

## The Effect of Investor Sentiment on the Market Reactions to Earnings Restatements

Neda Rostaminia<sup>1</sup>, Donya Ahadianpour Parvin<sup>2</sup>

Received: 2021/05/29

Accepted: 2021/09/10

Research Paper

### Abstract

Investors' sentiment often stem from held mental beliefs or information unrelated to stock value and can lead to extreme or low reactions to good or bad news, fanatical expectations such as speculative tendencies and optimistic or pessimistic optimism. Meanwhile, restatement of financial statements may be one of the factors affecting the sentiment of investors. The purpose of the present study is to investigate the effect of investors' sentiment on the market reactions to earnings restatements. The statistical sample consists of 119 companies listed on the Tehran Stock Exchange in the period 2012 to 2020. The results show that the willingness of investors has a significant effect on the market reaction to the earnings restatement. The results also show that the high investor sentiment, both in the presence of restatement and non-restatement, has a positive effect on market reaction, but in the presence of restatement, the effect of high investor sentiment on market reaction is less. Another result of the research indicates that the low investor sentiment has a negative effect on the market reaction in the presence of a restatement and a positive effect when there is not restatement. Therefore, it can be said that the restatement is effective on the impact of low investor sentiment on the market reaction.

**Keywords:** Investor Sentiment, Market Reaction, Restatement

**JEL Classification:** M40, M49

---

1. Department of Accounting, West Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Email: neda2018rostami@yahoo.com)

2. Department of Accounting, West Tehran Branch, Islamic Azad University, Tehran, Iran (Corresponding Author)  
(Email: donyaahadiyan@yahoo.com)

## اثر تمایل سرمایه گذار بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود

ندا رستمی نیا<sup>۱</sup>، دنیا احدیان پور پروین<sup>۲</sup>

مقاله پژوهشی

تاریخ دریافت: ۱۴۰۰/۰۳/۰۸

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۶/۱۸

### چکیده

تمایلات سرمایه گذاران اغلب از باورهای ذهنی یا اطلاعات غیرمرتبط با ارزش سهام سرچشمه می گیرد و می تواند موجب واکنشهای افراطی یا واکنشهای کم به اخبار خوب یا بد، انتظارات متعصبانه مانند تمایل به سفته بازی و خوش بینی یا بدبینی سرمایه گذاران به ارزش واقعی سهام شود. در این میان تمایلات سرمایه گذاران ممکن است یکی از عامل های موثر بر تجدید ارائه صورت های مالی باشد. هدف پژوهش حاضر بررسی تاثیر تمایل سرمایه گذار بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود می باشد. نمونه آماری شامل ۱۱۹ شرکت حاضر در بورس اوراق بهادار و در دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۸ بود. برای تحلیل فرضیه ها، از روش رگرسیون تابلویی استفاده شد. نتایج حاکی از آن بود که تمایل سرمایه گذاران، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تاثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین نتایج نشان داد تمایل سرمایه گذاران خوش بین چه در شرایط وجود تجدید ارائه و چه عدم تجدید ارائه، تاثیر مثبت بر واکنش بازار دارد، اما در شرایط وجود تجدید ارائه، تاثیر تمایل سرمایه گذاران بر واکنش بازار کمتر است. نتیجه دیگر پژوهش حاکی از این است که تمایل سرمایه گذاران محافظه کار در شرایط وجود تجدید ارائه تاثیر منفی و در شرایط عدم تجدید ارائه تاثیر مثبت بر واکنش بازار دارد. از این رو می توان گفت وجود تجدید ارائه بر تاثیر سرمایه گذاران محافظه کار به واکنش بازار موثر است.

واژه های کلیدی: تمایل سرمایه گذاران، واکنش بازار، تجدید ارائه سود

طبقه بندی موضوعی: M40 , M49

۱. گروه حسابداری، واحد تهران غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (Email: neda2018rostami@yahoo.com)

۲. استادیار گروه حسابداری، واحد تهران غرب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران (نویسنده مسئول) (Email: donyaahadiyan@yahoo.com)

## مقدمه

تجدید ارائه سود، یکی از معضلات شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار محسوب می‌شود. به‌طور متوسط، بنگاه‌هایی که به تجدید ارائه سود دست می‌زنند، با کاهش در میزان سود و اهرم و همین‌طور رشد پایین، مواجه هستند (کارپوف و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). چنین شرکت‌هایی، پس از ارائه مجدد سود، کاهش در ارزش بازار و افت در محتوای اطلاعاتی سود را تجربه می‌کنند (سیور و سوفیکانتیس<sup>۲</sup>، ۲۰۱۸). در چنین شرایطی، بنگاه‌ها برای ترمیم چهره مخدوش شده خود دو برابر بیشتر از بنگاه‌های دیگر، مدیران عامل خود را تغییر می‌دهند (هنس و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۴). به‌طور متوسط، شرکت‌های با تجدید ارائه سود، ریسک بیشتری را تجربه می‌کنند (اتردج و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۳).

چالشی که پژوهش حاضر با آن روبروست، بررسی تأثیر تمایل سرمایه‌گذاران بر واکنش بازار نسبت به تجدید ارائه سود است. در همین رابطه، مطالعات نشان می‌دهد که بازارهای سرمایه به صورت نامطلوبی نسبت به تجدید ارائه سود، واکنش نشان می‌دهد (پالمروز<sup>۵</sup>، ۲۰۰۴). در همین رابطه پژوهش‌های سوک و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۱۹)، دیویدسون و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۸) و لطیفی و جهانشاد (۱۳۹۸) همگی نشان می‌دهند که واکنش بازار به تجدید ارائه سود، مثبت نیست؛ اما نکته مبهمی که پژوهش حاضر با آن روبروست، بررسی نقش تمایل سرمایه‌گذاران بر تأثیر واکنش بازار نسبت به تجدید ارائه سود است به‌طور کلی، تمایل سرمایه‌گذاران، در پژوهش حاضر، می‌تواند نقش عمده‌ای را ایفا نماید. مطالعات نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران خوش‌بین، نسبت به تجدید ارائه سود، کمتر واکنش منفی از خود نشان می‌دهند. این مسئله می‌تواند بر واکنش بازار نسبت به تجدید ارائه سود، تأثیرگذار باشد. در واقع سرمایه‌گذاران خوش‌بین، در مقابل ارائه اخبار منفی، کمتر واکنش نشان می‌دهند. از این رو، تلاطم در بازار سرمایه نسبت به چنین بنگاه‌هایی، کمتر خواهد بود. اما در سمت مقابل، سرمایه‌گذاران محافظه‌کار قرار دارند. چنین سرمایه‌گذارانی، نسبت به تجدید ارائه سود، واکنش‌های منفی نشان می‌دهند. آنان به دلیل افکار منفی خود بدون در نظر گرفتن اخبار جدید شروع به پیش‌داوری می‌کنند. این مسئله می‌تواند بر واکنش بازار نسبت به اخبار تجدید ارائه سود تأثیر داشته باشد (بوتسکا<sup>۸</sup>، ۲۰۱۸). پژوهش حاضر قصد دارد به این سوال پاسخ دهد که آیا تمایل سرمایه‌گذاران می‌تواند بر واکنش بازار نسبت به اخبار تجدید ارائه سود، اثر گذار باشد یا خیر؟

## مبانی نظری و پیشینه پژوهش

از نظر تئوری، اطلاعات حسابداری با این هدف ارائه می‌شود که به سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی کمک کند. در جهت دستیابی به چنین هدفی، لازم است که ارقام مالی گزارش، منعکس‌کننده واقعیت اقتصادی باشد. اگر چنین اتفاقی روی دهد، بازار کارتر می‌شود؛ اما اگر تضاد ناشی از

- 
1. Karpoff et al.
  2. Sievers and Sofilkanitsch
  3. Hennes et al.
  4. Ettredge et al.
  5. Palmrose
  6. Seok et al.
  7. Davidson et al.
  8. Bouteska

نمایندگی، منجر به مدیریت سود گردد، بازار کارا نخواهد بود و سرمایه به استفاده‌های نادرست و غیربهبینه می‌رسد (بوتسکا، ۲۰۱۸). نبود تقارن اطلاعاتی، سوء استفاده از انتخاب‌های حسابداری، نبود افشای کامل و برآوردهای غیرواقع‌بینانه برخی از ابزارهای مورد استفاده جهت مدیریت سود می‌باشد. اگر مدیر در تلاش خود برای فریب دادن بازارهای مالی موفق باشد، حجم معاملات زیادی با این پیش‌فرض که اطلاعات گزارش شده واقعی‌اند انجام خواهد شد. در نتیجه، اطلاعات حسابداری دیگر برای سرمایه‌گذاران مفید نخواهد بود زیرا در انعکاس صادقانه وضعیت اقتصادی ناموفق است (مور<sup>۱</sup>، ۲۰۱۷). به عبارت دیگر، ارقام نادرست گزارش شده منجر به تصمیم‌های اقتصادی نادرست می‌گردد. این امر نیازمند این است که صورت‌های مالی در دوره‌های آتی تجدید ارائه گردد. تجدید ارائه سود و به‌طور کلی تجدید ارائه در صورت‌های مالی در سال‌های اخیر، بسیار رایج شده است. چنین افزایشی باعث می‌شود که ابهامات و سؤالاتی برای سرمایه‌گذاران و قانون‌گذاران در مورد کیفیت گزارش‌گری مالی به وجود آید. به صورت کلی، تجدید ارائه صورت‌های مالی گویای وجود مشکلی در گزارش‌گری دوره یا دوره‌های قبل می‌باشد که در دوره جاری، موجب ضرورت یافتن تعدیل جهت اصلاح آن شده است. در این قسمت توضیحاتی جهت درک فرآیند تجدید ارائه صورت‌های مالی ارائه شده، سپس برخی از انگیزه‌ها و نیز پیامدهای آن ذکر شده و پس از آن راهکارهایی که در عمل برای خنثی کردن و یا حداقل کاهش پیامدهای منفی آن استفاده می‌شود بیان می‌گردد (کارپوف و همکاران، ۲۰۱۷). به تعامل بین باورهای بازار و ارائه مجدد صورت‌های مالی، در پژوهش‌های پیشین کمتر توجه شده است (پرز<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). ویژگی‌های خاص ارائه مجدد صورت‌های مالی مانند اعلان‌ها، فراگیر بودن، اهمیت، خطای سود، خطاهای هزینه‌ها، سود و کلاهبرداری به عنوان دلایل عدم تقارن اطلاعاتی همراه است (ابودی و همکاران<sup>۳</sup>، ۲۰۱۸). سرمایه‌گذاری به‌طور معمول بر تمایلات سرمایه‌گذاران در مورد تغییرات قیمت شوک‌ها بر اعلان‌های سه‌ماهه یا سالانه متمرکز است تا وقایع غیرمنتظره مانند ارائه مجدد صورت‌های مالی (اسکولز<sup>۴</sup>، ۲۰۰۸). به‌طور کلی، بازارهای سرمایه نسبت به تعدیل مجدد سود واکنش نامطلوبی نشان می‌دهند. با این حال، تفاوت در واکنش‌های بازار سهام به راحتی توضیح داده نشده است. هنگامی که شرکت‌ها دست به تجدید صورت‌های مالی می‌زنند، سرمایه‌گذاران به تغییرات واکنش بازار سهام کمک می‌کنند (کیم و نا<sup>۵</sup>، ۲۰۱۸).

صرف نظر از سهوی یا عمدی بودن تجدید ارائه و دلایل انجام آن، ارائه مجدد صورت‌های مالی که در نتیجه آن اطلاعات گزارش شده در دوره‌های قبلی اصلاح می‌شود، می‌تواند نشانه‌ای از کیفیت پایین اطلاعات حسابداری و از جمله سود گزارش شده در سال‌های قبل باشد. با توجه به مطالب گفته شده زمانی که شرکت‌ها صورت‌های مالی را تجدید ارائه می‌کنند، سرمایه‌گذاران تصورشان را درباره کیفیت اطلاعات مالی شرکت‌های مزبور مجدداً ارزیابی می‌کنند. واکنش سرمایه‌گذاران به چنین ارائه‌هایی ممکن است ترکیبی باشد به این صورت که از یک‌سو آگهی ارائه مجدد را به صورت گزارش‌های مالی اصلاح شده و باکیفیت درآورده شده که اشتباهات گذشته در آن اصلاح شده، مشاهده کنند و از سوی دیگر منطقی است که انتظار رود که این تجدید ارائه‌ها عدم تقارن اطلاعاتی را که ممکن است از عدم صداقت مدیریت و عدم اعتماد به گزارش‌های مالی و تداوم فعالیت نامعلوم شرکت ناشی شده باشد افزایش دهد؛ بنابراین انتظار می‌رود که اعتماد سرمایه‌گذاران بر اعتبار مدیریت کاهش یافته و نگرانی‌های سرمایه‌گذاران از این

- 
1. Moor
  2. Perez
  3. Aboody et al.
  4. Scholz
  5. Kim & Na

که مدیریت، تصمیم‌های حسابداری را فرصت‌طلبانه اتخاذ می‌کند افزایش یابد. با توجه به موارد مطرح شده سرمایه گذاران درباره واقعیت صورت‌های مالی گذشته شرکت به همان اندازه صورت‌های مالی آینده بی‌اعتماد خواهند شد. این چنین شک و تردیدی به‌ناچار منجر به عدم تقارن اطلاعاتی در بازار و افزایش سطح بالایی از عدم قطعیت می‌شود که در نتیجه دلالتان یا کارشناسان دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش را برای جبران ریسک انتخاب نادرست افزایش می‌دهند (بوتسکا، ۲۰۱۸).

احساسات در درک رابطه بین رفتار فردی سرمایه‌گذار و پاسخ آن‌ها به اطلاعات متمرکز در مورد بازپرداخت سود برجسته است. در واقع احساسات سرمایه‌گذار به عنوان تعدیل‌کننده بر چگونگی درک سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد و در نهایت پس از تجدید صورت‌های مالی، واکنش نهایی بازار مشخص می‌شود. به گفته دیویدسون و همکاران، (۲۰۱۸)، خوش بین بودن سرمایه‌گذاران ممکن است باعث شود که نسبت به اخبار منفی در مورد تجدید صورت‌های مالی واکنش مثبت نشان دهند (بوتسکا، ۲۰۱۸). احساسات بالای سرمایه‌گذار ممکن است سرمایه‌گذاران را به تعیین نرخ تخفیف پایین‌تر در ارزیابی تأثیر آینده اخبار منفی سوق دهد به عنوان مثال، هنگامی که میزان تمایل سرمایه‌گذار زیاد باشد تعدیل مجدد سود در قیمت سهام باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اخبار منفی را کم اهمیت تلقی می‌کنند و نسبت به اخبار منفی واکنش کمتری نشان می‌دهند. مطابق با این رویکرد، (پالمروز، ۲۰۰۴) تأکید کردند که واکنش کم بازار به تجدید صورت‌های مالی بسیار آشکار است (سیورز و سوفینکیچ<sup>۱</sup>، ۲۰۱۸). در همین رابطه باربريست و همکاران (۱۹۹۸) الگویی برای سنجش تمایلات سرمایه‌گذاران ارائه دادند و شواهدی را تأیید کردند که ثابت می‌کند انتشار ندادن اطلاعات صحیح، منجر به واکنش بیش از حد بازار می‌شود (والن و همکاران<sup>۲</sup>، ۲۰۱۷). در واقع محافظه‌کاری سرمایه‌گذار منجر به یک استعداد ذهنی برای پایبندی به سهام می‌شود، در واقع در چنین شرایطی سهام‌داران، بر پایه اطلاعات قدیمی، شروع به تصمیم‌گیری می‌کنند و این تصمیم ممکن است واکنش منفی بازار را در پی داشته باشد (پرز، ۲۰۱۷). علاوه بر این، محافظه‌کار بودن سرمایه‌گذاران، جایی که سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند یک رویداد به احتمال زیاد نتیجه نامطلوب می‌دهد نیز منجر به واکنش بزرگی در بازار خواهد شد. در واقع محافظه‌کاری و بدبینی سرمایه‌گذار، هر دو می‌توانند بر تمایل سرمایه‌گذاران در واکنش بازار به تجدید صورت‌های مالی اثرگذار باشند (بوتسکا، ۲۰۱۸).

برخی پژوهش‌های انجام شده در این حوزه در ادامه ارائه می‌گردد.

چاکرابورتی و سوبرامانیام<sup>۳</sup> (۲۰۲۰)، پژوهشی در زمینه رابطه نامتقارن تمایلات سرمایه‌گذاران با نوسان و بازده سهام انجام دادند. نتیجه مطالعه نشان داد که تمایلات سرمایه‌گذار باعث بازده سهام در مقادیر شدید می‌شود. تمایلات پایین‌تر باعث فروش ناشی از ترس می‌شود، در نتیجه بازده‌ها را پایین می‌آورد و تمایلات بالا پس از بازگشت بازار به اصول، بازده آتی را پایین می‌آورد. از طرف دیگر، تغییرات صعودی در تمایلات، نوسانات را کاهش می‌دهد. تأثیر بازخورد مثبت بازده سهام و نوسانات در شکل‌گیری تمایلات سرمایه‌گذار وجود دارد. هانگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۲۰)، پژوهشی در زمینه تمایلات و رقابت در بازار انجام دادند. نتایج نشان داد که تمایلات سرمایه‌گذاران از طریق سه کانال انگیزه، تمایل و توانایی بر اعتبار تجاری شرکت‌ها تأثیر گذارند. همچنین، نتایج گویای آن بود که تمایلات

1. Sievers & Sofilkantsch
2. Whalen et al.
3. Chakraborty & Subramaniam
4. Huang et al.

سرمایه‌گذاران تأثیر بیشتری بر بنگاه‌های موجود در رقابت بازار دارند. احمد (۲۰۱۹)، در پژوهشی به بررسی تأثیر تمایل سرمایه‌گذاران بر تجدید ارائه ناشی از سود پرداخت. نتایج نشان داد که افزایش انحراف استاندارد تمایل سرمایه‌گذاران می‌تواند منجر به تجدید ارائه ناشی از سود گردد.

سوک و همکاران (۲۰۱۹)، پژوهشی در زمینه تمایل سرمایه‌گذاران و پاسخ بازار نسبت به اخبار سود انجام دادند. نتایج نشان داد که سرمایه‌گذاران نسبت به جریان وجوه نقدی مورد انتظار موجود در اخبار خوب سود برای شرکت‌هایی که تمایل بالایی نسبت به آن‌ها دارند، خوشبین‌ترند. (بوتسکا، ۲۰۱۸)، در پژوهشی ویژگی‌های سرمایه‌گذار و تأثیر تعصب وضع موجود در بورس سهام تونس را بررسی کرد. نتایج نشان داد که ویژگی‌هایی همچون سن، جنسیت، مدیریت سبد سهام، نوع بازار و عوامل دیگر خارجی می‌تواند بر تعصب سرمایه‌گذاران تونس تأثیر گذار باشد. مقدم و خانلاری (۱۳۹۹)، پژوهشی در زمینه بررسی تأثیر مالکیت نهادی بر رابطه بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و سطوح مختلف نگهداشت وجه نقد در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. نتایج حاصل از پژوهش نشان می‌دهد که بین تجدید ارائه صورت‌های مالی و سطوح پایین و متوسط نگهداشت وجه نقد ارتباط معکوس و معنادار وجود دارد.

لطیفی و جهان‌شاد (۱۳۹۸)، پژوهشی در زمینه تأثیر کیفیت حسابداری و مدیریت سود تعهدی و واقعی بر تجدید ارائه صورت‌های مالی انجام دادند. نتایج نشان داد کیفیت حسابداری بر تجدید ارائه صورت‌های مالی تأثیر منفی دارد در حالی که، مدیریت سود تعهدی و واقعی بر تجدید ارائه صورت‌های مالی تأثیر مثبت است. غلامی جمکرانی و همکاران (۱۳۹۸)، پژوهشی در زمینه بررسی رابطه بین تمایلات سرمایه‌گذار، جسارت در پیش‌بینی سود سهام و عملکرد آتی شرکت انجام دادند. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش نشان داد که تمایلات سرمایه‌گذار بر جسارت در پیش‌بینی سود سهام و رشد شرکت تأثیرگذار است ولی بر بازده آتی تأثیرگذار نیست. اسدی و مرشدی (۱۳۹۸)، پژوهشی در زمینه واکاوی تأثیر تمایلات سرمایه‌گذاران بر خطر سقوط قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران انجام دادند. یافته‌های پژوهش نشان می‌دهد که بین تمایلات سرمایه‌گذاران (بر اساس شاخص آرمز) و معیارهای مختلف خطر سقوط قیمت سهام، رابطه مستقیم وجود دارد؛ به بیان دیگر با افزایش شاخص آرمز که نشان‌گر تمایلات سرمایه‌گذاران است، خطر سقوط قیمت سهام افزایش می‌یابد. بهارمقدم و جوکار (۱۳۹۷) در پژوهشی به بررسی اثر تعدیل‌کنندگی کیفیت حسابداری بر تمایلات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد گزارش‌های حسابداری مستقل، اعتماد سرمایه‌گذاران به اطلاعات حسابداری را تقویت می‌کند و بر تمایلات سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سهام تأثیر می‌گذارد؛ اما اندازه مؤسسه حسابداری دارای اثر تعدیل‌کنندگی نمی‌باشد و تأثیری بر تمایلات سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ندارد.

### فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری، فرضیه‌های پژوهش به صورت زیر تدوین شده است:

۱. تمایل سرمایه‌گذاران، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر معناداری دارد.
۲. تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر معناداری دارد.
۳. تمایل سرمایه‌گذاران محافظه‌کار، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر معناداری دارد.

## روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نظر هدف اجراء کاربردی از نظر تجزیه و تحلیل، توصیفی-همبستگی و از نظر نوع داده ها، کمی و پس‌رویدادی می‌باشد. پژوهش کاربردی حلقه ارتباطی بین دانش محض و دانش کاربردی است. پژوهش حاضر به صورت ترکیبی با استفاده از دو رویکرد قیاسی و استقرایی انجام می‌شوند؛ زیرا پژوهش‌گر ابتدا بر اساس تئوری‌های مطرح در حسابداری در خصوص تمایل سرمایه‌گذار و تأثیر آن بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود مانند تئوری‌های مدل نوین مالی و نظریه چشم‌انداز و بیان اهداف آن تئوری‌ها، ارتباط بین تمایل سرمایه‌گذار و تأثیر آن بر واکنش بازار را در راستای آن اهداف تشریح می‌کند (رویکرد قیاسی)، سپس تلاش می‌کند تا از طریق گردآوری داده‌های شرکت‌های فعال در بازار سهام تهران، نشان دهد که چه ارتباطی بین این دو متغیر وجود دارد (رویکرد قیاسی). پژوهش کاربردی به دنبال یافتن پاسخ برای پرسش‌های عملی است.

قلمرو زمانی انجام پژوهش از سال ۱۳۹۱ تا سال ۱۳۹۸ در نظر گرفته شده است. همچنین، نمونه آماری به روش حذف سیستماتیک انتخاب شده است. پس از بررسی شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران در دوره پژوهش و اعمال شرایط ذیل بر روی آن‌ها در نهایت تعداد ۱۱۹ شرکت به عنوان نمونه پژوهش باقی ماند.

- به دلیل تفاوت در ماهیت فعالیت با سایر شرکت‌های تولیدی و بازرگانی، از نوع سرمایه‌گذاری، بانک و بیمه نباشد.

- پایان سال مالی آن‌ها پایان اسفند باشد.

- در طول دوره زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

- اطلاعات مدنظر پژوهش موجود باشد.

برای آزمون فرضیه اول تحقیق، مدل پژوهش به شرح ذیل است:

$$CAR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Sent_{i,t} + \beta_2 Log(Sales)_{i,t} + \beta_3 (EBITDA/TA)_{i,t} + \beta_4 M/B_{i,t} + \beta_5 D/A_{i,t} + \beta_6 GDP_{i,t} + \beta_7 Unempl_{i,t} + \beta_8 \Delta(Net\ income/Market\ cap)_{i,t} + \beta_9 \Delta(Equity/Market\ cap)_{i,t} + \varepsilon \quad (1)$$

برای تحلیل فرضیه اول، نمونه آماری به دو گروه شرکت‌هایی که تجدید ارائه سود داشته و شرکت‌هایی که نداشته‌اند تقسیم و مدل (۱) برای هر دو نمونه اجرا خواهد شد و در نهایت ضریب  $\beta_1$  در دو مدل، مقایسه می‌شود.

برای آزمون فرضیه دوم و سوم، از مدل رگرسیونی (۲) استفاده می‌شود:

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 Sent\ High_{i,t} + \beta_2 Sent\ Low_{i,t} + \beta_3 Log(Sales)_{i,t} + \beta_4 EBITDA/TA_{i,t} + \beta_5 D/A_{i,t} + \beta_6 GDP_{i,t} + \beta_7 \Delta(Net\ income/Market\ cap)_{i,t} + \beta_8 \Delta(Equity/Market\ cap)_{i,t} + \varepsilon \quad (2)$$

برای تحلیل فرضیه دوم و سوم، نمونه آماری به دو گروه شرکت‌هایی که تجدید ارائه سود داشته یا نداشته‌اند تقسیم و معادله بالا برای هر دو نمونه اجرا خواهد شد و در نهایت ضریب  $\beta_1$  و  $\beta_2$  در دو اجراء، مقایسه می‌شود.

متغیر وابسته:

$CAR_{it}$ : که از حاصل جمع بازده غیرعادی ماهانه در هر سال محاسبه شده است (بوتسکا، ۲۰۱۸).

برای شرکت  $i$  در طول دوره  $t_1$  تا  $t_2$  برابر است با:

$$CAR(t_1, t_2) = \sum AR_{it}$$

که در این فرمول:

$AR_{it}$ : بازده غیر عادی برای شرکت  $i$  در سال  $t$  و از طریق فرمول  $AR_{it} = R_{it} - E(R_{it})$  محاسبه می‌شود.  
 $R_{it}$ : بازده واقعی شرکت  $i$  در سال  $t$  که از طریق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + DPS_{it}}{P_{it-1}}$$

$P_{it}$ : قیمت سهام عادی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

$P_{it-1}$ : قیمت سهام عادی شرکت  $i$  در سال  $t - 1$ .

$DPS_{it}$ : سود نقدی سهام عادی شرکت  $i$  در سال  $t$ .

اگر افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات یا اندوخته باشد، به دلیل تفاوت در تعداد سهام قبل و بعد از افزایش سرمایه  $P_{it}$  با  $P_{it-1}$  قابل مقایسه نیست، بنابراین  $P_{it}$  باید تعدیل گردد، در نهایت بازده سهام عادی از رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$R_{it} = \frac{(1 + a)P_{it} + DPS_{it} - P_{it-1} - C}{P_{it-1}}$$

$a$ : درصد افزایش سرمایه (از محل اندوخته یا آورده نقدی).

$C$ : آورده نقدی به هنگام افزایش سرمایه.

اطلاعات بازده واقعی شرکت‌ها از نرم‌افزار ره‌آورد نوین قابل استخراج است.

$E(R_{it})$ : بازده عادی برای شرکت  $i$  در سال  $t$  و از طریق فرمول

$$E(R_{it}) = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

$\beta_i$ : ریسک سیستماتیک شرکت  $i$  که شدت تغییرات بازدهی سهام مورد نظر نسبت به بازار یا شاخص شامل آن

سهام است. برای محاسبه آن روند بازدهی شرکت با روند بازدهی بازار مقایسه و از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$\beta = \frac{Cov(\text{بازدهی بازار}, \text{بازدهی سهام})}{Var(\text{بازدهی بازار})}$$

$R_{mt}$ : بازده بازار در سال  $t$  که از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$R_{mt} = \frac{\text{شاخص ابتدای دوره} - \text{شاخص انتهای دوره}}{\text{شاخص ابتدای دوره}} \times 100$$

اطلاعات ریسک سیستماتیک و بازده بازار از نرم‌افزار ره‌آورد نوین قابل استخراج است.

متغیر مستقل:

Senti: تمایل سرمایه‌گذاران که از شاخص پیشنهادی بهار مقدم و جوکار (۱۳۹۷) استفاده می‌شود. شاخص

مذکور از رابطه زیر سنجیده می‌شود:

$$Senti = 0.655 (RIPO) + 0.539 (TURN) + 0.702 (NOT) - 0.491 (PDND) + 0.634 (S) + 0.153 (Rf) + 0.278 (CPI)$$

در معادله بالا RIPO نرخ بازده سهام، TURN حجم معاملات انجام شده (نرخ گردش بازار) است که از طریق

تقسیم تعداد سهام معامله شده در سال  $t$  به کل سهام شرکت مورد نظر تعریف می‌شود. NOT حجم معاملات انجام

شده شرکت مورد نظر است. PDND سود تقسیمی است. S نسبت مالکانه سهام است که معیاری برای اندازه‌گیری



کل فعالیت‌های مالی است و از تقسیم حقوق صاحبان سهام بر مجموع حقوق آنان و بدهی‌های بلندمدت محاسبه می‌شود.  $R_f$  نرخ بازده بدون ریسک است که از طریق نرخ سود سپرده‌های بانکی یک‌ساله محاسبه می‌شود،  $CPI$  شاخص قیمت مصرف‌کنندگان است که از آن به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری تورم استفاده می‌شود (از سایت بانک مرکزی استخراج می‌شود)

Sent High: تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین.

Sent Low: تمایل سرمایه‌گذاران محافظه‌کار.

پس از محاسبه میانه متغیر تمایل سرمایه‌گذار، انحراف معیار این متغیر نیز محاسبه و در صورتی که رقم تمایل سرمایه‌گذار برای شرکتی به اندازه یک انحراف معیار بیشتر از میانگین باشد به عنوان تمایل سرمایه‌گذار خوش‌بین در نظر گرفته شده و عدد محاسبه شده برای تمایل سرمایه‌گذار برای آن منظور می‌گردد و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص داده می‌شود. در صورتی که رقم احساسات سرمایه‌گذار برای شرکتی به اندازه یک انحراف معیار کمتر از میانگین باشد به عنوان سرمایه‌گذار محافظه‌کار در نظر گرفته می‌شود و عدد محاسبه شده برای تمایل سرمایه‌گذار برای آن منظور می‌گردد و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص داده می‌شود.

متغیرهای کنترلی:

$\text{Log (Sales)}_{i,t}$ : اندازه شرکت که از لگاریتم فروش سالانه شرکت به دست می‌آید.

$(EBITDA/TA)_{i,t}$ : سودآوری که از تقسیم سود قبل از بهره و مالیات بر مجموع دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

$M/B_{i,t}$ : ارزش بازار بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

$D/A_{i,t}$ : اهرم مالی که از تقسیم مجموع ارزش دفتری بدهی‌ها بر مجموع دارایی‌ها به دست می‌آید.

$\Delta(\text{Net Income/ Market Cap})_{i,t}$ : تغییر در سود خالص بخش بر سرمایه‌گذاری بازار (قیمت سهام ضرب در تعداد سهام).

$\Delta(\text{Equity/Market Cap})$ : تغییر در ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بخش بر سرمایه‌گذاری بازار (قیمت

سهام ضرب در تعداد سهام).

$GDP_i$ : تولید ناخالص ملی (پایگاه بانک مرکزی)

$Unempl_i$ : نرخ بیکاری (پایگاه مرکز آمار ایران، ۱۳۹۹)

## یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول (۱) ارائه شده است.

طبق نتایج جدول (۱)، به‌طور متوسط میانگین بازده انباشته سهام (CAR) شرکت‌های بررسی شده برابر با  $-۰/۳۴$  بوده است. میانه نشان می‌دهد نیمی از شرکت‌ها دارای واکنش بازار به اخبار سود بالاتر از  $(-۰/۳۳)$  و نیمی از آن‌ها پایین‌تر از این میزان بوده‌اند. میانگین نشان می‌دهد که به‌طور متوسط تمایل سرمایه‌گذاران (SENT) شرکت‌های بررسی شده برابر با  $۰/۲۶۱$  بوده است. میانه نشان می‌دهد نیمی از شرکت‌ها دارای تمایل سرمایه‌گذاران بالاتر از  $۰/۲۶۱$  و نیمی از آن‌ها پایین‌تر از این میزان بوده‌اند.

قبل از برازش مدل پژوهش، آزمون F لیمر و هاسمن جهت تعیین نوع داده‌ها انجام شده است. نتایج این دو آزمون نشان می‌دهد که هر دو مدل پژوهش باید به روش تابلویی و اثرات ثابت برازش شوند. جهت آزمون هم‌خطی نیز از روش عامل تورم واریانس استفاده شده است و نتایج نشان داد بین متغیرها هم‌خطی وجود ندارد.

فرضیه اول پژوهش به بررسی تأثیر تمایل سرمایه‌گذاران بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود می‌پردازد. نتایج آزمون این فرضیه در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نماد متغیر	CAR	SENT	EBITDA TA	Log(SALES)	MTB	D AI	GDP	UNEMP	$\frac{\Delta Equity}{Market Cap}$	$\frac{\Delta Net Income}{Market Cap}$
نام متغیر	واکنش بازار به اخبار سود	تمایل سرمایه‌گذاران	نسودآوری	اندازه شرکت	نسبت ارزش به ارزش دفتری سهام	اهرم مالی	تولید ناخالص ملی	نرخ بیکاری	تغییر در ارزش دفتری	تغییر در سود خالص
میانگین	-۰/۳۴	۰/۲۶۱	۰/۱۹۲	۶/۱۶۱	۳/۶۵۱	۰/۵۶۵	۴۴۳/۲۲۰	۱۳/۳۶۱	-۱۰/۶۲۰	-۰/۱۷۲
میانه	-۰/۳۳	۰/۲۶۱	۰/۱۷۲	۶/۰۸۱	۲/۵۶۱	۰/۵۶۸	۴۲۶/۶۲۰	۱۲/۱۰۱	-۱۰/۳۶۱	-۰/۱۳۲
حداکثر	-۰/۲۸	۰/۳۲۱	۰/۶۸۱	۸/۵۹۱	۱۰/۳۱۱	۱/۲۷۲	۵۳۴/۹۰۱	۱۹/۴۰۱	-۱۰/۴۶۱	-۰/۱۰۳
حداقل	-۰/۴۱	۰/۱۸۱	-۰/۲۹۳	۳/۶۹۲	-۲/۹۷۷	۰/۰۴۰	۳۷۹/۴۴۱	۱۰/۴۰۱	-۲۵/۸۸۱	-۰/۲۸۱
انحراف معیار	-۰/۰۲	۰/۰۲۴	۰/۱۵۴	۰/۷۲۱	۱/۱۲۲	۰/۱۹۹	۱/۰۵۲	۱/۱۴۲	۱/۰۷۰	۰/۰۲۱

جدول (۲) نتیجه آزمون فرضیه اول

نام	نماد	تجدید ارائه			عدم وجود تجدید ارائه		
		ضرایب	آماره t	سطح معنی‌داری	ضرایب	آماره t	سطح معنی‌داری
ضریب ثابت	$\beta_0$	۹/۳۴۰	-۱/۲۱۱	۰/۲۳۵	۸/۳۰۱	۲/۸۷۶	۰/۰۰۴
تمایل سرمایه‌گذار	SENT	۶/۵۲۰	۳/۶۳۴	۰/۰۰۱	۳/۵۳۲	۳/۲۶۱	۰/۰۰۱
اندازه شرکت	LOG(SALES)	-۱/۸۹۰	-۲/۰۲۶	۰/۰۴۳	-۱/۱۲۱	-۲/۱۷۲	۰/۰۳۰
نسودآوری	EBITDA_TA	۱/۳۷۰	۰/۳۵۰	۰/۷۲۶	۶/۴۱۴	۰/۵۸۲	۰/۵۶۱
نسبت MTB	MTB	۶/۳۲۰	۳/۹۶۴	۰/۰۰۰	-۱/۱۸۰	-۳/۹۵۹	۰/۰۰۰
اهرم مالی	D_AI	۱/۷۵۰	۰/۵۰۱	۰/۶۱۶	۳/۱۷۲۰	۰/۰۴۱	۰/۹۶۷
تولید ناخالص ملی	GDP	-۵/۳۱۰	-۶/۱۲۹	۰/۰۰۰	-۱/۲۳۰	-۱/۱۷۱	۰/۲۴۲
نرخ بیکاری	UNEMP	-۸/۰۳۰	-۸/۳۵۸	۰/۰۰۰	-۷/۲۸۰	-۷/۱۶۰	۰/۰۰۰
تغییر سود خالص	$\frac{\Delta Net Income}{Market Cap}$	۴/۷۳۰	۰/۳۶	۰/۵۲۵	۱/۳۵۰	۱/۱۶۸۵	۰/۰۹۳
تغییر در ارزش دفتری	$\frac{\Delta Equity}{Market Cap}$	-۶/۲۷۰	-۰/۸۴۳	۰/۳۹۹	-۱/۰۹۰	-۱/۵۸۸	۰/۱۱۳
	ضریب تعیین		۰/۵۰			۰/۴۴	
	آماره F		۳/۷۰			۳/۰۲	
	سطح معنی‌داری		(۰/۰۰۰)			(۰/۰۰۰)	

همان‌طور که در جدول (۲) مشاهده می‌شود، آماره  $t$  برای متغیر تمایل سرمایه‌گذاران (SENT) در حالت وجود تجدید ارائه، برابر با  $۳/۶۳۴$ ، است که از نظر آماری معنی‌دار است. همچنین با توجه به ضریب متغیر تمایل سرمایه‌گذاران (SENT)  $۶/۵۲۰$  نتیجه گرفته می‌شود که در حالت تجدید ارائه، تمایل سرمایه‌گذاران، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر مثبت و معناداری دارد. آماره  $t$  برای متغیر تمایل سرمایه‌گذاران (SENT) در حالت عدم وجود تجدید ارائه، برابر با  $۳/۲۶۱$  است که از نظر آماری معنی‌دار است. همچنین با توجه به ضریب متغیر تمایل سرمایه‌گذاران (SENT)  $۳/۵۳۲$ ، می‌توان به این نتیجه رسید که در حالت عدم وجود تجدید ارائه، تمایل سرمایه‌گذاران، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر مثبت و معناداری دارد. ضریب متغیر تمایل سرمایه‌گذاران در حالت تجدید ارائه  $۶/۵۲۰$  و ضریب متغیر مذکور در حالت عدم تجدید ارائه  $۳/۵۳۲$ ، می‌باشد. در واقع نتایج این تحلیل گویای آن است که میزان ارتباط بین تمایل سرمایه‌گذاران و واکنش بازار در حالت تجدید ارائه صورت‌های مالی نسبت به زمان عدم تجدید ارائه صورت مالی بیش‌تر می‌باشد. در واقع این نتیجه نشان می‌دهد که واکنش بازار در حالتی که تجدید ارائه در صورت‌های مالی رخ داده باشد، نسبت به زمانی که تجدید ارائه انجام نشده، بیشتر است. در نهایت با توجه به معناداری ضریب  $\beta_1$ ، در میان دو گروه شرکت‌هایی که تجدید ارائه سود داشته یا نداشته‌اند می‌توان چنین نتیجه گرفت که تمایل سرمایه‌گذاران، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر معناداری دارد.

فرضیه دوم و سوم به بررسی تأثیر تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین و محافظه‌کار بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود می‌پردازد. نتایج آزمون این فرضیه در جدول (۳) ارائه شده است.

جدول (۳) نتیجه آزمون فرضیه دوم و سوم

نام	نماد	تجدید ارائه			عدم وجود تجدید ارائه		
		ضرایب	آماره $t$	سطح معنی‌داری	ضرایب	آماره $t$	سطح معنی‌داری
ضریب ثابت	$\beta_0$	-۰/۲۰۸	-۵/۶۰۱	۰/۰۰۰	۹/۲۱۰	۳/۴۲۹	۰/۰۰۱
خوش‌بین	SENT High	۰/۰۱۲	۳/۲۹۱	۰/۰۰۲	۳/۷۱۲	۶/۹۹۸	۰/۰۰۰
محافظه‌کار	SENT Low	-۱/۲۷۳	-۱/۶۸۵	۰/۰۹۶	۲/۷۹۰	۵/۹۴۷	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	LOG(SALES)_	-۰/۰۱۹۷	-۳/۷۱۵	۰/۰۰۰	-۹/۹۴۵	-۱/۹۴۲	۰/۰۵۳
سودآوری	EBITDA_TA	۰/۱۱۶	۳/۰۶۷	۰/۰۰۳	۴/۵۲۰	۰/۴۰۸	۰/۶۸۳۸
نسبت MTB	MTB	۰/۰۰۱	۰/۹۸۴	۰/۳۲۸	۱/۲۰۵	۴/۰۴۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	D_AI	۰/۰۲۲۶	۰/۶۲۹	۰/۵۳۱	-۲/۶۳۹	-۰/۰۳۲	۰/۹۷۴
تولید ناخالص ملی	GDP	۷/۳۶۵	۱/۹۵۷	۰/۰۵۴	-۹/۳۱۸	-۰/۸۳۱	۰/۴۰۶
نرخ بیکاری	UNEMP	-۰/۰۰۰۱۳۲	-۰/۲۱۵	۰/۸۳۰	-۷/۳۵۶	-۷/۱۱۵	۰/۰۰۰
تغییر سود خالص	$\frac{\Delta Net Income}{Market Cap}$	۰/۱۲۲	۱/۴۳۴	۰/۱۵۵	۱/۳۲۹	۱/۶۵۸	۰/۰۹۸
تغییر در ارزش دفتری	$\frac{\Delta Equity}{Market Cap}$	۰/۲۸۳	۱/۷۰۹	۰/۰۹۱	-۱/۰۵۹	-۱/۶۲۷	۰/۰۰۱
	ضریب تعیین		۰/۳۰			۰/۴۵	
	آماره F		۵/۳۷			۳/۰۲	
	سطح معنی‌داری		(۰/۰۰۰)			(۰/۰۰۰)	

همان‌طور که در جدول (۳) مشاهده می‌شود،

- آماره  $t$  برای متغیر تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین (SENT High) در حالت وجود تجدید ارائه، برابر با ۳/۲۹۱ است که از نظر آماری معنی‌دار است. همچنین با توجه به ضریب متغیر تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین (SENT High) ۰/۰۱۲ چنین نتیجه گرفته می‌شود که در حالت تجدید ارائه، تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر مثبت و معناداری دارد.
  - آماره  $t$  برای متغیر تمایل سرمایه‌گذاران محافظه‌کار (SENT Low) در حالت وجود تجدید ارائه، برابر با ۱/۶۸۵- است که از نظر آماری معنی‌دار است. همچنین با توجه به ضریب متغیر تمایل سرمایه‌گذاران محافظه‌کار (SENT Low) ۱/۲۷۳- می‌توان به این نتیجه رسید که در حالت وجود تجدید ارائه، تمایل سرمایه‌گذاران محافظه‌کار، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر منفی و معناداری دارد.
  - آماره  $t$  برای متغیر تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین (SENT High) در حالت عدم وجود تجدید ارائه، برابر با ۶/۹۹۸ است که از نظر آماری معنی‌دار است. همچنین با توجه به ضریب متغیر تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین (SENT High) ۳/۷۱۲ چنین برمی‌آید که در حالت عدم تجدید ارائه، تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر مثبت و معناداری دارد.
  - آماره  $t$  برای متغیر تمایل سرمایه‌گذاران محافظه‌کار (SENT Low) در حالت وجود تجدید ارائه، برابر با ۵/۹۴۰- است که از نظر آماری معنی‌دار است. همچنین با توجه به ضریب متغیر تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین (SENT Low) ۲/۷۹۰ در واقع نتیجه گرفته می‌شود که در حالت عدم تجدید ارائه، تمایل سرمایه‌گذاران محافظه‌کار، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر منفی و معناداری دارد.
- نتایج نشان می‌دهد که بین متغیرهای مقایسه‌ی ضریب تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین در حالت تجدید ارائه نسبت به حالت عدم وجود تجدید ارائه، گویای آن است که تأثیر تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود در حالت تجدید ارائه نسبت به حالتی که تجدید ارائه انجام نشده، قدرتمندتر است. در نهایت با توجه به معناداری ضریب  $\beta_1$  در میان دو گروه شرکت‌هایی که تجدید ارائه سود داشته و نداشته‌اند می‌توان چنین نتیجه گرفت که تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر مثبت و معناداری دارد. مقایسه‌ی ضریب تمایل سرمایه‌گذاران محافظه‌کار در حالت تجدید ارائه نسبت به حالت عدم آن، گویای آن است که تأثیر تمایل سرمایه‌گذاران محافظه‌کار بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود در حالت تجدید و عدم آن، منفی و معنادار است. در نهایت با توجه به معناداری ضریب  $\beta_2$ ، می‌توان چنین نتیجه گرفت که تمایل سرمایه‌گذاران محافظه‌کار، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر منفی و معناداری دارد.

### بحث و نتیجه‌گیری

یکی از دغدغه‌ها و نگرانی‌های اصلی سرمایه‌گذاران در تضمین این‌که تغییرات و تفسیرهای گزارش‌های مالی در ارزیابی‌ها و تصمیم‌گیری‌ها قابل اطمینان باشد، این است که گزارش‌های مالی حاوی اطلاعاتی شفاف و قابل اتکا باشد تا نقش مهمی در پیش‌بینی، قضاوت و تصمیم‌گیری آگاهانه استفاده‌کنندگان داشته باشد. در این زمینه شواهد نشان می‌دهد حسابرسی سالیانه صورت‌های مالی به عنوان یک سازوکار نظارتی و یک مکانیزم کشف‌کننده تحریفات مهم ابزاری است که از طریق کاهش تجدید ارائه صورت‌های مالی می‌تواند قدرت پیش‌بینی‌کنندگی اطلاعات مالی را افزایش و منجر به کاهش دغدغه‌ها و مخاطره‌های سرمایه‌گذاران در استفاده از گزارش‌های مالی شود. در حقیقت

شواهد نشان می‌دهد کاهش تجدید ارائه صورت‌های مالی موجب بهبود و انعکاس بیشتر اطلاعات خاص شرکت در تصمیم‌های سرمایه‌گذاران می‌شود. تفسیر نتایج آزمون فرضیه‌ها براساس آنچه در بخش تحلیل به دست آمده است: نتیجه تحلیل فرضیه اول نشان داد، تمایل سرمایه‌گذاران، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر معناداری دارد. واکنش متفاوت سرمایه‌گذاران به اخبار شرکت، توجیهی عمومی برای انحراف از فرضیه بازار کار است. با این واکنش‌ها، سهام‌ها شاهد قیمت‌های متفاوتی در مقایسه با ارزش‌های منصفانه خود است. رشته مالی- رفتاری، با توجه به این مسائل، الگوهای قیمت‌گذاری دارایی جایگزینی را ارائه کرد و جوانب رفتاری تصمیم‌گیری را مدنظر قرار داد که بازار کارا هیچ توضیحی برای آن نداشت. به‌طور کلی تجدید ارائه صورت‌های مالی، به معنای انتشار مجدد اطلاعات مالی شرکت و بنابراین تغییر برنامه‌ریزی سرمایه‌گذاران و همچنین سهام‌داران است. استفاده از تجدید ارائه در صورت‌های مالی در کشور ما بسیار بالا است. باید توجه داشت که اصولاً استفاده از تعدیل‌های سنواتی، خبر نگران‌کننده‌ای نیست، بلکه گاهی از غیرمنصفانه بودن صورت‌های مالی دوره‌های گذشته است که موجب نگرانی استفاده‌کنندگان می‌شود. به‌طور کلی تجدید صورت‌های مالی منجر به ایجاد فضای بی‌اعتمادی در بازار سرمایه و غیرقابل اتکا تصور شدن صورت‌های مالی از پیامدهای وجود تحریف مهم در صورت‌های مالی دوره‌های گذشته می‌باشد؛ اما فرضیه اول پژوهش نشان داد که حتی در صورت تجدید ارائه صورت‌های مالی، اگر تمایل سرمایه‌گذار افزایش یابد، واکنش بازار به اخبار سود نیز افزایش یافته و مثبت می‌شود. در واقع احساسات سرمایه‌گذار به عنوان تعدیل‌کننده بر چگونگی درک سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد و در نهایت پس از تجدید صورت‌های مالی، واکنش نهایی بازار مشخص می‌شود. سرانجام می‌توان چنین برداشت نمود که خوش‌بین بودن سرمایه‌گذاران ممکن است باعث شود که نسبت به اخبار منفی، حتی در مورد تجدید صورت‌های مالی واکنش مثبت نشان دهند. نتایج این پژوهش نشان از آن دارد که تمایل مثبت سرمایه‌گذاران بر واکنش بازار، هنگامی که حتی شرکت از تجدید ارائه مالی استفاده کند، تأثیر مثبت خواهد داشت. این نتیجه نشان می‌دهد که تمایل سرمایه‌گذاران که ناشی از احساسات آنان می‌شود، می‌تواند در حضور مواردی همچون تجدید ارائه، بر واکنش بازار به صورت مثبت مؤثر باشد. این پژوهش در دوره‌ای انجام شد که بورس رشد ۱۸۱ درصدی در سال ۹۸ و ۱۵۰ درصدی در سال ۹۷ داشت. این میزان از رشد به خصوص با شروع ۲۵ درصدی از سال ۹۶ باعث تمایل شدید سرمایه‌گذاران به سرمایه‌گذاری در بورس شد. روند سریع رشد بورس و گسیل شدن سرمایه‌ها به بازار سهام، باعث شد تا سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری، به مسائلی همچون تجدید ارائه صورت‌های مالی توجهی نداشته و در نتیجه واکنش بازار به سرمایه‌گذاری، مثبت باشد. نتیجه پژوهش حاضر در این زمینه با پژوهش احمد (۲۰۱۹)، بهارمقدم و جوکار (۱۳۹۷)، اسدی و مرشدی (۱۳۹۸)، جمکرانی و همکاران (۱۳۹۸) و سوک و همکاران (۲۰۱۹) همسو است.

نتیجه تحلیل فرضیه دوم و سوم نشان داد، تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین و محافظه‌کار، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر معناداری دارد. نظریه مالی- رفتاری بیان می‌کند که رابطه مثبت بین تمایل سرمایه‌گذار و واکنش بازار به تجدید ارائه سود، به‌وسیله محافظه‌کاری و بدبینی سرمایه‌گذاران ایجاد می‌شود. به‌طور خاص، وجود احساسات بالای سرمایه‌گذاران به این معناست که بدبینی سرمایه‌گذاران ممکن است آنان را در معرض ضعف دریافت اطلاعات جدید قرار دهد و افکار آن‌ها را براساس باورهای قبلی شکل داده بنابراین ممکن است آن‌ها تأثیر اخبار منفی آینده را دست کم بگیرند. در پژوهش‌های پیشین به رابطه میان باورهای بازار و تجدید ارائه صورت‌های مالی کمتر توجه شده است. نتیجه پژوهش حاضر در این زمینه با پژوهش احمد (۲۰۱۹)، بهارمقدم و جوکار (۱۳۹۷)، اسدی و مرشدی (۱۳۹۸)، جمکرانی و همکاران (۱۳۹۸) و سوک و همکاران (۲۰۱۹) همسو است.

ج) نتیجه تحلیل فرضیه سوم نشان داد، تمایل سرمایه‌گذاران محافظه‌کار، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، تأثیر معناداری دارد. به‌طور کلی، بازارهای سرمایه نسبت به تجدید ارائه صورت‌های مالی واکنش منفی نشان می‌دهند. احساسات در درک رابطه بین سرمایه‌گذار و پاسخ آن‌ها به اطلاعات متمرکز درباره بازده سود، برجسته است. در حقیقت، احساسات سرمایه‌گذار به عنوان تعدیل‌کننده بر نحوه درک سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارد و در نهایت، پس از ارائه مجدد صورت‌های مالی، واکنش نهایی بازار مشخص می‌شود. در واقع خوش‌بینی یا بدبینی سرمایه‌گذار ممکن است باعث شود نسبت به اخبار منفی یا مثبت درباره ارائه صورت‌های مالی واکنش مثبت یا منفی نشان دهند. نتیجه پژوهش حاضر در این زمینه با تحقیقات احمد (۲۰۱۹)، بهارمقدم و جوکار (۱۳۹۷)، اسدی و مرشدی (۱۳۹۸)، جمکرانی و همکاران (۱۳۹۸) و سوک و همکاران (۲۰۱۹) همسو است. با توجه به نتیجه فرضیه اول و تأثیر مثبت تمایل سرمایه‌گذاران بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود، هنگام خرید سهام، در صورتی که اخبار درباره آن شرکت مثبت و تمایل دیگر سرمایه‌گذاران نسبت به خرید سهام آن نیز مثبت بود، تجدید ارائه صورت‌های مالی شرکت را در نظر بگیرند. این تجدید ارائه در صورت‌های مالی ممکن است نشان‌دهنده ضعف در کیفیت حسابرسی و عملکرد مالی شرکت باشد. با توجه به نتیجه فرضیه دوم و تأثیر مثبت تمایل سرمایه‌گذاران خوش‌بین، بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود، هنگام خرید سهام، در صورتی که نسبت به خرید سهام شرکتی خاص، دید مثبتی دارند، قبل از سرمایه‌گذاری، اخبار مالی درباره آن شرکت را به دقت بررسی کنند. این بررسی می‌تواند دید آنان را نسبت به وضعیت آتی شرکت به صورت واقع‌بینانه‌ای شکل دهد. با توجه به نتیجه فرضیه سوم و تأثیر منفی تمایل سرمایه‌گذاران محافظه‌کار بر واکنش بازار به تجدید ارائه سود، به سرمایه‌گذارانی که دید منفی نسبت به سرمایه‌گذاری در یک یا چند شرکت خاص دارند، پیشنهاد می‌شود، قبل از تصمیم در مورد عدم سرمایه‌گذاری در یک یا چند شرکت، به دقت وضعیت مالی شرکت (تجدید ارائه صورت‌های مالی) و اخبار درباره آن را مطالعه کنند تا در صورت تغییر در وضعیت شرکت، باورهای محافظه‌کارانه و شکل‌گرفته براساس اطلاعات قبلی، آنان را از سرمایه‌گذاری‌های بهینه باز ندارد.

## 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.
- Ahmed, B. (2019). The effect of investor sentiment on market reactions to financial earnings restatements: Lessons from the United State. *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, 24, Doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2019.100241>.
- Assadi, G., & Morshedi, F. (2019). Investigating the effect of Investor Sentiment on the stock price crash risk in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Management Perspective*, 9(25), 9-30. (In Persian)
- Baharmoghaddam, M., & jokar, H. (2018). The Effect of Moderating Audit Quality on Investor Sentiment in Stock Pricing. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 15(57), 123-146. (In Persian)
- Barberis, N., Shleifer, A., & Vishny, R. (1998). A model of investor sentiment. *Journal of Financial Economics*, 49(3), 307-343.
- Bouteska, A., & Regaieg, B. (2018). Investor characteristics and the effect of disposition bias on the Tunisian stock market. *Borsa Istanbul Review*, 18 (4), 282-299.
- Chakraborty, M., & Subramaniam, S. (2020). Asymmetric relationship of investor sentiment with stock return and volatility: evidence from India. *Review of Behavioral Finance*, , 12(4), 435-454.

- Davidson, E., Stubing, D., Thompson, B.A., & Uysal, V.B. (2018). Does Investor Sentiment Affect Market Response to Earnings Restatements? *Behavioural Finance Working Group Conference: Behavioural Finance in Advanced and Emerging Markets*, 14-15 June, Queen Mary University of London, School of Business and Management, London.
- De Moor, L., & Verschetze, L. (2017). Student teachers' capacity and willingness to teach financial literacy in Flanders. *Journal of Financial Counseling and Planning*, 28(2), 313-321.
- Ettredge, M., Xu, Y., & Yi, H. (2013). Fair Value Measurements and Audit Fees: Evidence from the Banking Industry. *Journal of Practice and Theory*, 33(3), 33-58.
- Gholami Jamkarani, R., Akbari, Z., & Bakhtiari, M. (2019). Investigate the relationship between investor sentiment, courage in predicting dividends and future corporate performance. *Journal of Investment Knowledge*, 8(30), 271-286. (In Persian)
- Hennes, K. M., Leone, A. J., & Miller, B. P. (2014). Determinants and Market Consequences of Auditor Dismissals after Accounting Restatements. *The Accounting Review*, 89(3), 1051-1082.
- Huang, D., Jiang, F., Tu, J., & Zhou, G. (2020). Investor sentiment aligned: A powerful predictor of stock returns. *The Review of Financial Studies*, 28(3), 791-837.
- Karpoff, J.M., Koester, A., Lee, D.S., & Martin, G. S. (2017). Proxies and databases in financial misconduct research. *The Accounting Review*, 92 (6), 129-163.
- khanlari, M. (2020). Investigating the Impact of Institutional Ownership on the Relationship between Financial Statements and Different Levels of Cash Retention in Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Management Vision*, 3(21), 97-112. (In Persian)
- Kim, D., & Na, H. (2018). Investor Sentiment, Anomalies, and Macroeconomic Conditions. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 47(6), 751- 804.
- Latifi, A., & Jahanshad, A. (2019). The Effect of Audit Quality, Real and Accrual Earnings Management on Financial Statement Restatements. *Accounting and Auditing Research*, 11(44), 63-90. (In Persian)
- Palmrose, Z. V., Richardson, V. J., & Scholz, S. (2004). Determinants of market reactions to restatement announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 37(1), 59-89.
- Perez, C. (2017). Conservatism, overconfidence and self-attribution biases effect on Venezuelan purchasing managers. *Academy of Management Proceedings*, 2017(1), doi.org/10.5465/AMBPP.2017.12141abstract
- Scholz, S. (2008) The Changing Nature and Consequences of Public Company Financial Restatements 1997-2006. *The Department of the Treasury*.
- Seok, S. I., Cho, H., & Ryu, D. (2019). Firm-specific investor sentiment and the stock market response to earnings news. *North American Journal of Economics & Finance*, 48(12), 221- 240.
- Sievers, S., & Sofilkanitsch, C. (2018). Financial restatements: Trends, Reasons for Occurrence, and Consequences, *TAF Working Paper*.
- Whalen, D, O. Usvyatsky, & D. Tanona (2017). *Financial restatements: A sixteen-year Comparison*.