



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال چهارم / شماره چهاردهم / تابستان ۱۳۹۴

## بررسی واکنش بیش از واقع سرمایه‌گذاران به اقلام تعهدی (ناهنجاری اقلام تعهدی) در بورس اوراق بهادار تهران

سیدعلی حسینی

عضو هیئت علمی رشته حسابداری دانشگاه الزهرا

حجت اسماعیل زاده

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه تهران (مسئول مکاتبات)

Hojjat.esmaeilzadeh@yahoo.com

محمدصادق غزنوی

دانشجوی کارشناسی ارشد دانشگاه تهران

تاریخ دریافت: ۹۳/۱۰/۲۳ تاریخ پذیرش: ۹۴/۲/۱۹

### چکیده

در پژوهش حاضر به بررسی واکنش بیش از واقع سرمایه‌گذاران به اقلام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ پرداخته شده است. برای بررسی واکنش بیش از واقع سرمایه‌گذاران از رابطه بین اقلام تعهدی سال جاری و بازده غیرعادی سال آتی استفاده شده است. برای اندازه‌گیری اقلام تعهدی از مدل سرمایه در گردش اسلوان استفاده شده است. همچنین بازده غیرعادی بر اساس تفاوت بین بازده واقعی هر سال با میانگین بازده واقعی دو سال گذشته استفاده شده است. نتایج نشان می‌دهد که در بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاران نسبت به اقلام تعهدی واکنش بیش از واقع می‌دهند، که نشان دهنده ناهنجاری اقلام تعهدی می‌باشد. ناهنجاری اقلام تعهدی از آنجایی که نشان دهنده امکان کسب بازده غیرعادی از اطلاعات اقلام تعهدی است در طبقه پژوهش‌های ناهنجاری (ناکارایی) بازارها قرار می‌گیرد.

**واژه‌های کلیدی:** ناکارایی بازار، ناهنجاری اقلام تعهدی، بازده غیرعادی.

## ۱- مقدمه

یکی از کارکرد هایی که برای حسابداری تعریف شده است، ارائه اطلاعات مفید و سودمند برای سرمایه‌گذاران جهت تعیین ارزش اوراق بهادار و کمک به تصمیمات آگاهانه سرمایه‌گذاری می‌باشد. از بین اطلاعات حسابداری، سود حسابداری به عنوان مهمترین منبع اطلاعاتی درباره ارزیابی توان سودآوری و جریان‌های نقدی آتی محسوب می‌شود. با در نظر گرفتن اهمیت سود حسابداری و نقش وجوه نقد به عنوان یکی از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی و استفاده از آن در بسیاری از تصمیمات مالی از قبیل مدل‌های ارزشیابی اوراق بهادار، سود حسابداری به دو جزء نقدی و تعهدی تفکیک شده است. در سیستم حسابداری، سود حسابداری بر اساس مبنای تعهدی اندازه‌گیری می‌شود و از این رو بین سود حسابداری و جریانانات نقدی عملیاتی گزارش شده در صورت جریان وجوه نقد، تفاوت بوجود می‌آید. می‌توان بیان کرد که تعیین کردن اقلام تعهدی، انعکاسی از رویه‌های حسابداری و درجه انعطاف پذیری است که مدیران در راستای اعمال قضاوت‌های حرفه‌ای از آن بهره می‌گیرند. از آنجایی که ممکن است مدیران از قضاوت در گزارشگری مالی برای دست یابی به اهداف خاصی استفاده کنند (هلی و همکاران، ۱۹۹۹)، از این رو خطای اندازه‌گیری اقلام تعهدی می‌تواند نتیجه مدیریت سود (فرصت طلبی مدیران) و یا کاربرد قواعد حسابداری باشد که قابلیت اتکای آن‌ها را کاهش می‌دهد. بنابراین دو بخش سود دوره جاری (بخش نقدی و تعهدی)، ویژگی‌ها و در نتیجه کاربردهای متفاوتی در پیش‌بینی سودهای آتی دارند. در همین ارتباط، محتوای اطلاعاتی سود در ارتباط با سود های آتی، به اجزای تشکیل دهنده آن بستگی دارد. در واقع زمانی که سود حسابداری شامل عناصر موقتی و ناپایدار می‌باشد، محتوای اطلاعاتی آن در راستای پیش‌بینی سودهای آتی و قیمت سهام، پایین خواهد بود و در ارتباط با عناصر با پایداری بیشتر، محتوای اطلاعاتی سود حسابداری افزایش می‌یابد. (چاریتو و همکاران، ۲۰۰۱) در ادبیات حسابداری، پژوهش‌های بسیاری در زمینه پیش‌بینی سود، اهمیت تجزیه و تحلیل عناصر نقدی و تعهدی سود دوره جاری را مورد تأکید قرار داده‌اند. (کوتر، ۱۹۹۶) این پژوهش‌ها نشان دادند که بخش تعهدی سود نسبت به بخش نقدی آن، از رخدادهای موقتی بیشتری تأثیر می‌گیرد. (چاریتو و همکاران، ۲۰۰۱) در حقیقت بخش تعهدی سود شامل اقلام ذهنی از جمله برآوردها و تخصیص‌ها می‌باشد، (ریچاردسون و همکاران، ۲۰۰۵) در حالی که بخش نقدی سود دربرگیرنده واقعیت‌ها می‌باشد و امکان تحریف کمتری دارد. به دلیل قضاوت‌های ذهنی بیشتر در تعیین اقلام تعهدی، اگر سود دوره جاری شامل عناصر تعهدی بیشتری باشد امکان پایداری سود کاهش می‌یابد و بالعکس. همچنین مرور ادبیات مرتبط با واکنش سرمایه‌گذاران به سود نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران روی مبلغ سود متمرکز می‌شوند و در انعکاس کامل ویژگی‌های عناصر نقدی و تعهدی برای پیش‌بینی سودهای آتی شکست می‌خورند. سرمایه‌گذاران در راستای تعیین سودهای آتی موردانتظار، تمایل دارند که پایداری عناصر تعهدی سود را به طور اشتباه بیش از واقع ارزش‌گذاری کنند، که این موضوع منجر به انحراف قیمت‌های سهام از ارزش‌های ذاتی می‌شود (اسلوان، ۱۹۹۶) و در دوره‌های تحقق سود، به دلیل تحقق سود کمتر از انتظار برای شرکت‌های با اقلام تعهدی بالا، پیش‌بینی‌های خود را تعدیل می‌کنند. (ژانگ، ۲۰۰۷) بنابراین می‌توان گفت که بین اقلام تعهدی جاری و بازده آتی رابطه منفی برقرار خواهد بود. رابطه منفی بین اقلام تعهدی جاری و بازده آتی سهام

ناهنجاری اقلام تعهدی نامیده می‌شود. ناهنجاری‌های اقلام تعهدی، نتایج پژوهش‌هایی است که به نظر می‌رسد با تئوری‌های بازار کارا و قیمت‌گذاری دارایی‌ها ناسازگار باشد. (شوورت، ۲۰۰۳)

در این پژوهش با توجه به رشد روزافزون بازار سرمایه کشور و افزایش تأثیرگذاری بازار سرمایه، واکنش سرمایه‌گذاران به بخش تعهدی سود مورد بررسی قرار می‌گیرد تا بدین سان امکان شناسایی نظامات تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و آرایه اطلاعات مفیدتر توسط سیستم حسابداری برای افزایش تأثیرگذاری این سیستم در بازار سرمایه فراهم گردد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

فرآیند حسابداری تعهدی یکی از ویژگی‌های مهم حسابداری مالی محسوب می‌گردد. با این حال پژوهش‌های اندکی به بررسی و توضیح ویژگی‌های اقلام تعهدی پرداخته‌اند. (آلن و همکاران، ۲۰۱۱) حسابداری تعهدی شامل پیش‌بینی منافع (مثل جریان نقد ورودی آتی) و تعهدات (مثل جریان نقد خروجی آتی) اقتصادی محتمل آتی است. در این راستا، اجازه می‌دهد تأثیرات مالی معاملات و رخدادهای جاری به جای زمان تحقق مزایای وابسته به آن در دوره جاری شناسایی شوند. اقلام تعهدی به محض تحقق مزایای پیش‌بینی شده آن بایستی به گونه‌ای برگشت پذیرد که سودهای آتی را تحت تأثیر قرار ندهد. حال از آنجایی که اقلام تعهدی فقط برآوردی از مزایای آتی هستند، این احتمال وجود دارد که تحقق آن‌ها با میزان برآوردی اختلاف داشته باشد. در چنین حالتی، هنوز هم اقلام تعهدی بایستی برگشت پذیرفته و مابه‌التفاوت بین مزایای برآوردی و تحقق یافته مستقیماً در سود به حساب گرفته شوند. (آلن و همکاران، ۲۰۱۱)

اگر اقلام تعهدی، برآوردهای بدون سوبه‌ای از منافع آتی باشند، در این صورت خطای برآورد اقلام تعهدی و برگشت‌های مرتبط به آن‌ها می‌بایست غیر قابل پیش‌بینی باشند. ما شاهد آن هستیم که اقلام تعهدی بررسی شده حتی در سطح مقدماتی نیز این آزمون را با شکست پشت سر می‌گذارند. (همان)

اسلوان بیان کرد که به دلیل قضاوت‌های ذهنی بیشتر در تعیین اقلام تعهدی، اگر سود دوره جاری شامل عناصر تعهدی بیشتری باشد امکان پایداری سود کاهش می‌یابد و بالعکس. وی همچنین نشان داد که سرمایه‌گذاران روی مبلغ سود متمرکز می‌شوند و در انعکاس کامل ویژگی‌های عناصر نقدی و تعهدی برای پیش‌بینی سودهای آتی شکست می‌خورند. سرمایه‌گذاران در راستای تعیین سودهای آتی موردانتظار، تمایل دارند که پایداری عناصر تعهدی سود را به طور اشتباه بیش از واقع ارزشگذاری کنند، که این موضوع منجر به انحراف قیمت‌های سهام از ارزش‌های ذاتی می‌شود (اسلوان، ۱۹۹۶) و در دوره‌های تحقق سود، به دلیل تحقق سود کمتر از انتظار برای شرکت‌های با اقلام تعهدی بالا، پیش‌بینی‌های خود را تعدیل می‌کنند. (ژانگ، ۲۰۰۷)

بنابراین می‌توان گفت که بین اقلام تعهدی جاری و بازده آتی رابطه منفی برقرار خواهد بود. اسلوان رابطه منفی بین اقلام تعهدی جاری و بازده آتی سهام را ناهنجاری اقلام تعهدی نامیده است.

بستری که نظریه‌های ارزشگذاری اوراق بهادار دارای ریسک بر آن مبتنی است، وجود پیش‌فرض سرمایه‌گذاران منطقی می‌باشد که به روشی قابل پیش‌بینی نسبت به فرصت‌های کسب سود و ریسک‌های

تحمل زیان، واکنش نشان می‌دهند. فرض می‌شود که این سرمایه‌گذاران، موقعیت‌های بالقوه سرمایه‌گذاری را بر اساس نرخ‌های بازدهی مورد انتظار و انحراف معیارهایی که از توزیع‌های احتمال نرخ‌های بازدهی به دست می‌آیند، ارزیابی می‌کنند. به علاوه فرض می‌شود که تخمین‌های سرمایه‌گذاران هیچ تورش سیستماتیکی را نسبت به توزیع‌های واقعی احتمال نشان نمی‌دهند. یعنی سرمایه‌گذاران در زمان بررسی موقعیت‌های سرمایه‌گذاری به طور قاعده‌مند دچار اشتباه نمی‌شوند. اما ناهنجاری اقلام تعهدی، نتایج تجربی هستند که به نظر می‌رسد با نظریه‌های قیمت‌گذاری دارایی‌ها و فرضیه بازارهای کارا ناسازگار هستند. برای بیش از یک دهه بعد از مقاله تأثیرگذار اسلوان درباره قیمت‌گذاری اشتباه اقلام تعهدی، پژوهش‌های حسابداری هنوز هم بر مبنای این ناهنجاری بازار سهام شواهدی مبنی بر ناکارای بودن بازار یافت می‌کنند؛ شواهدی که علاوه بر به چالش کشیدن فرضیه بازارهای کارا، در حمایت از مکتب فکری جدیدی با عنوان مالی رفتاری ارایه می‌شوند.

### مالی رفتاری

مالی رفتاری یک نگرش مالی است که در واکنش به فرضیه بازارهای کارا عمل می‌کند. اسناد بسیار زیادی در ادبیات روانشناسی وجود دارد که نشان می‌دهد افراد به طور نظام‌مند دچار خطا می‌شوند. به عبارتی دیگر مالی رفتاری از مدل‌هایی بهره می‌گیرد که در آن برخی از سرمایه‌گذاران به صورت عقلایی رفتار نمی‌کنند حال چه به دلیل ترجیحات شخصی و یا به دلیل عقاید اشتباه.

در واکنش به مالی رفتاری، فرضیه بازار کارا استدلال می‌کند که بر اساس مفروضات این فرضیه، تک تک سرمایه‌گذاران به صورت منطقی رفتار نمی‌کنند ولی بازار به عنوان یک برآیند کلی، عقلایی رفتار می‌کند. طرفداران این فرضیه، همچنین بیان می‌دارند که پیش بینی دقیق آینده توسط بازار از مفروضات بازار کارا نیست و بازار کارا فقط می‌تواند پیش بینی بی‌طرفانه انجام دهد. اما در مقابل این واکنش، مالی رفتاری شرایطی را شرح می‌دهد که در آن‌ها، بازارهای مالی از لحاظ اطلاعاتی به صورت ناکارای رفتار می‌کنند. (باربریس و همکاران، ۲۰۰۳)

در بحث مالی رفتاری، موضوع کنش و واکنش‌های غیرمنطقی سرمایه‌گذاران در موقعیت‌های تصمیم‌گیری مطرح می‌شود. این خط فکری بر پایه شاخه‌ای از روانشناسی که روانشناسی ادراکی (شناختی)<sup>۱</sup> نامیده می‌شود، قرار دارد. در روانشناسی ادراکی، ظرفیت انسان‌ها برای درک و قضاوت مورد مطالعه قرار می‌گیرد.

### سوگیری‌های ادراکی در روانشناسی ادراکی

پیامد مطالعات روانشناسی ادراکی، سوگیری‌های ادراکی است. سوگیری‌های ادراکی<sup>۲</sup> اولین بار توسط روانشناس مشهور دانیل کانمن در سال ۱۹۷۳ و همکارش آموس تورسکی مطرح شد. این مفهوم به تمایل افراد برای ارتکاب خطاهای قضاوتی سیستماتیک در زمان تصمیم‌گیری اشاره دارد. خطاهای قضاوتی، اغلب نتیجه رفتارهای اکتشافی یا میانبرهای پردازش اطلاعات است که در فرآیند تصمیم‌گیری بشری جای گرفته‌اند.

ده‌ها نوع از سوگیری‌های ادراکی توسط روانشناسان شناسایی و دسته‌بندی گردیده است که برخی از آن‌ها در محاورات روزانه نیز استفاده می‌شود. به عنوان مثال «سفسطه قمارباز»<sup>۳</sup> اشاره به این مفهوم دارد که احتمال رخدادهای آتی تحت تأثیر رخداد‌های تصادفی و نامربوط گذشته است.

سوگیری‌های ادراکی ممکن است باعث خطا در قضاوت‌های حرفه‌ای در هر موقعیت تصمیم‌گیری شوند، به خصوص در ساختارهای پیچیده و تحت فشار، از جمله زمانی که سرمایه‌گذاران، در تقابل با تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌باشند. مطالعات روان‌شناختی به وفور به این نتیجه رسیده‌اند که سوگیری‌های ادراکی اغلب در تصمیمات سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است. موارد عمده سوگیری‌های ادراکی به شرح زیر بیان می‌شود:

- **نمایندگی**<sup>۴</sup>: افراد تمایل دارند که وزن زیادی به تجارب اخیر خود در تصمیم‌گیری‌ها نسبت دهند و معمولاً تجارب سال‌های گذشته خود را با وزن کمتری در نظر می‌گیرند. به عنوان مثال زمانی که بازده سهام برای سال‌های طولانی (۱۹۸۲ تا ۲۰۰۰) در آمریکا و اروپای غربی بالا بود، سرمایه‌گذاران کم‌کم به این اعتقاد رسیده بودند که بازده بالای سهام یک بازده عادی است. (اسکات، ۲۰۰۸)
  - **اثر**<sup>۵</sup>: این سوگیری روی «خوب بودن» یا «بد بودن» اخبار بحث می‌کند و بیان می‌کند که افراد نسبت به اخبار خوب و بد و کلاً واژگان خوب و بد به گونه‌ای متفاوت از ذات خبر بودن یا واژه بودن آن‌ها واکنش نشان می‌دهند. به عنوان مثال واکنش ذهنی شما به دو واژه «نفرت» و «گنج» چگونه است؟ (باربریس و همکاران، ۲۰۰۳)
  - **مشابهات**<sup>۶</sup>: «شبهه، شبیه را ایجاد می‌کند» و «ظاهر برابر واقعیت است». در این سوگیری از نمونه‌سازی<sup>۷</sup> استفاده می‌شود و بر اساس آن تصمیم‌گیری صورت می‌گیرد. (اسکات، ۲۰۰۸)
  - **اثر تمرکز**<sup>۸</sup>: در این سوگیری فرض می‌شود که افراد روی اطلاعات خاصی تمرکز می‌کنند. به عنوان مثال تأکید سرمایه‌گذاران به عدد نهایی صورت سود (زیان) - سود خالص - منجر به عدم توجه به سایر اطلاعات می‌شود. (اسلوان، ۱۹۹۶)
- نمونه بارز اثر تمرکز را می‌توان در ناهنجاری اقلام تعهدی مشاهده نمود که با مقاله تأثیرگذار اسلوان (۱۹۹۶) نقطه شروع آن شکل گرفت.

اسلوان (۱۹۹۶) به بررسی این مهم پرداخت که آیا قیمت سهام منعکس‌کننده پایداری تفاضلی<sup>۹</sup> جریان‌ات نقدی و اجزاء اقلام تعهدی در سودهای آتی هست یا نه. وی نشان داد که جزء جریان نقدی در مقابل اقلام تعهدی در پیش‌بینی سودهای آتی پایدارتر است. نتیجه اصلی حاصله حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران به طور کامل پایداری متفاوت اجزاء سود را درک نمی‌کنند. آن‌ها به جای تمرکز بر اجزاء سود به کل سود توجه دارند. به بیان واضح‌تر، سرمایه‌گذاران پایداری اقلام تعهدی را بیش‌برآورد و پایداری جریان‌ات نقد را کمتر از واقع برآورد می‌نمایند که در نهایت منجر به قیمت‌گذاری اشتباه سهام می‌گردد. در ادبیات پیشین، این قیمت‌گذاری اشتباه از طریق خرید شرکت‌های با اقلام تعهدی کم و فروش استقراضی شرکت‌های با اقلام تعهدی زیاد و از این طریق ایجاد پرتفویی بدون نیاز به وجه نقد اولیه که در نهایت بازده غیرعادی بزرگ‌تر از صفر ایجاد می‌کند، نشان داده

می‌شد. این نتیجه پس از اسلوان (۱۹۹۶) ناهنجاری اقلام تعهدی نامیده و به عنوان نقض کارایی بازار از آن یاد شد.

بر اساس مطالعه گرین (۱۹۹۹)، وقتی که رابطه بین سود و جریان نقدی واحد تجاری قوی نیست، تجزیه سود به جریان نقدی و اقلام تعهدی محتوای اطلاعاتی فزاینده‌ای را فراهم می‌کند.

بیور و همکاران (۱۹۹۹) به بررسی ارتباط اجزای نقدی و تعهدی سود، با ارزش شرکت پرداخته‌اند. نتایج پژوهش بر توان پیش‌بینی ارزش بازار شرکت توسط اجزای نقدی و تعهدی سود دلالت دارد با این تفاوت که ضرایب بخش نقدی مثبت و ضریب بخش تعهدی منفی بوده است.

کولینز و همکاران (۲۰۰۳) رابطه بین مالکیت نهادی سهام و پایداری اقلام تعهدی را مورد بررسی قرار دادند. آن‌ها یافتند که قیمت سهام شرکت‌های با مالکیت نهادی بالا به گونه‌ای دقیق‌تر پایداری اقلام تعهدی خود را منعکس نموده و از استراتژی سپر اقلام تعهدی بازده غیرعادی کمتری قابل کسب است.

دی‌سای و همکاران (۲۰۰۴) به بررسی پایداری اجزای سود پرداختند و به این مطلب دست یافتند که پایداری بخش نقدی سود بیشتر از بخش تعهدی می‌باشد. پینکاس (۲۰۰۷) نیز به نتایج مشابهی دست یافت.

چان و همکاران (۲۰۰۴) محتوای اطلاعاتی کیفیت سود در رابطه با بازده آتی سهام را بررسی کردند. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که میان اقلام تعهدی و بازده آتی سهام رابطه منفی وجود دارد.

بر اساس پژوهش‌های دوپوچ و همکاران (۲۰۰۵) بخش تعهدی سود، پایداری کمتری نسبت به بخش نقدی آن دارد که با یافته‌های دجو (۱۹۹۵) مطابقت دارد و از نظر آن‌ها مدیریت سود، بیشتر از طریق اقلام تعهدی صورت می‌گیرد و بخش تعهدی سود، ثبات کمتری دارد.

هیرشلیفر و همکاران (۲۰۱۱) که از مالکیت نهادی به عنوان پروکسی فروش آربیتراژی استفاده کرده بودند، نشان دادند اگر مالکیت نهادی بیشتر باشد بازده غیرعادی کمتری را از استراتژی سپر اقلام تعهدی می‌توان کسب نمود.

محمدی (۱۳۷۷) به پژوهش در خصوص تعیین میزان ارتباط سود با جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی پرداخته است. نتایج پژوهش نشان می‌دهد که بین سود نقدی و سود تعهدی رابطه قوی وجود ندارد و سود تعهدی نمی‌تواند تفسیری روشن در مورد پیش‌بینی جریان‌های نقدی ارائه کند.

ثقفی و هاشمی (۱۳۸۳) به بررسی تحلیلی رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی پرداختند. آن‌ها هدف از انجام پژوهش را ارائه یک مدل مناسب برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی عملیاتی عنوان نمودند. با استفاده از ۷۱ شرکت عضو نمونه آماری و به کمک روش رگرسیون گام به گام، محققین دریافتند که بین جریان‌های نقدی عملیاتی و سود حسابداری و اجزاء آن رابطه معناداری وجود دارد. و سود حسابداری نسبت به جریان‌های نقدی، توانایی بیشتری برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی دارد.

نیکبخت و مرادی (۱۳۸۴) نیز در پژوهش خود به ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی نسبت به اطلاعات جدید منتشره در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند، که نتایج پژوهش آن‌ها واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید منتشر شده در بورس اوراق بهادار تهران را تأیید کرده است.

مهرانی و همکاران (۱۳۸۶) به بررسی امکان افزایش بازده سرمایه‌گذاری‌ها و کسب بازده‌های غیرعادی از طریق به‌کارگیری راهبرد معاملاتی معکوس در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها، واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران را در بورس اوراق بهادار تهران تأیید نمود. علاوه بر این به گفته‌ی ایشان واکنش بیش از اندازه‌ی سرمایه‌گذاران ایرانی به اخبار بد بسیار بیشتر از واکنش بیش از اندازه آن‌ها نسبت به اخبار خوب است.

مهرانی و همکاران (۱۳۸۷) به ارزیابی واکنش کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این پژوهش آن‌ها به ارزیابی فرضیه واکنش کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران با استفاده از بازده‌های کوتاه‌مدت پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها برخلاف بسیاری از پژوهش‌های خارجی، بیانگر عدم واکنش کند و کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران است.

#### توسعه فرضیه

اسلوان (۱۹۹۶)، نشان داد که بخش نقدی سود جاری در پیش بینی سود های آتی، پایداری بیشتری نسبت به بخش تعهدی سود دارد. نتیجه مهم پژوهش او این بود که سرمایه‌گذاران تفاوت پایداری عناصر مختلف سود را به طور کامل درک نمی‌کنند. آن‌ها به جای تجزیه و تحلیل عناصر سود، بر مبلغ سود متمرکز می‌شوند. به طور خاص سرمایه‌گذاران پایداری اقلام تعهدی را بیش از حد برآورد می‌کنند که به دلیل واکنش بیش از اندازه به تغییرات اقلام تعهدی، منجر به قیمت گذاری اشتباه سهام می‌شود. بنابراین:

**فرضیه:** سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات اقلام تعهدی واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند.

### ۳- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع همبستگی با استفاده از اطلاعات تاریخی است. داده‌های واقعی شرکت‌ها به صورت داده‌های ترکیبی سال شرکت مورد بررسی قرار گرفته است. این کار با بهره‌گیری از الگوی رگرسیون چندگانه انجام می‌شود. داده‌های مرتبط با حسابداری از صورت‌های مالی شرکت‌ها و داده‌های بازار از نرم افزار تدبیر استخراج گردیده است. همچنین جهت آماده سازی داده‌ها از نرم‌افزار اکسل و جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از نرم افزار EViews 6 بهره‌گیری شده است.

جامعه آماری این پژوهش را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای ۱۳۸۴ الی ۱۳۹۰ تشکیل می‌دهند. روش نمونه‌گیری در این پژوهش، روش حذفی با توجه به معیارهای از پیش تعیین شده به شرح زیر می‌باشد:

- (۱) لیست شده در بازار اول بورس اوراق بهادار تهران باشند.
- (۲) از سال ۱۳۸۴ تا سال ۱۳۹۰ در بورس اوراق بهادار تهران حضور داشته باشند.
- (۳) به منظور افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی آن‌ها منتهی به اسفند ماه باشد.

- ۴) شرکت‌ها نباید سال مالی خود را در محدوده زمانی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ تغییر داده باشند. به دلیل استفاده از نمونه‌های سال-شرکتی شرکت‌هایی که سال مالی خود را تغییر داده باشند، باعث مخدوش شدن نمونه آماری خواهند شد.
- ۵) شرکت‌ها نباید جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری یا واسطه‌گری مالی و یا بانک باشند.
- ۶) بین سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ وقفه عملیاتی نداشته باشند.
- ۷) اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.
- با توجه به شرایط فوق، تعداد ۱۳۰ شرکت انتخاب شده و در مجموع ۶۵۰ مشاهده (سال-شرکت) مورد مطالعه قرار گرفته است.

#### ۴- مدل و متغیرهای پژوهش

##### ۴-۱- متغیرهای پژوهش

**اقدام تعهدی عملیاتی:** برای اندازه‌گیری اقدام تعهدی عملیاتی از مدل سرمایه در گردش استفاده می‌شود که در پژوهش اسلوان (۱۹۹۶) نیز مورد استفاده قرار گرفته است: رابطه (۱)

$$OAC = [(\Delta CA - \Delta Cash) - (\Delta CL - \Delta STD - \Delta TP) - Dep] / AVGTA$$

در این رابطه:

OAC: اقدام تعهدی عملیاتی

$\Delta CA$ : تغییرات در دارایی‌های جاری

$\Delta Cash$ : تغییرات در وجوه نقد

$\Delta CL$ : تغییرات در بدهی‌های جاری

$\Delta STD$ : تغییرات در وام موجود در بدهی‌های جاری

$\Delta TP$ : تغییرات در بدهی‌های مالیات بر درآمد

Dep: هزینه‌های استهلاک

AVGTA: میانگین ارزش دفتری دارایی‌های ابتدا و انتهای دوره

**بازده غیرعادی:** برای محاسبه بازده غیرعادی، ابتدا بازده سهام برای شرکت‌های نمونه به شرح زیر تعیین گردید:

$$R_{it} = \frac{[(P_{it} - P_{it-1}) + DPS_{it} + (P_{it} - 1000)A + P_{it}B]}{P_{it-1}} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$R_{it}$ : بازده سهام شرکت  $i$  طی دوره  $t$

$P_{it}$ : قیمت سهام در پایان دوره

$P_{it-1}$ : قیمت سهام در ابتدای دوره



$DPS_{it}$ : سود نقدی هر سهم طی دوره

A: درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات

B: درصد افزایش سرمایه از محل سود انباشته و اندوخته‌ها

پس از تعیین بازده سهام طبق رابطه بالا، بر اساس میانگین بازده واقعی سال  $t$  و سال ماقبل، بازده انتظاری برای سال  $t+1$  تعیین می‌گردد. در گام بعدی با کسر بازده واقعی سال  $t+1$  از بازده انتظاری محاسبه شده، بازده غیرعادی برای سال  $t+1$  محاسبه می‌شود.

#### ۴-۲- مدل پژوهش

برای آزمون فرضیه از مدل رگرسیون زیر استفاده می‌شود:

$$Ab.Return_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 DIVY_{it} + \beta_2 BETA_{it} + \beta_3 LnMV_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 OAC_{it}$$

$Ab.Return_{i,t+1}$ : معیار بازده غیرعادی در سطح شرکت‌ها

$DIVY_{it}$ : متغیر سود تقسیمی برای شرکت  $i$  در سال  $t$ ؛ برای شرکت‌هایی که در سال مالی سود تقسیمی نداشتند صفر در نظر گرفته می‌شود.

به عنوان متغیر کنترلی مورد استفاده قرار می‌گیرد و انتظار می‌رود ضریب  $\beta_1$  منفی باشد. (التون و همکاران، ۱۹۷۰)

$BETA_{it}$ : میزان تغییرات بازده سهام شرکت  $i$  نسبت به سهام بازار برای سال  $t$

به عنوان متغیر کنترلی مورد استفاده قرار می‌گیرد و انتظار می‌رود ضریب  $\beta_2$  مثبت باشد. (پنمن و همکاران، ۲۰۰۲)

$LnMV_{it}$ : لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام عادی شرکت  $i$  برای سال  $t$

به عنوان متغیر کنترلی مورد استفاده قرار می‌گیرد و انتظار می‌رود ضریب  $\beta_3$  منفی باشد. (فاما و همکاران، ۱۹۹۲)

$CFO_{it}$ : جریان نقد حاصل از عملیات شرکت  $i$  برای سال  $t$

$OAC_{it}$ : اقلام تعهدی عملیاتی شرکت  $i$  برای سال  $t$ :

نحوه اندازه‌گیری اقلام تعهدی عملیاتی در بخش‌های قبل توضیح داده شده است.

در صورتی که ضریب  $\beta_5$  منفی باشد بیانگر وجود ناهنجاری اقلام تعهدی و تأیید فرضیه - واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به تغییرات اقلام تعهدی- خواهد بود.

#### ۵- یافته‌های پژوهش

در جدول ۱، آمار توصیفی متغیرهای پژوهش حاضر که شامل اقلام تعهدی عملیاتی، جریان نقد عملیاتی، سود تقسیمی، بتا، لگاریتم طبیعی ارزش بازار، بازده غیرعادی و جریان نقد عملیاتی همگن شده با متوسط دارایی‌هاست ارائه شده است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

شرح متغیر	نماد متغیر	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
اقدام تعهدی عملیاتی	OAC	(۱/۸۸)	۱/۸۳	۰/۰۳	۰/۱۹
جریان نقد عملیاتی (میلیون ریال)	CFO	(۲,۰۴۳,۱۱۰)	۱۶,۵۸۸,۳۴۳	۳۱۲,۹۷۶	۱,۳۸۸,۳۴۳
سود تقسیمی (میلیون ریال)	DIV	-	۹,۴۸۰,۰۰۰	۲۰۰,۸۵۵	۸۳۰,۸۴۷
بتا	BETA	(۲۲۵/۳۰)	۲۷۵/۴۴	۱	۱۵/۵۷
لگاریتم طبیعی ارزش بازار	LNMV	۸/۵۲	۱۸/۰۹	۱۲/۴۸	۱/۴۶
بازده غیرعادی	AB.RETURN	(۳۹/۴۴)	۷۵۴/۰۵	۲/۶۱	۸۸/۴۳

در ارتباط با اقدام تعهدی عملیاتی همان گونه که در نگاره آمار توصیفی مشخص است، میانگین اقدام تعهدی عملیاتی مثبت است که بیانگر استفاده از اقدام تعهدی عملیاتی افزایشی توسط شرکت‌های مورد بررسی است. همچنین در ارتباط با جریان نقد عملیاتی، میانگین شرکت‌های مورد بررسی مثبت است که بیانگر ورود جریان نقد عملیاتی است.

برای شرکت‌هایی که در سال مورد بررسی فاقد سود تقسیمی بودند عدد صفر قرار داده شد. بنابراین کمترین مقدار سود تقسیمی به میزان صفر است که حاکی از عدم تقسیم سود است. برای متغیر بتا، آنچه که در نگاره آمار توصیفی خودنمایی می‌کند میانگین ضریب بتا است. همان گونه که مشخص است میانگین ضریب بتا برای شرکت‌های نمونه برابر با یک است که نشان دهنده تغییرات همسان شرکت‌های نمونه با بازار است به عبارتی دیگر میانگین یک برای ضریب بتای شرکت‌های نمونه نشان می‌دهد که شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش از منظر ریسک، همسان بازار می‌باشند و نمونه ای مناسب از بازار در بعد ریسک هستند.

جدول ۲: نتایج آزمون فرضیه به روش داده‌های ترکیبی

متغیر مورد بررسی	ضریب رگرسیون	آماره t	سطح معناداری
سود تقسیمی	۰,۰۰	۰,۹۳	۰,۳۶
بتا	۰,۴۶	۲,۰۷	۰,۰۴
لگاریتم طبیعی ارزش بازار	(۱۷,۵۰)	(۶,۵۷)	۰,۰۰
جریان نقد عملیاتی	۰,۰۰	۰,۸۹	۰,۳۸
اقدام تعهدی عملیاتی	(۸۶,۳۱)	(۴,۸۱)	۰,۰۰
ضریب ثابت	۲۲۰,۰۷	۶,۷۰	۰,۰۰
آماره F	۱۷,۴۴	سطح معناداری مدل	۰,۰۰
آماره دوربین واتسون	۱,۷۶	R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰,۱۱

با توجه به اینکه داده‌های مورد آزمون از نوع سال-شرکت می‌باشند بنابراین ضروری است ابتدا بین روش داده‌های ترکیبی و تلفیقی تفکیک ایجاد شود. برای انتخاب بین روش داده‌های ترکیبی و تلفیقی از آزمون چاو

F (لیمر) استفاده می‌شود. در ارتباط با فرضیه اول سطح معناداری آزمون چاو بالای ۰,۰۵ است بنابراین با توجه به سطح معناداری مذکور فرض صفر آزمون چاو که همان استفاده از داده های پانل است رد می‌شود؛ و در نتیجه برای آزمون فرضیه از روش داده های ترکیبی استفاده می‌شود.

### تحلیل نتایج آزمون فرضیه

همان‌گونه که در جدول ۲ مشخص است آماره F و سطح معناداری مدل آزمون به ترتیب ۱۷,۴۴ و ۰,۰۰ است که بیانگر مناسب بودن مدل آزمون از لحاظ معناداری است.

یکی از مفروضاتی که در رگرسیون مدنظر قرار می‌گیرد، استقلال خطاها (تفاوت بین مقادیر واقعی و مقادیر پیش بینی شده توسط معادله رگرسیون) از یکدیگر است. در صورتی که فرضیه استقلال خطاها رد شود و خطاها با یکدیگر همبستگی داشته باشند امکان استفاده از رگرسیون وجود ندارد. به منظور بررسی استقلال خطاها از یکدیگر از آماره دوربین واتسون استفاده می‌شود. مقدار آماره آزمون اگر کمتر از ۱,۵ و بیشتر از ۳ باشد زنگ هشدار برای وجود خود همبستگی به ترتیب مثبت و منفی بین باقیمانده ها است. در آزمون فرضیه پژوهش آماره دوربین واتسون برابر با ۱,۷۶ است که بیانگر مقدار مناسبی برای این آماره است. ضریب  $R^2$  تعدیل شده که تعیین کننده قدرت توضیح دهندگی متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل است معادل ۰,۱۱ است.

**نتیجه فرضیه:** همان‌گونه که در مدل آزمون فرضیه ذکر شده است متغیر مستقل اصلی، اقلام تعهدی عملیاتی است. همان‌گونه که در جدول ۲ مشخص است ضریب اقلام تعهدی عملیاتی ( $\beta_5$ ) و سطح معناداری ضریب رگرسیون به ترتیب (۸۶,۳۱) و ۰,۰۰ است که بیانگر تأیید فرضیه و وجود ناهنجاری اقلام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران است. تأیید این فرضیه مبنی بر وجود ناهنجاری اقلام تعهدی همسو با نتایج پژوهش‌های بسیاری است که نقطه شروع آن‌ها پژوهش اسلوان (۱۹۹۶) بوده است. رابطه منفی بین اقلام تعهدی سال جاری و بازده غیرعادی سال آتی بیانگر این است که بازار در سال جاری نسبت به پایداری بخش تعهدی سود بیش از واقع واکنش نشان می‌دهد و باعث افزایش بازده انتظاری بازار می‌گردد که در واقع مبتنی بر اقلام ناپایدار یا کم پایدار است و در سنوات آتی به دلیل ناپایداری بخش تعهدی سود سال جاری، بازار با بازده غیرعادی منفی روبرو می‌گردد.

### ۶- نتیجه گیری و بحث

همسو با یافته های پژوهش اسلوان (۱۹۹۶) مبنی بر واکنش بیش از واقع سرمایه گذاران به اقلام تعهدی که با عنوان ناهنجاری اقلام تعهدی مطرح گردیده است، پژوهش حاضر نیز در بورس اوراق بهادار تهران به نتیجه مشابهی رسید. به عبارتی دیگر در بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه گذاران به دلیل تمرکز بر عدد نهایی سود و عدم توجه به تفکیک پایداری بخش تعهدی و نقدی سود اقدام به تعیین سود انتظاری و واکنش بیش از واقع به بخش تعهدی سود می‌نمایند که به دلیل واکنش بیش از واقع به اقلام تعهدی و تعیین سود انتظاری بیش از حد واقعی، در سنوات بعد با بازده غیرعادی منفی مواجه می‌گردند.

برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌گردد:

- پیشنهاد می‌شود که برای پژوهش‌های آتی، به دلیل تورم بالای ایران، اثر تورم در بازده انتظاری سرمایه‌گذاران و تعدیل لازم برای تعیین بازده غیرعادی صورت گیرد.
- با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش مشخص گردید که بین ضریب بتای سال جاری شرکت‌ها و بازده غیرعادی دوره آتی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد، بنابراین پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی به بررسی ناهنجاری اقلام تعهدی در شرکت‌ها از منظر ریسک پرداخته شود.
- برای پژوهش‌های آتی، پیشنهاد می‌شود که ناهنجاری اقلام تعهدی در سطح صنایع مختلف نیز مورد آزمون قرار گیرد.

### فهرست منابع

- \* مهرانی ساسان، نونهال نهر علی اکبر. (۱۳۸۶)، «بررسی امکان به‌کارگیری راهبرد معاملات معکوس در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۰، ۴۷-۲۵.
- \* مهرانی ساسان، نونهال نهر علی اکبر. (۱۳۸۷)، «ارزیابی واکنش کمتر از حد مورد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۵۴، ۱۱۷-۱۳۷.
- \* نیکبخت محمدرضا، مرادی مهدی. (۱۳۸۴)، «ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۴۰، ۹۷-۱۲۲.
- \* Allen, E. J., Larson, C. R., & Sloan, R. G. (2013). Accrual reversals, earnings and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*.
- \* Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 1053-1128.
- \* Charitou, A., Clubb, C., & Andreou, A. (2001). The Effect of Earnings Permanence, Growth and Firm Size on the Usefulness of Cash Flows and Earnings in Explaining Security Returns: Empirical Evidence for the UK. *Journal of Business Finance and Accounting*, 28(5-6), 563-594
- \* Collins, D., G. Gong, and P. Hribar, (2003). Investor sophistication and the mispricing of accruals. *Review of Accounting Studies*, 8 (2-3), 251-276
- \* Cotter, J. (1996). Accrual and Cash Flow Accounting Models: A Comparison of the Value Relevance and Timeliness of their Components. *Accounting & Finance*, 36(2), 127-150.
- \* Dechow, P. and W. Ge. (2006). The persistence of earnings and cash flows and the role of special items: Implications for the accrual anomaly. *Review of Accounting Studies* 11, 253-296
- \* Desai, H., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. (2004). Value-glamour and accruals mispricing: one anomaly or two? *The Accounting Review* 79, 355-385.
- \* Dopuch, N., Seethamraju, C., and Xu, W.H., (2005). The pricing of accruals for profit and loss firms', *Review of Quantitative Finance & Accounting* 34, 505-16
- \* Elton, E.J. and M.J. Gruber. (1970). Marginal Stockholders' Tax Rates and the Clientele Effect. *Review of Economics and Statistics* 52, 68-74.
- \* Fama, E. and K. French. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance* XLVII (2), 427-465.
- \* Green, J, J. Hand, and M. Soliman. (2011). Going, Going, Gone? The Apparent Demise of the Accruals Anomaly. *Management Science Articles in advance* 1-20.

- \* Healy, P. M., & Wahlen, J. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*, 13(4), 365-383
- \* Hirshleifer, D., Teoh, S. H., & Yu, J. J. (2011). Short arbitrage, return asymmetry, and the accrual anomaly. *Review of Financial Studies*, 24(7), 2429-2461.
- \* Kahneman, D., & Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 263-291.
- \* Penman, S. and X. Zhang. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The Accounting Review* 77, 237-264
- \* Richardson, S., R. Sloan, M. Soliman, and I. Tuna. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics* 39, 437-485.
- \* Schwert, G. (2003). Anomalies and market efficiency, Chapter 15. Edited by George Constantinides, Milton Harris, and René Stulz. *Handbook of the economics of finance* (pp. 937-972). North-Holland.
- \* Scott WR (2008). "Financial Accounting Theory". Prentice Hall.
- \* Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71, 289-315.
- \* Zhang, X. F. (2007). Accruals, Investment, and the Accrual Anomaly. *The Accounting Review*, 82(5), 1333- 1363

## یادداشت‌ها

---

<sup>1</sup> Cognitive Psychology

<sup>2</sup> Cognitive Biases

<sup>3</sup> Gambler's fallacy

<sup>4</sup> Representativeness

<sup>5</sup> Effect

<sup>6</sup> Similarity

<sup>7</sup> Prototyping

<sup>8</sup> Fixation effect

<sup>9</sup> Differential