایج حاکی از این واقعیت است که مدیران در زمان اولین پیش‌بینی سود در شرکت‌هایی که در شرایط عدم اطمینان بالایی هستند؛ تحت تاثیر احساسات سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی‌های سود نخواهند بود.

تکانه (۷). نتایج مربوط به تخمین مدل سوم پژوهش - معیار عدم اطمینان بالا

نام متغیر	ضریب برآوردی	آماره t	سطح معناداری
احساسات سرمایه‌گذار	-۰/۰۴۳	-۱/۱۰۶	۰/۲۷۳۳
ارزش بازار سهام	۰/۰۰۶	۰/۵۵۱	۰/۵۸۳۶
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	۰/۰۶۱	۱/۵۶۵	۰/۱۲۳۲
مالکیت نهادی	۰/۰۲۴	۰/۳۱۴	۰/۷۵۴۱
انحراف معیار بازده سهام	-۰/۰۳۴	-۰/۳۵۸	۰/۷۲۱۷
زیان‌دهی	۰/۲۱۹	۲/۵۴۴	۰/۰۱۳۸
بازده تجمعی غیرعادی	۰/۰۶۱	۱/۹۷۴	۰/۰۵۳۳
به موقع بودن اعلام اولین پیش‌بینی	۰/۰۰۰۸	۰/۷۰۰	۰/۴۸۶۵
عرض از مبدا	-۰/۳۵۰	-۰/۹۵۶	۰/۳۴۴۰
آماره F	۲/۸۵	معناداری آماره F	۰/۰۲۵۳
آزمون دوربین واتسون	۱/۹۱	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۹

منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌گیری

ادبیات مالی رفتاری شواهدی را ارائه می‌دهد که مدیران از تمایلات رفتاری مصون نیستند و عقاید شخصی و تعصباتی مانند اعتماد به نفس بیش از حد خود را به گونه‌ای نشان می‌دهند؛ از طرفی، نتایج پژوهش انجام شده توسط هورویتز (۲۰۱۷) نشان می‌دهد که مدیران هنگام پیش‌بینی سود تحت تأثیر احساسات قرار می‌گیرند. به علاوه، سوگیری پیش‌بینی سود توسط مدیران می‌تواند؛ ناشی از سوگیری غیرعمدی و تحت تاثیر احساسات باشد یا ناشی از فرصت‌طلبی مدیرانی که در مورد امنیت شغلی خود دچار نگرانی هستند. همچنین در این پژوهش، این موضوع مدنظر قرار گرفت که مدیران در مواجهه با پیش‌بینی سودهای با افق نسبتاً طولانی در معرض عدم اطمینان بالاتر و در نتیجه تردید بیشتر سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند.

در فرضیه اول پژوهش، رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و سوگیری در پیش‌بینی سود سالانه مدیران بررسی شد. بر مبنای نتایج به دست آمده، فرضیه اول پژوهش با توجه منفی بودن ضریب متغیر احساسات سرمایه‌گذار (با توجه به اینکه انتظار بر مثبت بودن ضریب بر آوردی بود) پذیرفته نمی‌شود؛ و مشاهده شد که با افزایش احساسات سرمایه‌گذار، سوگیری پیش‌بینی‌های مدیریت کاهش می‌یابد. بنابراین می‌توان گفت که مدیریت در نخستین پیش‌بینی سود سالانه هر سهم گرایش احساسی سرمایه‌گذاران را مد نظر قرار نمی‌دهد؛ به عبارت دیگر هر چه انحراف باورهای سرمایه‌گذاران نسبت به عملکرد آینده شرکت بیشتر باشد؛ میزان دقت در پیش‌بینی سود افزایش می‌یابد؛ به عبارت دیگر، مدیران به دلیل داشتن اطلاعات بیشتر در مقایسه با سرمایه‌گذاران تحت تأثیر احساسات آنها قرار نمی‌گیرند. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش گرینوود و شلیفر (۲۰۱۴) و برگمن و همکاران (۲۰۰۸) و نیز هورویتز (۲۰۱۷) هم‌خوانی ندارد. شاید مهم‌ترین دلایل عدم مطابقت، بر طبق نگاره آمار توصیفی، نزدیک به صفر بودن متغیر سوگیری پیش‌بینی سود مدیران در شرکت‌های مورد بررسی باشد که می‌تواند؛ ناشی از اجباری بودن پیش‌بینی سود و مدنظر قرار دادن بیشتر بودن عواقب ناشی از خوش‌بینی در پیش‌بینی سود نسبت به بدبینی توسط مدیران باشد. همچنین در این پژوهش، با وجود شرایط ناپایدار اقتصادی و سیاسی در دوره مورد بررسی، اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر احساسات سرمایه‌گذار مدنظر قرار نگرفته است؛ در حالیکه ژانگ و پی^۱ (۲۰۱۹) معتقدند؛ پس از مدنظر قرار دادن شرایط اقتصاد کلان، تأثیر احساسات در تمام افق‌های زمانی قابل توجه می‌باشد. عدم وجود منابع جایگزین در پیش‌بینی سود مانند پیش‌بینی تحلیل‌گران خبره در بازار ایران نیز می‌تواند؛ یکی دیگر از دلایل عدم مطابقت نتایج پژوهش با سایر پژوهش‌ها باشد.

در فرضیه دوم رابطه بین بدبینی و خوش‌بینی سرمایه‌گذاران و سوگیری در پیش‌بینی‌های سالانه سود توسط مدیران بررسی شد. براساس مبانی نظری انتظار می‌رفت که اگر مدیران فرصت طلب به دنبال تأثیرگذاری بر قیمت سهام باشند؛ می‌توانند؛ پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه‌ای را برای حفظ یا افزایش قیمت سهام در طول دوره‌های خوش‌بینی سرمایه‌گذاران ارائه دهند. علاوه بر این و مبتنی بر پژوهش میان و سانکاراگروسوامی (۲۰۱۲) انتظار می‌رفت که اگر مدیران فرصت طلب باشند؛ در دوره‌های زمانی بدبینی سرمایه‌گذاران، پیش‌بینی‌های بدبینانه‌ای ارائه نمایند؛ با این حال، اگر مدیران حساس به احساسات سرمایه‌گذار بوده و درصدد فرصت‌طلبی نباشند؛ می‌توانند به عملکرد آینده شرکت‌ها کمتر اعتماد داشته

1. Zhang, & Pei.

و بنابراین در دوره‌های زمانی بدبینی سرمایه‌گذاران، پیش‌بینی‌های بدبینانه‌تری ارائه کنند (هوریتز، ۲۰۱۷). بر مبنای نتایج به دست آمده؛ می‌توان گفت که در طی دوره‌های بدبینی، پیش‌بینی‌های سود سالانه مدیران مبتنی بر فرصت‌طلبی و خوش‌بینانه بوده است؛ اما در طی دوره‌های خوش‌بینی سرمایه‌گذاران، نشانی از فرصت‌طلبی مدیران با توجه به رابطه غیرمعدنادار بین احساسات سرمایه‌گذار و سوگیری پیش‌بینی ملاحظه نشد. نتایج این پژوهش بر خلاف پژوهش هوریتز (۲۰۱۷) است که نشان می‌دهد؛ پیش‌بینی سود مدیران در طی دوره‌های خوش‌بینی و بدبینی فرصت‌طلبانه نبوده و تحت تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران است. در دلایل عدم هم‌خوانی نتایج این پژوهش با پژوهش یادشده؛ می‌توان به پایین بودن میزان سوگیری در شرکت‌های نمونه در طی دوره مورد بررسی اشاره نمود؛ به علاوه، ممکن است؛ سرمایه‌گذاران در دوره خوش‌بینی کمتر به اطلاعات پیش‌بینی سود اتکا نمایند؛ در حالی که در شرایط بدبینی سرمایه‌گذاران به دنبال اطلاعات موثق و معتبر از منابع قابل اتکا بوده و بنابراین به پیش‌بینی‌های سود مدیریت به عنوان تنها منبع پیش‌بینی سود اتکا می‌نمایند.

در فرضیه سوم، رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و سوگیری پیش‌بینی‌های مدیران در شرکت‌های دارای عدم اطمینان بررسی شد. بطور معمول، در شرایط عدم اطمینان، پیش‌بینی درآمد توسط مدیران بسیار مشکل است. پژوهش‌های قبلی شواهدی را ارائه می‌کنند که نشان می‌دهد؛ تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر ارزش‌گذاری سهام در شرایط عدم اطمینان بسیار قوی‌تر است. همچنین بر اساس نتایج پژوهش‌های پیشین، زمانی که احساسات سرمایه‌گذاران خوش‌بینانه است؛ پیش‌بینی سود تحلیل‌گران در افق بلندمدت در شرایط عدم اطمینان خوش‌بینانه‌تر است (هوریتز، ۲۰۱۷). بنابراین انتظار می‌رود؛ در شرکت‌هایی که در شرایط عدم اطمینان بالایی هستند؛ تأثیر احساسات سرمایه‌گذاران بر پیش‌بینی‌های سود مدیران نیز بالاتر رود. بر مبنای نتایج به دست آمده فرضیه سوم پژوهش نیز رد می‌شود و بنابراین نتایج نشان داد که وجود یا عدم وجود عدم اطمینان در طی دوره مورد بررسی و در جامعه مدنظر تأثیری بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و سوگیری پیش‌بینی‌های مدیران نمی‌گذارد. لازم به ذکر است که نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش هوریتز (۲۰۱۷)، میان و سانکاراوسوامی (۲۰۱۲) و سیرت و یانگ (۲۰۱۲)، کیو و ویلچ (۲۰۰۶)، بیکر و ورگلر (۲۰۰۶)، همخوانی ندارد. در عدم مطابقت نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش‌های ذکر شده می‌توان به ناچیز بودن میزان سوگیری در پیش‌بینی سود با توجه به اجباری بودن آن در جامعه مورد بررسی، و نیز عدم بررسی متغیرهای کلان اقتصادی در دوره مدنظر اشاره کرد؛ به علاوه ممکن است؛ تقسیم‌بندی شرکت‌ها به

شرکت‌های دارای عدم اطمینان بالا و پایین با توجه به روش مورد استفاده در این پژوهش در محیط بازار ایران نامناسب بوده باشد.

همانطور که پیش‌تر عنوان شد از دی ماه ۱۳۹۶، انتشار گزارش‌های پیش‌بینی سود شرکت‌ها اختیاری شد؛ بنابراین پژوهش‌گران با این محدودیت مواجه بودند که داده‌های جمع‌آوری شده حداکثر تا تاریخ یاد شده قابل دسترسی است. البته طبق مصوب جدید سازمان بورس شرکت‌های بورسی در برخی صنایع موظف به ارائه پیش‌بینی سود و مفروضات پیش‌بینی خود از تاریخ ۲۰ تیرماه ۱۴۰۰ می‌باشند؛ پیشنهاد می‌شود؛ با بررسی تطبیقی بازار اوراق بهادار کشورهای متعدد، مقررات دقیقی برای انتشار پیش‌بینی سود توسط ارکان مختلف مانند مدیران و تحلیل‌گران و ... تدوین گردد تا منابع متعددی در این راستا ایجاد شده و کیفیت پیش‌بینی‌های سود افزایش یابد. به علاوه، با توجه به فرصت طلبی مدیران در طی دوره‌های بدبینی سرمایه‌گذاران، پیشنهاد می‌گردد؛ در طی دوره‌هایی که به طور متوسط احساسات بدبینانه بر بازار حاکم است؛ سرمایه‌گذاران به منظور تأیید پیش‌بینی مدیران از اطلاعات صنعت و نیز اطلاعات خاص شرکت مبتنی بر صورت‌های مالی و سایر منابع کمک گیرند.

به پژوهشگران آتی پیشنهاد می‌گردد؛ جهت گسترش حوزه پژوهش، موارد ذیل را مدنظر قرار دهند:

۱. بررسی تأثیر اجباری یا داوطلبانه بودن پیش‌بینی سود مدیران بر رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و دقت پیش‌بینی سود
۲. بررسی تأثیر سوگیری در پیش‌بینی سود سالانه و گرایش احساسات سرمایه‌گذاران بر سیاست‌های تأمین مالی.
۳. بررسی تأثیر سوگیری در پیش‌بینی سود سالانه و گرایش احساسات سرمایه‌گذاران بر زمان اعلان سود.
۴. بررسی رابطه بین احساسات سرمایه‌گذار و سوگیری پیش‌بینی سود مدیران در شرکت‌های دارای عدم اطمینان بالا؛ پیشنهاد می‌شود به منظور سنجش عدم اطمینان بالا از سایر روش‌ها مانند فاصله بین دامنه پیشنهادی خرید و فروش سهام استفاده گردد.

منابع

- اسکوه، وحید؛ فخاری، حسین. (۱۳۹۹). ارائه مدلی برای سنجش سوگیری پیش‌بینی سود مدیریت. فصلنامه حسابداری مالی. ۱۲ (۴۵): ۳۰-۶۲
- حیدرپور، فرزانه؛ تاری وردی، یداله؛ محرابی، مریم. (۱۳۹۲). تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر بازده سهام. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار. ۶ (۱۷): ۱-۱۳.
- شعری آناقیز، صابر؛ حساس یگانه، یحیی؛ سدیدی، مهدی؛ نزه‌ئی، بنیامین. (۱۳۹۵). تصمیم‌گیری احساسی سرمایه‌گذاران، حاکمیت شرکتی و کارایی سرمایه‌گذاری. فصلنامه حسابداری مالی، ۸ (۳۲): ۱۷-۱۹.
- شعری، صابری؛ اسدی، غلامحسین؛ نیک‌روش، مهدی. (۱۳۹۸). مدل نوین سنجش بیش‌اطمینانی مدیریت و پیش‌بینی‌های سود: روش گشتاورهای تعمیم یافته (GMM) مطالعات تجربی حسابداری مالی ۱۶ (۶۲): ۱-۲۰.
- شکرخواه، جواد؛ بولو، قاسم؛ حضرتی، عاصم. (۱۳۹۶). اثر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام با توجه به سطح شفافیت شرکتی. پژوهش‌های تجربی حسابداری. ۷ (۴): ۱-۳۱.
- شمس‌الدینی، کاظم؛ دانشی، وحید؛ سیدی، فاطمه. (۱۳۹۷). بررسی تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران و مدیریت بر بازدهی سهام. مجله دانش حسابداری، ۹ (۲): ۱۶۳-۱۸۹.
- شهرآبادی، ابوالفضل؛ یوسفی، راحله. (۱۳۸۶). مقدمه‌ای بر مالیه رفتاری. فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۶۹ (۱۱۴): ۲۴-۳۳.
- غلامعلی‌پور، رضا؛ ثقفی، علی. (۱۳۹۱). محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی‌های سود، تکرار سوگیری در ارائه پیش‌بینی‌ها و عوامل مؤثر بر خطای پیش‌بینی. فصلنامه بورس اوراق بهادار. ۵ (۱۸): ۱۷۳-۲۰۳.
- مشایخ، شهناز؛ شاهرخی، سمانه. (۱۳۸۶). بررسی دقت پیش‌بینی سود توسط مدیران و عوامل مؤثر بر آن. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی. ۱۴ (۵۰): ۶۵-۸۲.
- ملکیان، اسفندیار؛ احمدپور، احمد؛ رحمانی نصرآبادی، محمد؛ دریایی، عباسعلی. (۱۳۸۹). عوامل مؤثر بر دقت سود پیش‌بینی شده توسط شرکت‌ها شواهدی از: بازار بورس و اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۷ (۶۱): ۲۱-۳۶.
- Baker, M, and J. Wurgler. (2006). Investor Sentiment and the Cross-Section of Stock Returns", *Journal of Finance*, 61(4), 1645-80.
- Bergman, N. K, & Roychowdhury, S. (2008). Investor sentiment and corporate disclosure. *Journal of Accounting Research*, 46(5), 1057-1083.
- Brown, N., T. Christensen, W. Elliott and R. Mergenthaler. (2012). Investor Sentiment and Pro Forma Earnings Disclosures". *Journal of Accounting Research*. 50(1), 1-40.

- Butler, A. W., J. Cornaggia, G. Grullon and J. P. Weston.(2011). Corporate Financing Decisions, Managerial Market Timing, and Real Investment. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 666–83.
- Gholamalipour, R, Saghafi, A. (2012). Information content of earnings forecasts, repetition of bias in presenting forecasts and factors affecting forecasting error. *Quarterly Journal of the Stock Exchange*.5 (18). PP.173-203. (In Persian)
- Gong, Y., Xia, Y., Xia, X., & Wang, Y. (2021). Management Earnings Forecasts Bias, Internal Control, and Stock Price Crash Risk: New Evidence from China. *Emerging Markets Finance and Trade*, 1-13.
- Hribar, P., & McInnis, J. (2012). Investor sentiment and analysts' earnings forecast errors.” *Management Science*, 58(2), 293-307.
- Heidarpoor, F., Tariverdi, Y., and Mehrabi, M. (2014). The Impact of Investor Sentiment on the Stock Returns. *Quarterly Financial Knowledge of Security Analysis (Financial Studies)*, 6 (17), 1-13. (In Persian)
- Hurwitz, H. (2018). Investor sentiment and management earnings forecast bias. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(1-2), 166-183.
- Malekeyan, E, Ahmadpour, A, Rahmani NasrAbadi, M, & Daryae, AA.(2010). The effective Factors on Accuracy of Forecasted Earning Evidence from Tehran Stock Exchange. *Accounting and Auditing Review*. Vol.17 (61). PP.21-36. (In Persian).
- Mashayekh, Sh, & Shahrokhi, S. (2008). Review Predict of Earning Forecast by Management and Influence Factors on this Forecasts. *Accounting and Auditing Review*, 14(50), 65-82. (In Persian).
- Mian, G. and S. Sankaraguruswamy. (2012). Investor Sentiment and Stock Market Response to Earnings News. *The Accounting Review*, 87(4), 1357–84.
- Mohammadian, Z., Heidari, M., & Chalaki, P. (2010). Investigating the effect of complexity and environmental uncertainty on the accuracy of management profit forecasting with emphasis on audit quality as a mediating variable . *Financial accounting and auditing research*. 11(43) .247 275. (In Persian).
- Oskou V, Fakhari H. (2020). Providing a Model for Management Earnings Forecast Bias. *quarterly financial accounting journal*. 12 (45):30-62. (In Persian).
- Qiu, L. and I. Welch. (2006). Investor Sentiment Measures. Working paper, Brown University, *University of California, Los Angeles, and National Bureau of Economic Research*. http://papers.ssm.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=589641
- Seybert, N. and H. Yang. (2012). The Party Is Over: The Role of Earnings Guidance in Resolving Sentiment-Driven Overvaluation. *Management Science*. 58(2), 308–319.
- Shahrabadi, A, yusefi, R. (2017). Introduction to Behavioral Finance. *Stock Exchange Quarterly*.69 (114), 24-33. (In Persian)
- Sheri Anaghiz, S., Assadi, G., Nikraves, M. (2019). New Managerial Overconfidence Assessment Model and Earnings Forecasts: Generalized

- Method of Moments (GMM). *Empirical Studies in Financial Accounting*. 16 (62), 1-20. (In Persian).
- Shamseddini, kazemi, daneshi, V, seyedi. (2018). Investigating the Impact of Investor Behavior and Management on Stock Returns. *Journal of Accounting Knowledge*, 9(2), 163-189. (In Persian).
- Shekarkhah, boolo, hazrati, asem. (2017). the Effect of Investors' Emotional Trends on Stock Prices Given the Level of Corporate Transparency. *Empirical Accounting Research*, 7(2), 1-31. (In Persian).
- Sher anaghiz S, Hasas yeganeh Y, sadidi M, narrei B. (2017). Sentimental decision-making of investors, corporate governance and Investment efficiency. *Quarterly financial accounting journal*. 8 (32):1-37. (In Persian).
- Skinner, D and R. Sloan. (2012). Earnings Surprises, Growth Expectations and Stock Returns or Don't Let an Earnings Torpedo Sink Your Portfolio. *Review of Accounting Studies* 7, (3), 289–312.
- Wu, Y, Liu, T, Han, L, & Yin, L. (2018). Optimistic bias of analysts' earnings forecasts: Does investor sentiment matter in China? *Pacific-Basin Finance Journal*, 49, 147-163.
- Zhang, Y. J, & Pei, J. M. (2019). Exploring the impact of investor sentiment on stock returns of petroleum companies. *Energy Procedia*, 158, 4079-4085.

COPYRIGHTS



This is an open access article under the CC BY-NC-ND 4.0 license.