

مجله پژوهش‌های حسابداری مالی

سال دوم، شماره سوم، شماره پیاپی (۵)، پاییز ۱۳۸۹

تاریخ وصول: ۱۳۸۸/۱۰/۲۸

تاریخ پذیرش: ۱۳۸۹/۵/۳۰

صص ۴۸-۳۱

بررسی واکنش سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به جنبه‌های

پایداری ارقام تعهدی

حمید حقیقت*، علی اکبر ایرانشاهی**

* استادیار حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)

** کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)

چکیده

پژوهشگرانی که واکنش بیش از اندازه سهامداران را مطالعه نموده‌اند، به این نتیجه رسیده‌اند که سرمایه‌گذاران نسبت به عملکرد مالی گذشته شرکت‌ها واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند؛ به این معنی که سرمایه‌گذاران، سهام‌های با عملکرد گذشته خوب را بالاتر از ارزش ذاتی و سهام‌های با عملکرد مالی گذشته ضعیف را پایین‌تر از ارزش ذاتی، ارزش‌گذاری می‌کنند. بنابراین، پس از مدتی، وقتی سرمایه‌گذاران تشخیص دهند انتظارات قبلی آنها بجا نبوده، قیمت سهام به ارزش ذاتی و واقعی خود باز می‌گردد. پژوهش حاضر به بررسی واکنش بیش از اندازه سهامداران بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. در این بررسی، واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات ارقام تعهدی بررسی شده است. جامعه آماری تحقیق، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی تحقیق ۹ سال از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۶ است. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از دو روش رگرسیون و پرتفوی استفاده شده است. نتایج به دست آمده، حاکی است که در بازار سرمایه ایران، واکنش نادرست سرمایه‌گذاران نسبت به ارقام تعهدی وجود دارد، ولی پایداری ارقام تعهدی عامل گمراهی سرمایه‌گذاران نیست.

واژه‌های کلیدی: واکنش سرمایه‌گذاران، ارقام تعهدی، پایداری، ارقام تعهدی خلاف قاعده

مقدمه

گزارش شده و بررسی اجزای سود؛ یعنی اقلام تعهدی و جریان نقدی عملیاتی، بازده های آتی سهام شرکت‌ها را پیش بینی می‌کنند. در این پیش بینی، سرمایه‌گذاران بی‌تجربه‌ای هستند که عوامل تأثیرگذار در پیش بینی صحیح بازده آتی از جمله نقش پایداری اقلام تعهدی را مد نظر قرار نداده، یا برآورد اشتباهی از آن دارند که واکنش نادرست آنها را به دنبال دارد. به همین منظور، در این پژوهش، واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات منتشر شده در ارتباط با اقلام تعهدی و عاملی که بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است، بررسی می‌گردد.

مبانی نظری پژوهش

به طور کلی، قدرت محدود در محاسبات، پیچیده بودن مسایل تصمیم‌گیری و وجود برخی خطاهای سیستماتیک در قضاوت‌ها باعث می‌شود که گاهی انسان‌ها به صورت کاملاً عقلایی عمل نکنند [۲]. در این زمینه، عوامل روانشناختی یکی از مهمترین مواردی هستند که می‌توانند بر روی رفتار سرمایه‌گذاران و واکنش آنها در مقابل اطلاعات تأثیر بگذارند. تحلیل‌ها نشان می‌دهد که اوراق بهادار، اغلب چرخه‌هایی از واکنش کمتر از حد و بیش از حد را در نتیجه پردازش اطلاعات سرمایه‌گذاران تجربه می‌کنند. به طور کلی، میزان واکنش بیش از حد یا کمتر از حد بستگی به این دارد که سرمایه‌گذاران، اصول اولیه را چگونه درک کنند؛ اگر این اصول به راحتی توسط بسیاری از افراد قابل درک باشد، هر دو واکنش بیش از حد و کمتر از حد کاهش خواهد یافت [۳].

در ارتباط با علل پدیده واکنش نادرست سرمایه‌گذاران، پژوهشگران مختلف مجموعه‌ای از

امروزه اطلاعات وسیله و ابزار مهمی در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی به شمار می‌آید و بدون شک، کیفیت تصمیمات نیز بستگی به صحت، دقت و بهنگام بودن اطلاعاتی دارد که در زمان تصمیم‌گیری در اختیار افراد قرار می‌گیرد. در بازار سرمایه، این اطلاعات می‌تواند به صورت نشانه‌ها، علایم، اخبار و پیش‌بینی‌های مختلف از داخل یا خارج شرکت انعکاس یابد و در دسترس سهامداران قرار گیرد و باعث ایجاد واکنش‌ها و در نتیجه، تغییراتی در قیمت‌های سهام گردد. [۴] واکنش معامله‌گران بازار سهام به آگهی‌ها و اخبار متفاوت است و در برخی موارد، واکنش افراد عقلایی نبوده، باعث ناهنجاری‌هایی از جمله افزایش بیش از حد یا کمتر از حد قیمت‌ها می‌گردد. واکنش بیش از اندازه یا کمتر از اندازه، زمانی رخ می‌دهد که افراد با توجه به اطلاعات جدید، قیمت‌ها را بیشتر یا کمتر از میزان واقعی آن ارزیابی می‌کنند. گرچه بازار پس از گذشت زمان به اشتباه خود پی می‌برد و به حالت تعادل بر می‌گردد، با وجود این، این رفتار نوعی رفتار غیر عقلایی در بازار به حساب می‌آید که می‌تواند پاسخ منطقی نسبت به عدم اطمینان سرمایه‌گذاران باشد. انتظارات افراد تابع پیش‌بینی‌های آنهاست که گاهی از ناکارآمدی‌هایی برخوردار است. شناخت منبع این ناکارآمدی‌ها، می‌تواند کاربردهای مهمی در زمینه عقلانیت سرمایه‌گذاران و کارایی بازار داشته باشد [۲].

یکی از اطلاعات مهمی که در دسترس سرمایه‌گذاران است و آنها نسبت به تغییرات آن واکنش نشان می‌دهند سودهای گزارش شده از سوی شرکت‌هاست. سرمایه‌گذاران از طریق سودهای

می‌کند، به توانایی‌های بالای خود و رویدادهایی را که اعمال آنها را تایید نمی‌کند، به شانس و اقبال بد خود و عوامل بیرونی نسبت می‌دهند [۳].

واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات اقلام تعهدی

تعبیر عمومی از اقلام تعهدی این است که اقلام تعهدی زاینده اعمال متهورانه مدیریت در ثبت و شناسایی رویدادهاست [۱]. اصول پذیرفته شده حسابداری در مورد زمان و مبلغ شناسایی درآمدها و هزینه‌ها به مدیریت شرکت‌ها آزادی عمل نسبی داده است و وقتی مدیران، سود حسابداری را به مبلغی بیش از وجه نقد حاصل شناسایی می‌کنند، اقلام تعهدی ایجاد می‌شوند [۶]. بنابراین، انگیزه‌های متفاوت مدیران در ثبت رویدادها، پیش‌بینی سرمایه‌گذاران را تحت تأثیر قرار می‌دهد. از آنجایی که اجزای تعهدی سود از قابلیت استمرار کمتری نسبت به جزء نقدی آن برخوردار است؛ بررسی اجزای نقدی و تعهدی سود برای جلوگیری از تحمل هزینه‌های بالا توسط سرمایه‌گذاران ضروری به نظر می‌رسد، بنابراین، می‌توان گفت یک جنبه مهم از اقلام تعهدی پایداری این اقلام است که به لحاظ ذهنی بودن معمولاً پایداری کمتری نسبت به جزء نقدی سود دارند.

پایداری^۱ سود، به معنی تکرار پذیری (استمرار) سود جاری است. هر چه پایداری سود بیشتر باشد، شرکت توان بیشتری برای حفظ سود جاری دارد و فرض بر این است که کیفیت سود بالاتر است [۱]. پایداری سود از جمله ویژگی‌های کیفی سود است که در ارزیابی جریان نقدی آتی واحد تجاری مورد توجه

عوامل روان‌شناختی را بیان نموده و این موضوع را در حوزه مالی رفتاری قرار داده‌اند. برخی از عوامل مهمی که در ادبیات موضوع مطرح شده‌اند عبارتند از:

الف) تورش محافظه کاری

سرمایه‌گذاران به صورت گُند خود را با اخبار جدیدی که وارد بازار می‌شوند، وفق داده، انتظارات خود را آرام آرام در قیمت‌های بازار وارد می‌کنند. به عبارت دیگر، زمانی که سرمایه‌گذاران خبر خوبی را در ارتباط با سود شرکت دریافت می‌نمایند، به گونه‌ای اقدام می‌نمایند که شاید قسمتی از شوک، در دوره بعدی معکوس خواهد شد [۳].

ب) نظریه لنگر انداختن

این نظریه بیانگر این است که افراد برای شروع فرآیند تصمیم‌گیری و تجزیه و تحلیل، از بخش خاصی از اطلاعات استفاده می‌کنند و برای پیش‌بینی خود، اطلاعات موجود را بر آن اساس تعدیل می‌نمایند [۳].

پ) اطمینان بیش از حد اندازه

بیانگر تمایل به برآورد بیش از حد توانایی و خلاقیت‌های خود است. این تورش باعث می‌شود تا معامله‌گران در بازارهای اوراق بهادار، برای اطلاعات و اعمال دیگران محل و وزن کمتری قایل شوند. اطمینان بیش از حد، باعث می‌شود تا اشخاص اقدام به انجام معاملات بیشتری نمایند و به دلیل تحمل هزینه‌های معاملات و نیز انتخاب‌های نادرست، بازده کمتری کسب نمایند [۳].

ت) موفقیت منتسب به خود

این تورش که یکی از عوامل اصلی خود فریبی سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه است، ناشی از نظریه نسبیت در روانشناسی است. در این نظریه، افراد رویدادهایی را که معتبر بودن اعمال آنها را تایید

سرمایه‌گذاران در پیش بینی‌های خود دچار اشتباه شده و در نتیجه قیمت‌گذاری اشتباه سهام، بازده‌های غیر عادی ایجاد شده که به کاهش کارایی بازار منجر شده است. طبق فرضیه بازار کارا که در مطالعات بازار سرمایه توسط فاما (۱۹۷۲) معرفی شد، زمانی که قیمت‌ها منعکس کننده تمام اطلاعات در دسترس باشد، سرمایه‌گذاران قادر به کسب بازده‌های غیرعادی نخواهند بود [۱۰].

در بسیاری از مطالعات اخیر، بررسی می‌شود که آیا چنین کارایی در بازارهای مختلف وجود دارد یا خیر؟ در واقع، در بسیاری از این تحقیقات، حضور سرمایه‌گذارانی که سبب برهم خوردن کارایی بازار می‌شوند، مورد بحث بوده است. اسلون (۱۹۹۶)، مونتایر (۲۰۰۲)، پنکاس (۲۰۰۵) و لافوند (۲۰۰۵) همگی اتفاق نظر دارند که سرمایه‌گذاران زمانی که به گزارش‌های مالی واکنش نشان می‌دهند، نباید صرفاً به نتیجه نهایی^۱ (سود خالص) توجه کنند. تحقیقات آنها نشان می‌دهد که اجزای متفاوت سودهای گزارش شده، ثبات و پایداری متفاوتی دارند و معیارهای متفاوتی از قابلیت پیش‌بینی ارائه می‌کنند. بنابراین، یک سرمایه‌گذار معقول^۲ نه تنها باید به سود خالص توجه کند، بلکه باید بررسی نماید چه میزان از سود در خلق ارزش جریان نقدی^۳ پایدار است [۱۱].

اسلون (۱۹۹۶) اثبات کرده است که بین اقلام تعهدی و بازده آتی رابطه منفی وجود دارد و این رابطه را اصطلاحاً اقلام تعهدی خلاف قاعده^۴ نامیده است [۱۸]. این یافته‌ها در تحقیقات افرادی چون لیو و نیسیم (۲۰۰۹)، ژانگ (۲۰۰۷)، ماشرووالو

سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد. پایداری سود محدود به سودهای گذشته و جاری نمی‌شود، بلکه سودهای آتی را نیز شامل می‌شود. ارتباط بین سودهای گذشته و سودهای آتی در قالب یک فرایند تصادفی که برای توصیف رفتار سود در طول زمان مشاهده شده است، بیان می‌شود. از این رو، وقایعی که در دوره‌ای خاص اتفاق می‌افتد، ممکن است بی‌قاعده (نامنظم) باشند و انتظار می‌رود تأثیر مشابهی بر سود دوره‌های بعدی نداشته باشند [۲۰]. بنابراین، آشنا نبودن با این مقوله منجر به عدم قیمت‌گذاری صحیح سهام شرکت‌ها و پیش بینی اشتباه بازده سهام گردیده که هزینه‌های زیاد ناشی از این ناآگاهی در نتیجه شناسایی اطلاعات غیر معتبر موجود در صورتهای مالی ایجاد شده است.

رابطه بین اقلام تعهدی و بازده سهام

در تحقیقات حسابداری به ارتباط بین کیفیت سود حسابداری و بازده سهام توجه زیادی شده است، چرا که سرمایه‌گذاران در پیش بینی مبلغ، زمان و عدم اطمینان وجوه نقد دریافتی از محل سود تقسیمی یا بهره و وجوه حاصل از فروش یا بازخرید قبل از سررسید اوراق بهادار باید تصمیم بگیرند و کیفیت سود برای آنها مهم است. در واقع، سود دوره جاری و سودهای گذشته می‌توانند شاخصی برای پیش‌بینی سود دوره‌های آتی باشند و ثبات و دوام این سودها منجر به افزایش کیفیت سود خواهد شد. در اکثر تحقیقات حسابداری سود به دو بخش تعهدی و نقدی تفکیک شده است و اثر هر کدام از این اجزا، در اندازه‌گیری عملکرد واحد تجاری، بازده سهام، ارزش شرکت و سایر موارد، مورد آزمون قرار گرفته است. با وجود اهمیت پیش‌بینی سود و بازده سهام برای سرمایه‌گذاران، مشاهده می‌گردد که

1 Bottom Line

2 Rational Investor

3 Value Creating Cash Flows

4 Accrual Anomaly

شود که معیارهای اقلام تعهدی، بازده‌های غیر عادی آتی^۳ را پیش بینی کنند [۱۲].

اقلام تعهدی خلاف قاعده

ارتباط منفی بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام را اقلام تعهدی خلاف قاعده گویند. این ارتباط را ابتدا اسلون (۱۹۹۶) در تحقیق خود بررسی نمود. وی استدلال می‌کند که سرمایه‌گذاران زمانی که انتظاراتشان را از سود شرکت‌ها شکل می‌دهند، تمایل دارند تا پایداری اقلام تعهدی را بیش از واقع و پایداری جریان های نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند و در واقع، پایداری اقلام تعهدی را نسبت به جریان نقدی بیشتر پیش‌بینی می‌کنند که در نتیجه، موجب ایجاد رابطه منفی بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام می‌شود. اسلون این رابطه منفی را اقلام تعهدی خلاف قاعده نامیده است و وجود سرمایه-گذاران بی تجربه را علت ایجاد اقلام تعهدی خلاف قاعده می‌داند. در واقع واکنش نادرست سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات اقلام تعهدی، به قیمت‌گذاری اشتباه سهام منجر گردیده است.

فرضیه اسلون (۱۹۹۶) بر این اساس بود که اقلام تعهدی خلاف قاعده ناشی از اشتباه قیمت‌گذاری است؛ به طوری که سرمایه‌گذاران سودهای گزارش شده را ثابت فرض کرده، نسبت به درک پایداری پایین اقلام تعهدی شکست می‌خورند. این فرضیه تثبیت اقلام تعهدی دو نتیجه را به دنبال دارد: اولاً، انتظارات سرمایه‌گذاران از سودهای آتی تمایل به صعودی (نزولی) بودن برای شرکت‌هایی با اقلام تعهدی پایین (بالا) دارد؛ ثانیاً قابلیت پیش‌بینی

همکاران (۲۰۰۶)، یو (۲۰۰۵)، ژی (۲۰۰۱) و هری‌بار و کولینز (۲۰۰۲) نیز تأیید شده است. آنها استدلال می‌کنند که سرمایه‌گذاران زمانی که انتظاراتشان را از سود شرکت‌ها شکل می‌دهند، تمایل دارند تا پایداری اقلام تعهدی را بیش از واقع و پایداری جریان های نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند و در این صورت، رابطه منفی بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام ایجاد می‌شود. اسلون این رابطه منفی را اقلام تعهدی خلاف قاعده نامیده است و وجود سرمایه‌گذاران بی تجربه را علت ایجاد اقلام تعهدی خلاف قاعده می‌داند [۲۲].

مفاهیم اقلام تعهدی خلاف قاعده، چالشی اساسی برای بازارهای سهام که کارایی نیمه قوی دارند، محسوب می‌شود. اسلون (۱۹۹۶) اثبات کرد که بازار سهام آمریکا در بیش از واقع وزن دادن^۱ به جزء تعهدی سود و کمتر از واقع وزن دادن^۲ به جزء نقدی سود و به عبارتی، در قیمت‌گذاری اشتباه نقش داشته است. این رفتار نشان می‌دهد که بازار، سهام شرکت‌ها را اشتباه قیمت‌گذاری خواهد کرد. زیرا تفسیر اشتباه از پایداری جریان نقدی و اقلام تعهدی در پیش‌بینی سود عملیاتی، توسط اعضای بازار برای شرکت‌هایی با بالاترین (پایین‌ترین) اقلام تعهدی، سود یک سال پیش روی بالاتر (پایین تر) را پیش‌بینی می‌کنند و از آنجایی که بین سود و بازده رابطه مثبتی وجود دارد، بنابراین، بازده آتی و به دنبال آن قیمت سهام نیز تحت تأثیر تفسیر اشتباه سرمایه‌گذاران از پایداری اجزای سود قرار می‌گیرد و در نتیجه، اقلام تعهدی خلاف قاعده و قیمت‌گذاری اشتباه باعث می-

1 Over weight
2 Under weight

با سود از خود نشان دهند. از این رو، در بحث پایداری اقلام تعهدی می‌توان گفت، بین اقلام تعهدی و رشد سودهای آتی رابطه منفی وجود دارد و هرگاه اقلام تعهدی پایداری کمتری نسبت به جریان نقدی داشته باشند، این رابطه تشدید می‌شود.

پیشینه پژوهش

یانگ یو (۲۰۰۵) به بررسی این موضوع پرداخت که آیا سرمایه‌گذاران نسبت به اقلام تعهدی بیش از واقع واکنش نشان می‌دهند یا کمتر از واقع؟ آنها مجدداً اقلام تعهدی خلاف قاعده را آزمون کردند. آنها بر روی این موضوع تمرکز کردند که اسلون (۱۹۹۶) چگونه با وجود سه ابزار متفاوت؛ یعنی از قلم افتادگی جریان نقدی، استفاده از یک وضعیت سالیانه و اعتماد به کل شرکت‌های نمونه در آزمون عکس العمل سرمایه‌گذاران با اقلام تعهدی، اقلام تعهدی خلاف قاعده را استنتاج کرده است. یافته‌های آنها در ابتدا، بعد از کنترل جریان نقدی و استفاده از اطلاعات فصلی نشان‌دهنده این موضوع بود که اقلام تعهدی به صورت مثبتی با بازده‌های آتی مرتبط است و پیشنهاد می‌کند که سرمایه‌گذاران به اقلام تعهدی، کمتر از واقع عکس العمل نشان می‌دهند. این رابطه مثبت، ضعیف‌تر از رابطه مثبت بین جریان نقدی و بازده‌های آتی است که نشان‌دهنده عکس العمل کمتر از واقع سرمایه‌گذاران به جریان نقدی در یک وسعت بیشتری است. دوم، زمانی که جریان نقدی از قلم می‌افتد، عکس العمل کمتر از واقع به جریان نقدی نسبت به اقلام تعهدی بیشتر می‌شود که با ارتباط منفی بین اقلام تعهدی و جریان نقدی ترکیب و یک ارتباط منفی بین اقلام تعهدی و بازده آتی ایجاد می‌شود که به سمت اقلام تعهدی

سودهای آتی از طریق اقلام تعهدی با میزان پایداری اقلام تعهدی کاهش می‌یابد. بنابراین، وجود اقلام تعهدی خلاف قاعده در بازار نشانه عکس العمل نادرست سرمایه‌گذاران بوده، معیاری برای بررسی واکنش بیش از اندازه یا کمتر از اندازه سرمایه‌گذاران بی‌تجربه در بازار سهام است [۱۳].

رابطه اقلام تعهدی و سودهای آتی

میزان مربوط بودن سودهای جاری برای پیش بینی سودهای آتی، به پایداری سودها بستگی دارد. چنانچه سرمایه‌گذاران موفق به تشخیص اجزاء پایدار سود شوند، احتمالاً سودهای آتی را به خوبی پیش‌بینی خواهند کرد و چون سود گزارش شده مهمترین منبع اطلاعاتی پرداخت سود آتی شرکت محسوب می‌شود، بنابراین، با در اختیار داشتن این پیش‌بینی‌ها ممکن است میزان سود نقدی آتی خود را بهتر برآورد نمایند. از آنجا که اقلام تعهدی به گونه‌ای تعدیلات جریان نقدی را نشان می‌دهد و مجموع آن در طول عمر یک شرکت صفر است، اقلام تعهدی بالا در یک دوره سبب می‌شود که این اقلام در دوره‌های آتی معکوس شوند و با توجه به اینکه سود حسابداری متشکل از دو جزء نقدی و تعهدی است، متعاقباً با معکوس شدن اقلام تعهدی سودهای آتی نیز کاهش خواهد یافت [۲۲]. از طرفی در صورت وجود مدیریت سود نیز، مدیران ممکن است از اقلام تعهدی به شکل فرصت‌طلبانه‌ای برای متورم نمودن سودهای آتی استفاده کنند. نادیده گرفتن دستکاری سود از سوی سرمایه‌گذاران ممکن است آنها را با خطای برآورد خوش‌بینانه مواجه سازد که می‌تواند باعث واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران شود. این ناآگاهی سبب می‌شود که افراد واکنش اشتباهی به اخبار مرتبط

خلاف قاعده رهنمون می‌شود. این نتایج برای کلیه شرکت‌ها و حتی شرکت‌هایی که اقلام تعهدی آنها با احتمال بیشتری، نقش مهمی در اندازه‌گیری عملکرد شرکت بازی می‌کنند، وجود دارد. نهایتاً و در همان مسیر نتایج بالا، با کنترل مناسب جریان نقدی، تحلیلگران مالی برخلاف آنچه در گذشته تصور می‌کردند؛ مبنی بر اینکه عکس العمل سرمایه‌گذاران نسبت به اقلام تعهدی بیش از واقع است، متوجه شدند که سرمایه‌گذاران عکس العمل کمتر از واقع به اقلام تعهدی نشان می‌دهند [۲۱].

شی و همکاران (۲۰۰۷) به تجزیه و تحلیل یکپارچه‌ای از ارتباط بین افشای اقلام تعهدی و اقلام تعهدی خلاف قاعده پرداختند. آنها بررسی کردند که آیا عدم افشای اطلاعات اقلام تعهدی در سودهای اعلام شده ممکن است به اقلام تعهدی خلاف قاعده منجر شود. در این مطالعه، آنها رویکرد یکپارچه‌ای توسط تحلیل قیمت‌گذاری اقلام تعهدی غیرعادی در نزدیکی اعلان سود انجام دادند و شواهدی از اشتباه قیمت‌گذاری اقلام تعهدی برای شرکت‌هایی که اطلاعات اقلام تعهدی را در اعلان سود افشا می‌کنند، نیافتند. برای این شرکت‌ها بازار سرمایه قادر است بین جزء اختیاری و غیر اختیاری سود تفاوت قایل شود. در مقابل، همان طور که انتظار می‌رفت، بازار سرمایه برای شرکت‌هایی که اطلاعات اقلام تعهدی را افشا نمی‌کنند، در تمایز قایل شدن بین اجزای سودهای اختیاری از غیر اختیاری شکست می‌خورد [۱۶].

دنيس چمبرز و جف پین (۲۰۰۸) به بررسی "کیفیت حسابرسی و اقلام تعهدی خلاف قاعده" پرداخته‌اند. آنها با توجه به تحقیقات قبلی به دنبال یافتن ارتباطی بین حجم اقلام تعهدی خلاف قاعده و

قابلیت اعتماد اقلام تعهدی بودند. آنها ابتدا به توصیف ارتباط بین کیفیت حسابرسی و قابلیت اعتماد اقلام تعهدی پرداختند و سپس به کمک توصیف فوق و نتایج حاصل از تحقیقات گذشته، ارتباط بین کیفیت حسابرسی و اقلام تعهدی خلاف قاعده را تبیین نمودند. آنها دریافتند که بازده غیر عادی مرتبط با اقلام تعهدی به صورت منفی با کیفیت حسابرسی در ارتباط است. کیفیت پایین حسابرسی، بازده‌های غیر عادی مرتبط با اقلام تعهدی خلاف قاعده را به دنبال دارد. سپس بیان کردند که ارتباط منفی بین کیفیت حسابرسی و اقلام تعهدی خلاف قاعده توسط اصلاحات مرتبط با قانون سار بینز-اکسلی^۱ ضعیف‌تر شده است [۶].

هرشلیفر و همکاران (۲۰۰۹) نشان دادند که فروش استقراری شرکت‌هایی که اقلام تعهدی بالایی دارند، سبب آربیتراژ می‌گردد که این پدیده موجب ایجاد عدم کارایی در بازار می‌گردد [۱۳]. همچنین ژین وی و همکاران (۲۰۰۹) در تحقیق خود نشان دادند که شرکت‌ها در واکنش به تغییرات نرخ بهره، اقلام تعهدی را تعدیل می‌کنند. زمانی که نرخ بهره کاهش می‌یابد، اکثر پروژه‌ها سودآور شده، اقلام تعهدی افزایش می‌یابد، ولی بازده‌های آتی کاهش می‌یابد، زیرا نرخ تنزیل پایین به معنی بازده مورد انتظار پایین در آینده است و زمانی که نرخ تنزیل افزایش می‌یابد، پروژه‌های کمتری سودآور می‌شود و اقلام تعهدی کاهش می‌یابد، در صورتی که بازده آتی باید افزایش یابد، زیرا نرخ تنزیل بالا به معنی بازده‌های مورد انتظار بالا در آینده است. در نتیجه، بین اقلام تعهدی و بازده سهام رابطه منفی ایجاد می‌گردد [۲۰].

نسبت به اطلاعات و اخبار منتشر شده در شرایط رکود و رونق، واکنش بیش از اندازه نداشته‌اند.

داده‌های پژوهش، جامعه و نمونه آماری پژوهش

داده‌های مورد استفاده در این پژوهش اطلاعات واقعی و تاریخی است که از سایت بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار تدبیر پرداز و صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه گردآوری شده است. متغیرهای پژوهش به کمک صفحه گسترده Excel محاسبه شده و از نتایج به عنوان ورودی نرم‌افزار SPSS استفاده و تحلیل‌های آماری با استفاده از این نرم افزار انجام شده است. جامعه آماری این پژوهش، شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۷۸ تا پایان سال ۱۳۸۶ است. شرایط انتخاب نمونه به شرح زیر است. ۱- شرکت‌های نمونه باید در سال ۱۳۷۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند و نام آنها در تابلوی قیمت سهام درج شده باشد؛ ۲- سال مالی شرکت‌ها باید منتهی به پایان اسفند ماه باشد؛ ۳- اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای تحقیق طی دوره مورد بررسی در دسترس باشد؛ ۴- وقفه معاملاتی شرکت‌ها نباید بیش از سه ماه باشد؛ ۵- ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام آنها منفی نباشد. بنابراین، بر اساس معیارهای فوق نمونه آماری پژوهش شامل ۱۱۴ شرکت گردید.

فرضیه‌های پژوهش

با توجه به ادبیات موضوع و چگونگی ارزیابی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات منتشر شده در ارتباط با اقلام تعهدی در بازار سرمایه ایران، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر مطرح می‌گردد:

در مورد واکنش بیش از اندازه سهامداران، تحقیقاتی در داخل کشور صورت گرفته است؛ از آن جمله تحقیق دموری و همکاران (۱۳۸۷) که به بررسی عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد گذشته پرداخته‌اند. نتایج تحقیق آنها، حاکی از آن است که سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به متغیرهای سود قبل از اقلام غیر مترقبه، فروش و بازده سهام واکنش بیش از اندازه و نسبت به متغیر جریان نقدی واکنش کمتر از اندازه نشان می‌دهند [۲]. مهرانی و همکاران (۱۳۸۷) به ارزیابی واکنش کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در این تحقیق، آنها به ارزیابی فرضیه واکنش کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران با استفاده از بازده‌های کوتاه مدت پرداخته‌اند. نتایج تحقیق آنها برخلاف بسیاری از تحقیقات خارجی، حاکی از عدم واکنش کند و کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران است [۳].

نیکبخت و مرادی (۱۳۸۴) نیز در تحقیق خود به ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی نسبت به اطلاعات جدید منتشره در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند که نتایج تحقیق آنها، واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید منتشر شده در بورس اوراق بهادار تهران را تأیید کرده است [۴].

قالیباف اصل و همکاران (۱۳۸۵) به بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات و اخبار منتشر شده در شرایط رکود و رونق پرداخته‌اند. نتایج به دست آمده، حاکی از آن است که سرمایه‌گذاران در کوتاه مدت

تعهدی در مقایسه با جریان‌های نقدی را نشان می‌دهد. مقدار مثبت $\beta_1 - \beta_2$ نشان می‌دهد که اقلام تعهدی پایداری کمتری نسبت به جریان‌های نقدی دارد و مقدار منفی این عبارت نشان می‌دهد که اقلام تعهدی پایداری بیشتری نسبت به جریان‌های نقدی دارد. در این تحقیق $\beta_1 - \beta_2$ را با عبارت PERS به عنوان معیار پایداری اقلام تعهدی نشان می‌دهیم.

برای آزمون فرضیه دوم، از روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. مدل مورد استفاده در این تحقیق مدل پیشنهادی ژانگ (۲۰۰۷) است که در مدل (۲) نشان داده شده است.

مدل (۲)

$$RET_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ACC_t + \alpha_2 PERS_t + \alpha_3 PERS^* ACC_t + \varepsilon_t$$

RET_{t+1} : بازده سال آتی

ACC_t : اقلام تعهدی

$PERS_t$: پایداری اقلام تعهدی نسبت به جریان نقدی

در مدل فوق در صورتی که ضریب ACC منفی باشد؛ یعنی در نمونه مورد بررسی اقلام تعهدی خلاف قاعده وجود دارد و در صورتی که ضریب $PERS^* ACC_t$ مثبت باشد، به معنای آن است که اقلام تعهدی خلاف قاعده تحت تأثیر پایداری بین اقلام تعهدی و جریان نقدی قرار دارد.

برای آزمون فرضیه سوم از روش پرتفوی استفاده شده است. بدین منظور، مشاهدات در سه طبقه مساوی از نظر پایداری طبقه بندی شده است؛ به طوری که در گروه اول، مشاهداتی که اقلام تعهدی نسبت به جریان نقدی پایداری کمتری دارند، در گروه دوم مشاهداتی که تفاوت پایداری بین اقلام تعهدی و جریان نقدی آنها بی اهمیت است و در گروه سوم، مشاهداتی که پایداری اقلام تعهدی نسبت

فرضیه اول: «پایداری اقلام تعهدی نسبت به جریان نقدی کمتر است».

فرضیه دوم: «واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات منتشر شده در ارتباط با اقلام تعهدی غیر عقلایی و پایداری اقلام تعهدی عامل واکنش نادرست سرمایه‌گذاران است».

فرضیه سوم: «بین اقلام تعهدی و رشد سودهای آتی رابطه منفی وجود دارد و هرگاه اقلام تعهدی پایداری کمتری نسبت به جریان نقدی داشته باشند، این رابطه تشدید می‌شود».

روش پژوهش

این پژوهش از نوع همبستگی است و با توجه به اینکه داده‌های مورد استفاده در آن واقعی و تاریخی است؛ می‌توان آن را از نوع پس رویدادی و در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری طبقه‌بندی نمود. برای آزمون فرضیه اول و دوم از روش رگرسیون و برای آزمون فرضیه سوم از روش پرتفوی استفاده شده است. برای آزمون فرضیه اول، مطابق دیدگاه ژانگ (۲۰۰۷) از رگرسیون چند متغیره استفاده شده که روابط بین سود سال جاری با اقلام تعهدی و جریان نقدی سال گذشته را نشان می‌دهد و ضرایب اقلام تعهدی و جریان نقدی، معیاری برای پایداری هر یک از آنها است. که در مدل (۱) نشان داده شده است.

مدل (۱)

$$E_t = \beta_0 + \beta_1 CF_{t-1} + \beta_2 ACC_{t-1} + \varepsilon_t$$

E_t : سود عملیاتی در سال t

CF_{t-1} : جریان نقدی عملیاتی در سال $t-1$

ACC_{t-1} : اقلام تعهدی در سال $t-1$

β_1 و β_2 میزان پایداری جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی را نشان می‌دهد. $\beta_1 - \beta_2$ میزان پایداری اقلام

پایداری ارقام تعهدی پایین تر باشد، رابطه منفی بین رشد سود و ارقام تعهدی قویتر می‌شود. شایان ذکر است که در آزمون فرضیه سوم، ارتباط بین ارقام تعهدی و سودهای آتی از دو منظر کوتاه مدت و بلند مدت بررسی می‌گردد. در تحقیق حاضر، در روش رگرسیون برای معنا داری هر یک از ضرایب رگرسیون از آزمون t استیودنت و برای معناداری مدل رگرسیونی از آماره فیشرف (F) در سطح ۹۵ درصد اطمینان استفاده شده است. در روش پرتفوی برای آزمون مقایسه تفاوت‌های گروه‌های مختلف، از آزمون مقایسه میانگین دو جامعه آماری و آماره t در سطح ۹۵ درصد اطمینان استفاده شده است.

نحوه محاسبه متغیرها

در نگاره (۱) به صورت مختصر شیوه محاسبه متغیرهای تحقیق آورده شده است.

به جریان نقدی، بیشتر است و هر طبقه در پنج گروه از نظر ارقام تعهدی رتبه بندی شده است. سپس رشد سود آتی هر گروه در ماتریس مربوطه قرار می‌گیرد. انتظار می‌رود که روند افزایش سودهای آتی در هر طبقه، به ترتیب از گروه‌هایی با کمترین ارقام تعهدی به سمت گروه‌هایی با بیشترین ارقام تعهدی، کاهش می‌یابد و در صورت وجود این رابطه می‌توان گفت، رابطه بین ارقام تعهدی با رشد سودهای آتی منفی است. حال از طریق مقایسه دامنه تغییرات در طبقه اول؛ یعنی طبقه‌ای که دارای شرکت‌هایی با کمترین پایداری در ارقام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی است، با طبقه سوم؛ یعنی طبقه‌ای که دارای شرکت‌هایی با بیشترین پایداری در ارقام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی است، اگر قدر مطلق دامنه تغییرات طبقه سوم باشد و این تغییر از منظر آماری با اهمیت باشد، آن‌گاه می‌توان گفت رابطه بین ارقام تعهدی و رشد سودهای آتی منفی است و به عبارتی، هرچه

نگاره (۱) متغیرهای مورد مطالعه در تحقیق

نام متغیر	تعریف متغیر	نحوه محاسبه متغیرها
E	سود عملیاتی	سود قبل از ارقام غیر مترقبه
RET	بازده سهام	بازده ۱۲ ماهه از ابتدای مرداد ماه سال t تا پایان تیر ماه سال t+1
CFO	جریان نقدی عملیاتی	از تفاوت سود عملیاتی از ارقام تعهدی به دست می‌آید
ACC	ارقام تعهدی	[تغییرات دارایی جاری غیر نقدی - تغییرات بدهی جاری + تسهیلات مالی دریافتی کوتاه مدت] - هزینه استهلاک [تقسیم بر (میانگین کل دارایی‌ها)]
PERS	پایداری ارقام تعهدی	از اختلاف β_1 از β_2 در فرضیه اول به دست می‌آید
PERS*ACC	حاصل ضرب پایداری ارقام تعهدی در ارقام تعهدی	
رشد سود کوتاه مدت		(سود واقعی سال t+1 - سود واقعی سال t) تقسیم بر (سود واقعی سال t)
رشد سود بلند مدت		[(سود واقعی سال t+3 + سود واقعی سال t+2 + سود واقعی سال t+1) - (سود واقعی سال t-3 + سود واقعی سال t-2 + سود واقعی سال t-1)] تقسیم بر (سود واقعی سال t-3 + سود واقعی سال t-2 + سود واقعی سال t-1)

آمار توصیفی

نگاره (۲) آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون را در بر دارد.

نگاره (۲) آمار توصیفی متغیرها

متغیرها	شاخص آماری	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
اقلام تعهدی		۱۰۲۶	۰.۰۳۶۰	۰.۱۷۸۹۷	-۰.۵۰	۰.۶۸
جریان نقدی		۱۰۲۶	۰.۱۷۶۵	۰.۲۷۱۶	-۰.۶۵	۰.۹۹
بازده		۱۰۲۶	۰.۳۹۱۱	۰.۷۵۸۰۵	-۰.۸۳	۱.۶۳
سود عملیاتی		۱۰۲۶	۰.۱۴۶۴	۰.۲۴۱۸۹	-۰.۵۷	۰.۸۶
رشد سود		۱۰۲۶	۰.۰۱۲۷	۰.۰۶۴۹۴	-۰.۱۸	۰.۲۱

توسط دو متغیر مستقل مدل توضیح داده می‌شود. بر اساس شواهد به دست آمده از این مدل، جریان نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی عملیاتی دارای رابطه مثبت معنا داری با سود عملیاتی است. ضریب متغیر جریان نقدی مقدار ۰.۷۴۳ با آماره t ۸.۴۲۹ و ضریب متغیر اقلام تعهدی مقدار ۰.۰۸۴ با آماره t ۲.۷۴۱ را نشان می‌دهد؛ به طوری که هر دو متغیر در سطح ۹۵ درصد معنادار هستند و از آنجایی که تفاوت ضریب متغیر جریان نقدی نسبت به ضریب اقلام تعهدی مثبت است. و بر اساس آنچه انتظار می‌رفت، مشاهده می‌گردد که پایداری جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی آن بالاتر است. بر اساس نتایج مشاهده شده در نگاره (۳) می‌توان گفت فرضیه اول تحقیق مبنی بر پایداری پایین اقلام تعهدی نسبت به جریان نقدی تأیید می‌گردد.

برای اجتناب از تأثیر ارقام پرت، ارقام بیش از ۳ انحراف معیار کمتر و بیشتر از میانگین از نمونه مورد بررسی حذف گردید. پراکندگی پایین متغیرها از نکات قابل ذکر این نگاره است. متغیرهای اقلام تعهدی، جریان نقدی و سود عملیاتی به میانگین دارایی‌ها تقسیم شده‌اند.

نتایج آزمون فرضیه‌ها

در ابتدا با توجه به اهمیت نرمال بودن توزیع داده‌ها، برای بررسی آن از آزمون آماری کولموگروف-اسمیرنوف استفاده شده که نتایج گویای نرمال بودن توزیع داده‌هاست.

نتایج آزمون فرضیه اول

نگاره (۳) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول را نشان می‌دهد.

آماره F در نگاره (۳) نشان دهنده معناداری کلی مدل رگرسیون برازش شده در سطح اطمینان ۰.۹۵ است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۴۵ درصد از تغییرات سود عملیاتی

نگاره (۳) نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه اول

$E_t = \beta_0 + \beta_1 CF_{t-1} + \beta_2 ACC_{t-1} + \varepsilon_t$							
متغیر	ضرایب	آماره t	سطح معنا داری	آماره F	سطح معنا داری	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده
عدد ثابت	۰.۰۶۸	۳.۵۳۶	۰.۰۰۰	۱۲.۹۲	۰.۰۰۰	۰.۴۴۷	۰.۴۴۶
CF_{t-1}	۰.۷۴۳	۸.۴۲۹	۰.۰۰۰				
ACC_{t-1}	۰.۰۸۴	۲.۷۴۱	۰.۰۰۶				
CF: جریان نقدی عملیاتی ACC: اقلام تعهدی E: سود عملیاتی							

(۳) نیز این ادعا را تأیید می‌کند. بنابراین، می‌توان گفت فرضیه اول تحقیق مبنی بر پایداری پایین اقلام تعهدی نسبت به جریان نقدی تأیید می‌گردد.

نتایج آزمون فرضیه دوم

نگاره (۴) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی دوم را از طریق مدل (۲) نشان می‌دهد.

اقلام تعهدی متأثر از برآوردهای ذهنی و قضاوت‌های شخصی است. برآورد ذخیره مطالبات مشکوک الوصول، عمر مفید و ارزش اسقاط دارایی‌های استهلاک پذیر، هزینه‌های جاری و سرمایه‌ای، اقلام انتقالی به دوره‌های آتی و امثالهم نمونه‌هایی از برآوردهای حسابداری هستند که هر کدام درجه‌ای از ذهنیت را به همراه دارند و این برآوردها سبب کاهش پایداری اقلام تعهدی نسبت به جریان نقدی می‌گردد. نتایج مشاهده شده در نگاره

نگاره (۴) نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها برای آزمون فرضیه دوم

$RET_t = \alpha_0 + \alpha_1 ACC_t + \alpha_2 PERS_t + \alpha_3 PERS_t * ACC_t + \varepsilon_t$				
متغیر	ضرایب	علامت مورد انتظار	آزمون t	سطح معناداری
عدد ثابت	۰.۳۵۸		۶.۰۶۲	۰.۰۰۰
ACC_t	-۰.۳۳۶	منفی	-۲.۰۰۱	۰.۱۳۶
$PERS_t$	۰.۰۴۴		۰.۵۸۷	۰.۵۵۸
$PERS_t * ACC_t$	۰.۲۴۴	مثبت	۱.۵۰۱	۰.۱۳۶
ضریب تعیین		۰.۲۴۵	آماره F	سطح معناداری
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۲۲۶	۱۲.۸۸	۰.۰۰۰

تغییرات در بازده سهام توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شوند. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، آماره ACC مقدار -۰.۳۳۶ با آماره t، -۲.۰۰۱ را نشان می‌دهد که مطابق انتظار، مقداری منفی با سطح

آماره F در این نگاره نشان‌دهنده معناداری کلی مدل رگرسیون برازش شده در سطح اطمینان ۹۵٪ است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده، می‌توان ادعا کرد حدود ۲۲.۶ درصد از

پایداری اقلام تعهدی نبوده است، یا حداقل تأثیر عمده‌ای در گمراهی سرمایه‌گذاران نداشته است و عامل یا عوامل دیگری، چون نقش سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی سبب واکنش نادرست سرمایه‌گذاران شده است.

نتایج آزمون فرضیه سوم

در فرضیه سوم ارتباط بین اقلام تعهدی با سودهای آتی کوتاه‌مدت و بلندمدت به صورت جداگانه نشان داده شده است که در ادامه، نتایج آزمون هر یک از آنها ارائه می‌گردد. برای آزمون فرضیه مزبور از روش پرتفوی استفاده شده است. نتایج بررسی ارتباط بین اقلام تعهدی با رشد سودهای کوتاه مدت در نگاره (۵) نشان داده شده است.

اهمیت بیش از ۹۵ درصد را نشان می‌دهد که مؤید آن است که در نمونه مورد بررسی اقلام تعهدی خلاف قاعده وجود دارد. همچنین، ضریب متغیر $PERS*ACct$ ، مقدار ۰.۲۴۴ با آماره t ، ۱.۵۰۱ که مطابق انتظار مقدار مثبتی را نشان می‌دهد، اما از نظر آماری معنادار نیست که بیانگر عدم تأثیر با اهمیت، نقش پایداری اقلام تعهدی بر روی اقلام تعهدی خلاف قاعده به عنوان معیاری برای واکنش غیر منطقی سرمایه‌گذاران است، بنابراین، فرضیه دوم پژوهش پذیرفته نمی‌شود. بر این اساس، می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات اقلام تعهدی واکنش نادرستی را نشان می‌دهند و این عکس‌العمل غیر عقلایی سبب قیمت‌گذاری اشتباه می‌شود، ولی این واکنش غیر منطقی بر خلاف آنچه انتظار می‌رفت، به علت ناآگاهی سرمایه‌گذاران از

نگاره (۵) ارتباط بین رشد سود کوتاه مدت و اقلام تعهدی

رشد سود در بین پنج طبقه اقلام تعهدی برای نمونه‌هایی که			
پایداری اقلام تعهدی آنها نسبت به جریان نقدی بیشتر است. $\beta_2 > \beta_1$	تفاوتی در پایداری ندارند $\beta_2 = \beta_1$	پایداری اقلام تعهدی آنها نسبت به جریان نقدی کمتر است $\beta_2 < \beta_1$	
٪۷.۱۵	٪۴.۳۲	٪۱۷.۴۳	Q ₁
٪-۲.۶۹	٪-۰.۰۵	٪۱.۱۳	Q ₂
٪۱.۳۷	٪-۱.۸۸	٪۲.۹۱	Q ₃
٪۱.۰۷	٪۳.۴۱	٪۰.۵۱	Q ₄
٪۱.۸۶	٪۲.۵۵	٪۰.۰۰۲	Q ₅
٪-۵.۲۹	٪-۱.۷۷	٪-۱۷.۴۲۸	Q ₅ -Q ₁
-۲.۵۵۰ ۰.۰۰۸	-۱.۹۹۵ ۰.۰۴۸	-۲.۳۵۰ ۰.۰۱۲	آماره t p-value
۰.۰۱۲=p-value	آماره t: ۲.۳۵	٪۱۲.۱۳۸= ΔQ_5-Q_1	

طریق تفاوت بین رشد سود نمونه‌هایی با کمترین اقلام تعهدی، با نمونه‌هایی با بیشترین اقلام تعهدی

نگاره (۵) نشان می‌دهد که بین اقلام تعهدی با رشد سود رابطه منفی وجود دارد. این مشاهده از

منفی بین ارقام تعهدی و سودهای آتی کوتاه مدت وجود دارد و بنابراین، فرضیه مزبور تأیید می‌گردد. بر این اساس، نادیده گرفتن دستکاری سود از سوی سرمایه‌گذاران سبب شده سرمایه‌گذاران با خطای برآورد خوش‌بینانه مواجه شوند. این ناآگاهی سبب می‌شود که افراد واکنش اشتباهی به اخبار منتشره در ارتباط با سود از خود نشان دهند و در نتیجه، واکنش بیش از حد آنها را به دنبال داشته باشد.

نتایج بررسی ارتباط بین ارقام تعهدی با رشد سودهای بلند مدت در نگاره (۶) نشان داده شده است.

در هر گروه (Q_5-Q_1) به دست آمده است؛ به طوری که این تفاوت در گروهی که پایداری ارقام تعهدی پایین‌تر از جریان نقدی است، مقدار ۱۷.۴۳٪- با آماره t ، ۲.۳۵- و برای گروهی که پایداری ارقام تعهدی بالاتر است، مقدار ۵.۲۹٪- با آماره t ، ۲.۵۵- است. تفاوت بین گروههای با بالاترین پایداری از کمترین پایداری (ΔQ_5-Q_1) مقدار ۱۲.۱۳۸٪ با آماره t ، ۲.۳۵ را نشان می‌دهد که می‌توان نتیجه گرفت بین ارقام تعهدی و رشد سود آتی کوتاه مدت رابطه منفی وجود دارد و این رابطه زمانی که پایداری ارقام تعهدی کمتر از جریان نقدی است، قویتر است. با توجه به نتایج به دست آمده، می‌توان گفت که رابطه

نگاره (۶) ارتباط بین رشد سود بلند مدت و ارقام تعهدی

رشد سود در بین پنج طبقه ارقام تعهدی برای نمونه هایی که			
پایداری ارقام تعهدی آنها نسبت به جریان نقدی بیشتری است. $\beta_2 > \beta_1$	تفاوتی در پایداری ندارند $\beta_2 = \beta_1$	پایداری ارقام تعهدی آنها نسبت به جریان نقدی کمتر است $\beta_2 < \beta_1$	
۲۸.۶۴٪	۶۸.۱۶٪	۴۹.۲۵٪	Q_1
۲۴.۹۶٪	۳۶.۲۴٪	۴۸.۱۰٪	Q_2
۳۲.۳۹٪	۲۴.۴۱٪	۲۵.۶۵٪	Q_3
۲۵.۰۹٪	۴۲.۳۳٪	۲۸.۸۷٪	Q_4
۲۴.۹۰٪	۱۲.۶۳٪	۲۷.۸۰٪	Q_5
۳.۷۴٪-	۵۵.۵۳٪-	۲۱.۴۵٪-	Q_5-Q_1
۳.۱۲-	۲.۶۱۰-	۲.۹۰-	آماره t
۰.۰۰۰	۰.۰۰۵	۰.۰۰۰	p-value
۰.۰۰۰ = p-value	آماره t : ۴.۱۰	$\Delta Q_5-Q_1 = -۳۴.۸۱$	

تعهدی پایین‌تر از جریان نقدی است، مقدار ۲۱.۴۵٪- با آماره t ، ۲.۹۰- و برای گروهی که پایداری ارقام تعهدی بالاتر است، مقدار ۳.۷۴٪- با آماره t ، ۳.۱۲- است. تفاوت بین این دو گروه (ΔQ_5-Q_1) مقدار ۵.۱۲٪ با آماره t ، ۲.۱۱ را نشان می‌دهد. بنابراین، می‌توان گفت بین ارقام تعهدی و رشد سود آتی بلند

نگاره (۶) نشان می‌دهد که بین ارقام تعهدی با رشد سودهای بلند مدت رابطه منفی وجود دارد. این مشاهده از طریق تفاوت بین رشد سود نمونه‌هایی با کمترین ارقام تعهدی، با نمونه‌هایی با بیشترین ارقام تعهدی در هر گروه (Q_5-Q_1) به دست آمده است؛ به طوری که این تفاوت در گروهی که پایداری ارقام

تعهدی را بیش از واقع و پایداری جریان‌های نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند و در واقع پایداری اقلام تعهدی را نسبت به جریان نقدی بیشتر پیش‌بینی می‌کنند. در نتیجه، این موضوع سبب ایجاد رابطه منفی بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام می‌شود. به همین منظور، به بررسی این موضوع پرداخته شد که واکنش ناصحیح سرمایه‌گذاران به چه علت بوده است. بر اساس آنچه اسلون و محققان دیگر در پژوهش‌های خود نشان داده‌اند، ناآگاهی سرمایه‌گذاران از پایداری اقلام تعهدی، سبب واکنش نادرست آنها شده است. بنابراین، از جنبه پایداری به بررسی واکنش غیر معقول سرمایه‌گذاران پرداخته شد. نتایج حاصل از آزمون فرضیات این پژوهش نشان‌دهنده این موضوع است که پایداری اقلام تعهدی عامل ایجاد واکنش غیر معقول از سوی سرمایه‌گذاران در بازار سهام است و آنها نسبت به پایداری اقلام تعهدی واکنش بیش از واقع نشان می‌دهند، اما این نتایج از لحاظ آماری، معنادار نبوده است. همچنین، رابطه بین اقلام تعهدی با رشد سودهای آتی نیز که ممکن است تحت تأثیر انگیزه‌های مدیران قرار گیرد، بررسی گردید. نتایج پژوهش نشان داد که بین اقلام تعهدی و رشد سودهای آتی رابطه منفی وجود دارد و این رابطه زمانی تشدید می‌شود که پایداری اقلام تعهدی کمتر از جریان نقدی باشد. این موضوع را می‌توان چنین تفسیر کرد که شرکت‌های با اقلام تعهدی بالا ممکن است به شکل فرصت‌طلبانه‌ای از اقلام تعهدی برای متورم نمودن سود سال جاری استفاده کنند که به علت پایداری پایین اقلام تعهدی و معکوس شدن اقلام تعهدی در سال‌های بعد رابطه منفی بین اقلام تعهدی با رشد سودهای آتی رخ داده،

مدت رابطه منفی وجود دارد و این رابطه زمانی که پایداری اقلام تعهدی کمتر از جریان نقدی است، قویتر است، بنابراین، فرضیه مزبور تأیید می‌گردد. بر این اساس، نادیده گرفتن دستکاری سود از سوی سرمایه‌گذاران سبب شده، آنها با خطای برآورد خوش‌بینانه مواجه شوند. این ناآگاهی سبب می‌شود که افراد واکنش اشتباهی به اخبار منتشر شده در ارتباط با سود از خود نشان دهند و در نتیجه، واکنش بیش از حد آنها را به دنبال داشته باشد.

بحث و نتیجه‌گیری

با توجه به اینکه هدف از انجام این پژوهش، بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات منتشره در ارتباط با اقلام تعهدی و بررسی وجود یا عدم سرمایه‌گذاران بی تجربه در بازار سهام ایران بوده است و نیز روند تغییرات سود نسبت به تغییرات اقلام تعهدی با توجه به نقش پایداری اقلام تعهدی بررسی شده است؛ آزمون فرضیه‌ها با استفاده از داده‌های مقطعی مربوط به سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۶، برای ۱۱۴ شرکت از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران آزمون و بررسی شده است. در ابتدا به بررسی میزان پایداری اجزای سود پرداخته شد و نتایج به دست آمده مطابق با انتظار حاکی از پایداری بالاتر جزء نقدی سود در مقایسه با جزء تعهدی سود است. در ادامه، به بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات منتشر شده در ارتباط با اقلام تعهدی پرداخته شد. نتایج به دست آمده، حاکی از واکنش نادرست از سوی سرمایه‌گذاران است و همان‌طور که در ادبیات پژوهش نیز به آن اشاره گردید، سرمایه‌گذاران زمانی که انتظاراتشان را از سود شرکت‌ها شکل می‌دهند، تمایل دارند پایداری اقلام

۲. پیشنهاد می‌شود در تحقیقات آتی عامل سرمایه-گذاری اقلام تعهدی در ایجاد اقلام تعهدی خلاف قاعده بررسی گردد.

۳. پیشنهاد می‌شود تأثیر عواملی چون کیفیت حسابرسی و افشای اقلام تعهدی در واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اقلام تعهدی بررسی گردد.

منابع

۱. ایمانی‌برندقی، محمد. (۱۳۸۵). ارائه مدلی برای

رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام شرکت‌های

پذیرفته شده در بورس تهران، رساله دکتری،

دانشگاه تربیت مدرس.

۲. دموری، داریوش، سعید، سعید و فلاح زاده

ابرقویی، احمد. (۱۳۸۷). بررسی عکس العمل

بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد

گذشته شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی،

ش ۴۷، صص ۵۴-۶۲.

۳. مهرانی، ساسان و علی اکبر نونهال نهر. (۱۳۸۷).

ارزیابی واکنش کمتر از حد مورد انتظار سرمایه-

گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های

حسابداری و حسابرسی، ش ۵۴، صص ۱۱۷-۱۳۶.

۴. نیکبخت، محمدرضا و مهدی مرادی. (۱۳۸۴).

ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در

بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری

و حسابرسی، ش ۴۰، صص ۹۷-۱۲۲.

هر چه اقلام تعهدی از پایداری کمتری برخوردار باشد، سریعتر در دوره‌های دیگر معکوس می‌شود.

پژوهش مشابه، تحقیق انجام شده توسط ژانگ

در سال ۲۰۰۷ است، که با استفاده از نمونه‌ای از

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

امریکا بررسی شده است. با مقایسه نتایج این دو

پژوهش، مشاهده می‌شود نتایج پژوهش حاضر در

کلیه فرضیه‌ها با تحقیق مشابه خارجی سازگار است.

محدودیت‌های پژوهش

۱. محدودیت زمانی و مکانی: در این پژوهش تنها

شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

بین سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۶ بررسی شده است.

۲. نوسانات شدید قیمت سهام در بعضی از سالها

(۱۳۸۱ الی ۱۳۸۳) ممکن است تعمیم نتایج پژوهش را

با محدودیت مواجه سازد.

۳. مشکل دسترسی به اطلاعات مورد نیاز پژوهش و

توقف عملیاتی بیش از سه ماه باعث شد تا بسیاری از

شرکت‌ها از نمونه آماری پژوهش حذف شوند.

۴. شرایط کلان محیطی، اقتصادی، اجتماعی و

سیاسی، از جمله نرخ ارز، تورم، قوانین پرداخت

یارانه، قیمت‌گذاری دولتی برخی کالاها و سایر قوانین

ممکن است متغیرهای تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد.

پیشنهاد‌های پژوهش

۱. با توجه به یافته‌های این تحقیق مبنی بر حضور

سرمایه‌گذاران بی تجربه در بازار سرمایه، پیشنهاد

می‌شود سرمایه‌گذاران با دقت بیشتری نسبت به

تغییرات اقلام تعهدی واکنش نشان داده، از تحلیلگران

مالی در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کمک

بگیرند.

5. Ali. A and Gurun.U.G.2008.investor sentiment, Accruals anomaly, and accruals management. *Journal of Accounting, Auditing and Finance*.23.80-107.

6. Chambers. D and Payne.J.2008. Audit Quality and the Accrual Anomaly.

- offerings? *Journal of Accounting & Economics* 29, 339-371.
18. Sloan, R. 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71, 289-315.
 19. Teoh, S. H., I. Welch, and T.J. Wong. 1998. Earnings management and under performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50, 63-99.
 20. Wu, Jin (Ginger), Zhang, Lu and Zhang, Frank.2009. The Q-Theory Approach to Understanding the Accrual Anomaly. *Journal of Accounting Research*, Forthcoming.
 21. Yu.Y.2005. Do Investors Overreact or under react to Accruals? A Reexamination of the Accrual Anomaly. *Dissertation*.
 22. Zhang.X.F.2007.Accruals, Investment and Accrual Anomaly. *The Accounting Review*.82.1336-1363.
 7. Dechow, P. and I. Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77, 35-59.
 8. Desai, H., S. Rajgopal, and M. Venkatachalam. 2004. Value-glamour and accruals mispricing: one anomaly or two? *The Accounting Review* 79, 355-386.
 9. Fama, F. E, (1991), "Efficient Capital Markets". *The Journal of finance*., 46,PP1575-1617.
 10. Francis J. and M. Smith. 2008. A re-examination of the persistence of accruals and cash flows. *Journal of Accounting Research* 43, 413-452.
 11. Gabrielsson. T. and Giaever. H.2008.The Accruals Anomaly in Sweden. *Master thesis in Finance*.
 12. Hribar, P. and D. Collins. 2002. Errors in estimating accruals: Implications for empirical research. *Journal of Accounting Research* 40, 105-134.
 13. Hirshleifer, David A., Teoh, Siew Hong and Yu, Jeff Jiewei.2009. Short Arbitrage, Return Asymmetry and the Accrual Anomaly. *Available at SSRN:http://ssrn.com/abstract=1026044*.
 14. Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29, 193-228.
 15. Kraft. A., Leone .A.J and Wasley. C.2005. An Analysis of the Theories and Explanations Offered for the Mispricing of Accruals and Accrual Component. *Journal of Accounting Research*. 44,110-153.
 16. Shi.L and Zhang.H.2008. Can the earnings fixation hypothesis explain the accrual anomaly? Working paper.
 17. Shivakumar, L. 2000. Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity