

بررسی روند اثر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران

دکتر رافیک باغومیان

استادیار عضو هیئت علمی گروه حسابداری دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی

چکیده

یکی از دغدغه‌های اصلی موجود در زمینه پژوهش‌های انجام‌شده در حوزه ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، در رابطه با فرض اساسی تحقیقات مزبور مبنی بر مناسب و نأریب بودن قیمت بازار به‌عنوان جانشین ارزش بنیادی (ذاتی) می‌باشد. با توجه به شواهد روزافزون ارائه‌شده در ادبیات حوزه مالی رفتاری در خصوص انحراف قیمت بازار سهام از ارزش بنیادی، در پژوهش حاضر تلاش شده است تا به کمک الگوی ارزشگذاری سود مازاد و به‌شیوه تجربی نشان داده شود اثر رفتار سرمایه‌گذاران که حاصل تأثیر روزافزون عوامل غیربنیادی بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در حوزه قیمت‌گذاری می‌باشد، دارای یک روند افزایشی است و نمی‌توان آن را در پژوهش‌های حوزه ارتباط ارزشی نادیده گرفت. نتایج تحقیق حاکی از روند رو به رشد اثر رفتار سرمایه‌گذاران در نزد شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۷ می‌باشد. بدین ترتیب، مشاهده می‌شود که رفتار سرمایه‌گذاران از جایگاه بااهمیت و تأثیر فزاینده‌ای در ارزشگذاری حقوق مالکان برخوردار است. بنابراین، لازم می‌باشد تا به‌هنگام مطالعه در خصوص تغییرات مربوط بودن اطلاعات حسابداری از منظر ارزشگذاری و سودمندی آن در تصمیم‌گیری‌های این حوزه و به‌منظور اجتناب از گمراه‌کننده بودن نتایج حاصل، عامل مزبور در نظر گرفته شود.

کلید واژه‌ها

مالی رفتاری، رفتار سرمایه‌گذاران، الگوی ارزشگذاری سود مازاد.

معرفی تحقیق

رشد و توسعه اقتصادی یک کشور، مستلزم تجهیز منابع سرمایه‌ای و تخصیص بهینه آن به فعالیت‌های مولد اقتصادی است و تحقق این امر، نیازمند توسعه بخش مالی اقتصاد و به‌ویژه گسترش بازار سرمایه و در رأس آن بورس اوراق بهادار می‌باشد. دستیابی به این مهم نیز جز با بسترسازی مناسب جهت ترغیب سرمایه‌گذاران به مشارکت در چنین بازارهایی، میسر نمی‌گردد. در این راستا، سرمایه‌گذاران به اطلاعاتی نیاز دارند که بر پایه آن قادر به ارزیابی ریسک ذاتی و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری‌های انجام‌شده [۲۰ و ۲۱] و تصمیم‌گیری درباره خرید، نگهداری یا فروش آن باشند [۱۳]. بدین ترتیب، چنین به نظر می‌رسد که اطلاعات مربوط به تعیین ارزش سرمایه‌گذاری‌ها و قیمت اوراق بهادار، از مهم‌ترین اطلاعات مورد نیاز سرمایه‌گذاران به‌شمار می‌آید.

این در حالی است که سیستم حسابداری به‌عنوان یک سیستم اطلاعاتی، قادر به تهیه و ارائه چنین اطلاعاتی است. به عبارت بهتر، این سیستم می‌تواند اطلاعاتی را فراهم آورد که اشخاص ذی‌حق و ذی‌علاقه به واحدهای اقتصادی برای اتخاذ تصمیم‌های آگاهانه لازم دارند [۱۸]. اهمیت و جذابیت چنین ادعایی موجب شده است تا در طول چهار دهه گذشته، صاحب‌نظران بسیاری به آزمون آن پردازند و شاخه جدیدی از پژوهش‌های مبتنی بر بازار در حسابداری را تحت عنوان "مطالعات ارتباط ارزشی"^۱ معرفی نمایند.

در این میان، مسأله‌ای که ذهن پژوهشگر تحقیق حاضر را به خود مشغول داشته، فرض اساسی پشتوانه مطالعات قبلی برای اندازه‌گیری ارتباط ارزشی است که بر مبنای آن

^۱ - وجه مشترک تعاریف ارائه‌شده از ارتباط ارزشی یا مربوط بودن از منظر ارزشگذاری (Value Relevance) در ادبیات حسابداری، وجود رابطه معنادار آماری میان اطلاعات حسابداری و ارزش بازار حقوق مالکان (Equity) است [۲۳].

اطلاعات حسابداری قادر به تبیین ارزش بنیادی (ذاتی)^۲ می‌باشد و قیمت بازار، جانشین مناسب و نأریبی برای ارزش مزبور به‌شمار می‌آید^۳؛ زیرا شواهد بسیاری مبنی بر انحراف قیمت سهام از ارزش بنیادی وجود دارد^۴. انحراف مذکور، نتیجه رفتار سوداگرانه سرمایه‌گذارانی است که بدون توجه به تغییرات واقعی ارزش بنیادی، به دادوستد سهام می‌پردازند و علاوه بر عوامل بنیادی، عوامل غیربنیادی دیگری را نیز به‌هنگام تصمیم‌گیری در خصوص سرمایه‌گذاری‌های خود در نظر می‌گیرند. نقش عوامل اخیر در تغییرات قیمت سهام، در ادبیات حوزه مالی رفتاری به‌خوبی مطالعه و مستندسازی شده است. یافته‌های پژوهشگران حوزه مذکور نشان می‌دهد که عوامل رفتاری یادشده می‌توانند موجب انحراف قیمت بازار سهام از ارزش بنیادی آن شوند. چنین انحرافی، در این پژوهش به‌عنوان اثر رفتار سرمایه‌گذاران^۵ تعریف شده است. از آنجایی که اثر مزبور پدیده‌ای فراتر از حوزه گزارشگری مالی می‌باشد، اندازه‌گیری و مطالعه روند آن در طول زمان، نکته بسیار بااهمیتی به‌شمار می‌آید که در پژوهش‌های انجام‌شده در حوزه ارتباط ارزشی کمتر به آن توجه شده است. از این رو، پرداختن به این مقوله می‌تواند علاوه بر افزودن به غنای ادبیات این موضوع در ایران، به پژوهشگران حوزه ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در طراحی، اجرا و تفسیر نتایج تحقیقات انجام‌شده، کمک کند.

^۲ - منظور از ارزش بنیادی (ذاتی) (Fundamental (Intrinsic Value)، ارزش برآوردشده‌ای است که بر اساس تعداد زیادی از عوامل بنیادی و مؤثر بر ارزش سهام [۹] و یا بر مبنای کلیه عوامل مؤثر بر فعالیت‌های تجاری و سرمایه‌گذاری آن [۸] به‌دست می‌آید و بیانگر ارزش اقتصادی است.

^۳ - در اکثر پژوهش‌های ارتباط ارزشی، چنین فرض شده است که بازار اوراق بهادار در سطح نیمه‌قوی کارا می‌باشد (برای مثال، در خارج [۱۹] و در ایران [۱۰]). به بیان بهتر، در مطالعات مزبور چنین فرض می‌شود که قیمت اوراق بهادار نشان‌دهنده ارزش ذاتی یا واقعی آن است [۵].

^۴ - برای مرور پژوهش‌های خارجی این حوزه می‌توان به اثر جامع (Kothari (2001) [۳۲] مراجعه نمود. در ایران، پژوهش‌های متعددی وجود دارد که یافته‌های آنها حاکی از ناکارایی بازار اوراق بهادار در سطح نیمه‌قوی (برای مثال، [۱]) و حتی در سطح ضعیف (برای مثال، [۱۱] و [۱۶]) است.

^۵ - Investors' Behavior Effect.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

همان‌گونه که پیش از این نیز اشاره شد، هم‌اکنون این باور که تغییرات قیمت سهام را می‌توان به کمک الگوهای اقتصادی مبتنی بر انتظارات عقلایی و به‌طور کامل تبیین نمود، با شک و تردید زیادی روبرو شده است [۲۲]. یافته‌های پژوهشگران حاکی از وجود پدیده‌های غیرعادی نظیر **نوسان‌های قیمتی پس از اعلان سود^۶** و **اثر تقویمی^۷** در بازارهای مالی می‌باشد؛ پدیده‌هایی که به هیچ وجه با مفهوم کارایی بازار هم‌خوانی ندارند. طی دهه اخیر، اندیشمندان مالی برای تبیین موارد خاص یادشده دست به تلاش‌های گسترده‌ای زده و حوزه‌های میان‌رشته‌ای متعددی را به کمک صاحب‌نظران مربوط ایجاد کرده‌اند. در این میان، یکی از رشته‌هایی که به سرعت گسترش یافته و تا حدودی در تبیین پدیده‌های مذکور موفق عمل نموده، رشته مالی رفتاری بوده که از ترکیب نظریه‌های اقتصادی با نظریه‌های رایج روان‌شناسی به وجود آمده است.

مالی رفتاری

در این حوزه، مفاهیم اقتصاد مالی و روان‌شناسی به منظور ایجاد الگوهای دقیق‌تری از رفتار انسان در بازارهای مالی، با یکدیگر ادغام شده و این امر در حالی صورت پذیرفته است که به اعتقاد اندیشمندان حوزه مزبور، مالی رفتاری توانایی تبیین پدیده‌های غیرعادی تجربه‌شده در چارچوب نظریه‌های رایج مالی را دارد.

البته در حوزه مزبور تلاش بر این نیست که رفتارهای عقلایی نادرست جلوه داده شود، بلکه سعی می‌گردد تا کاربرد تصمیم‌گیری‌های روان‌شناختی در شناسایی و پیش‌بینی روند بازارهای مالی، مورد توجه قرار گیرد [۳۳].

در مالی رفتاری این ادعا مطرح می‌شود که برخی اوقات به منظور یافتن پاسخی برای معماهای تجربی موجود در حوزه مالی، ضروری است تا این احتمال را بپذیریم که گاهی برخی از عوامل اقتصادی کاملاً عقلایی رفتار نمی‌کنند [۳۶].

با توجه به تعاریف به‌عمل آمده، می‌توان چنین اظهار داشت که مالی رفتاری [۳]:

^۶ - Post-Earnings Announcement Drift.

^۷ - Calendar Effect.

- حاصل ادغام اقتصاد کلاسیک و رشته مالی با علوم روان‌شناسی و تصمیم‌گیری است،
- تلاشی برای تبیین دلایل بروز پدیده‌های غیرعادی در ادبیات حوزه مالی می‌باشد، و
- به مطالعه این موضوع می‌پردازد که چگونه سرمایه‌گذاران در قضاوت‌های خود دچار خطاهای ذهنی می‌شوند.

اثر رفتار سرمایه‌گذاران

با توجه به آنچه که از نظر گذشت، می‌توان مشاهده کرد که فرض پژوهش‌های قبلی حوزه ارتباط ارزشی مبنی بر اینکه قیمت بازار جانشین مناسب و نأریبی برای ارزش بنیادی (ذاتی) محسوب می‌شود، به‌طور روزافزونی مورد تردید واقع شده است [۳۰]. از سوی دیگر، بررسی نوسان‌پذیری فزاینده سهام در بازارهای مالی نشان داده است که تغییرات مذکور حاصل ورود اطلاعات جدید به بازار نمی‌باشد؛ زیرا این تغییرات نسبت به رویدادهای واقعی بعدی "بیش از اندازه بزرگ" به‌نظر می‌رسند [۳۴]. در نهایت، پژوهشگران حوزه تغییرات قیمت سهام نیز نشان داده‌اند که قیمت مزبور انعکاس‌دهنده عواملی فراتر از مجموعه مواردی است که ارزش بنیادی سهام ایجاد می‌نماید [۲۶].

این در حالی است که وجود شواهد فزاینده حاکی از تأیید چنین پدیده‌هایی، موجب گرایش روزافزون محققان به سمت یافتن دلایل جدیدی برای تبیین روند تغییرات قیمت بازار سهام و انحراف قیمت بازار سهام از ارزش ذاتی شده است.

در اینجا باید خاطر نشان ساخت که مطرح شدن دیدگاه‌های روان‌شناسی در حوزه ارزش‌گذاری و تأثیر آن بر رفتار سرمایه‌گذاران و در نتیجه قیمت سهام، موضوع جدیدی نیست و از دیرباز مورد توجه بوده است [۲۹]. برجستگی این موضوع زمانی آشکار می‌شود که بدانیم ابعاد تأثیرگذاری عوامل روان‌شناختی بااهمیت و آثار آنها بلندمدت است [۲۲].

علاوه بر این، در برخی از موارد عوامل مذکور تنها دلیل موجود برای تبیین تغییرات عمده در قیمت سهام به‌شمار می‌آید [۲۷]. البته، پژوهش‌های انجام‌شده در این حوزه، یعنی بررسی عوامل رفتاری مؤثر بر قیمت سهام، هنوز در مراحل آغازین قرار دارند و برای تکمیل، نیازمند مدت زمانی طولانی‌تر و انجام مطالعات بیشتر و جامع‌تری هستند.

در همین ارتباط، بررسی یافته‌های پژوهش‌های انجام‌شده در خصوص تغییرات **اثر رفتار سرمایه‌گذاران** در طول زمان نشان می‌دهد که روند تغییرات عامل مذکور افزایشی بوده است.^۸ به اعتقاد اندیشمندان این حوزه، پرننگ‌تر شدن نقش اجزای غیربنیادی در قیمت سهام (ارزش غیربنیادی) [۲۵] و افزایش آن بخش از نوسان‌پذیری قیمت سهام که قابل انتساب به ارزش بنیادی نمی‌باشد [۳۱] و [۳۵]، از دلایل افزایش انحراف قیمت سهام از ارزش بنیادی در طول زمان به‌شمار می‌آید. در ایران نیز برخی از یافته‌های پژوهشی حاکی از وجود اثر واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران می‌باشد [۷] و [۱۷].

پرسش و فرضیه تحقیق

بر اساس مباحث مطرح‌شده و با توجه به این واقعیت که تاکنون در ایران پژوهش‌های معدودی در چنین زمینه‌ای صورت گرفته، تصمیم پژوهشگر بر انجام پایه‌ای‌ترین کار ممکن بوده است. مطالعه مبانی نظری و نتایج پژوهش‌های انجام‌شده نشان می‌دهد که انجام چنین کاری، مستلزم طراحی تحقیق در قالبی است که ابتدا به پرسش زیر پاسخ داده شود:

• **پرسش تحقیق:** آیا روند افزایشی معناداری در **اثر رفتار سرمایه‌گذاران** مشاهده می‌گردد؟

در این پژوهش نیز با در نظر گرفتن پرسش تحقیق که بر پایه مطالعات انجام‌شده و یافته‌های مطالعات قبلی تدوین شده و همچنین به‌منظور برخورداری از فراگرد مبتنی بر روش‌شناسی علمی، فرضیه پژوهشی به‌شرح زیر بیان شده است:

• **فرضیه تحقیق:** اثر رفتار سرمایه‌گذاران طی زمان روند افزایشی معناداری داشته است.

^۸ - فرضیه تحقیق حاضر نیز که هدف آن بررسی روند اثر رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد، بر اساس چنین پیش‌فرضی تدوین شده است.

اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق

اندازه‌گیری ارزش بنیادی

در پژوهش حاضر برای اندازه‌گیری ارزش بنیادی از الگوی ارزشگذاری سود مازاد^۹ به شرح زیر استفاده شده است:

$$V_{it} = BVPS_{it} + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{FEPS_{i(t+j)} - (BVPS_{i(t+j-1)} \times r_{it})}{(1+r_{it})^j} \quad \text{رابطه (۱)}$$

در رابطه (۱)، $BVPS_{it}$ ، $FEPS_{i(t+j)}$ و r_{it} به ترتیب بیانگر مبالغ ارزش دفتری هر سهم شرکت I در پایان سال مالی t ، پیش‌بینی سود (عایدی) هر سهم شرکت مزبور برای دوره مالی پس از آن و نرخ هزینه سرمایه شرکت مذکور در سال مالی t می‌باشد. البته، یافته‌های مطالعات انجام‌شده حاکی از آن است که در افق‌های زمانی فراتر از سه یا چهار سال، بهبود معناداری در ارزش بنیادی برآوردی مشاهده نمی‌شود [۲۴]. به همین دلیل، محاسبه متغیرهای مورد نیاز در الگوی ارزشگذاری تحقیق حاضر بر پایه پیش‌بینی مقادیر مربوط برای یک افق زمانی سه ساله صورت پذیرفته است. با توجه به محدود شدن افق زمانی پیش‌بینی و انعکاس ارزش دوره‌های زمانی فراتر از آن در قالب یک ارزش پایانی بر پایه الگوی رشد گوردن^{۱۰}، رابطه (۱) را می‌توان به صورت زیر نیز نمایش داد:

رابطه (۲)

$$V_{it} = BVPS_{it} + \sum_{j=1}^3 \frac{FEPS_{i(t+j)} - (BVPS_{i(t+j-1)} \times r_{it})}{(1+r_{it})^j} + \frac{(FEPS_{i(t+3)} - (BVPS_{i(t+2)} \times r_{it})) \times (1+Ltg_t)}{(r_{it} - Ltg_t) \times (1+r_{it})^3}$$

V_{it} : ارزش بنیادی هر سهم شرکت I در آستانه مجمع عمومی مربوط به سال مالی t .

$BVPS_{it}$: ارزش دفتری هر سهم شرکت I در پایان سال مالی t .

^۹ - Residual Income Valuation Model.

^{۱۰} - Gordon's Growth Model.

$FEPS_{i(t+j)}$: پیش‌بینی سود (عایدی) هر سهم شرکت i برای سال مالی $t+j$ که بر پایه نخستین پیش‌بینی سود توسط مدیریت شرکت برای سال اول^{۱۱} (یعنی $MFEPS_{it}$) و تعمیم آن بر مبنای نرخ رشد مورد انتظار سرمایه‌گذاران برای سال‌های دوم و سوم از دوره زمانی سه‌ساله به‌دست می‌آید:

$$FEPS_{i(t+j)} = FEPS_{i(t+j-1)} \times (1 + growth_i) \quad j = 2,3 \quad \text{رابطه (۳)}$$

در رابطه (۳)، $growth_{it}$ بیانگر نرخ رشد شرکت i است که بر پایه میانگین هندسی نرخ‌های رشد مبالغ فروش برای دوره پنج‌ساله قبل از دوره t ، محاسبه شده است (رابطه (۴)):

$$growth_{it} = \sqrt[5]{\frac{Sales_{i(t-1)}}{Sales_{i(t-6)}}} - 1 \quad \text{رابطه (۴)}$$

در رابطه (۴)، $Sales_{i(t-1)}$ و $Sales_{i(t-6)}$ به ترتیب بیانگر مبالغ فروش شرکت i در دوره‌های زمانی $t-1$ الی $t-6$ (در بازه زمانی ۱۳۷۲ الی ۱۳۸۶) می‌باشند.
 r_{it} : نرخ هزینه سرمایه شرکت i برای سال مالی t که بر اساس الگوی رشد گوردن (۱۹۶۲) محاسبه شده است. رابطه ریاضی این الگو را می‌توان به صورت زیر نمایش داد [۲]:

$$r_{it} = \frac{FDPS_{it}}{P_{it_0}} + g_i \quad \text{رابطه (۵)}$$

^{۱۱} - در ایران، مراجع مستقل قابل اتکایی برای پیش‌بینی سودهای آتی شرکت‌ها وجود ندارد. از این رو، با توجه به یافته‌های پژوهشی مبنی بر وجود محتوای اطلاعاتی سود برآوردی هر سهم [۴] و وجود رابطه قوی بین سود پیش‌بینی شده و سود واقعی [۶]، چنین متغیر جایگزینی انتخاب شده است.

$FDPS_{it}$: سود تقسیمی پیش‌بینی‌شده شرکت i برای سال مالی t که بر مبنای سود پیش‌بینی‌شده هر سهم شرکت i برای دوره مذکور ($MFEPS_{it}$) و با توجه به میانگین نسبت تقسیم سود شرکت i در دوره پنج‌ساله قبل از سال مالی t ، به شرح زیر اندازه‌گیری می‌شود:

$$FDPS_{it} = MFEPS_{it} \times \left(\sqrt[5]{\prod_{j=t-5}^{t-1} \left(1 + \frac{DPS_{ij}}{EPS_{ij}}\right)} - 1 \right) \quad \text{رابطه (۶)}$$

در رابطه (۶)، DPS_{ij} و EPS_{ij} به ترتیب بیانگر مبالغ سود تقسیمی و سود (عایدی) هر سهم شرکت i برای سال مالی j می‌باشد.
 $P(it)$: قیمت هر سهم شرکت i پس از برگزاری مجمع عمومی مربوط به بررسی عملکرد سال مالی $t-1$.

g_i : نشان‌دهنده نرخ رشد شرکت i می‌باشد که بر پایه میانگین هندسی نرخ‌های رشد فروش آن در طی دوره زمانی تحقیق (نرخ‌های رشد فروش مربوط به سال‌های مالی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۷)، محاسبه می‌شود:

$$g_i = \sqrt[10]{\frac{Sales_{i(1387)}}{Sales_{i(1377)}}} - 1 \quad \text{رابطه (۷)}$$

در رابطه (۷)، $Sales_{i(1387)}$ و $Sales_{i(1377)}$ به ترتیب بیانگر مبالغ فروش شرکت i در سال‌های مالی ۱۳۷۷ و ۱۳۸۷ می‌باشند.

Ltg_t : نرخ رشد سود مازاد در بلندمدت (برای دوره‌های زمانی فراتر از افق زمانی پیش‌بینی) است که از آن به منظور برآورد ارزش پایانی در رابطه (۲) استفاده می‌شود. یافته‌های مطالعات متعددی حاکی از آن است که نرخ رشد مورد بحث در بلندمدت به سمت نرخ تورم میل می‌کند (برای مثال [۲۸]). بر این اساس، در

پژوهش حاضر نیز نرخ رشد مزبور برابر نرخ تورم اعلام شده توسط بانک مرکزی در نظر گرفته شده است.

متغیر روند اثر رفتار سرمایه گذاران

اثر رفتار سرمایه گذاران که به عنوان انحراف قیمت بازار از ارزش بنیادی تعریف شده، حاصل تأثیر عوامل غیربنیادی در تعیین قیمت سهام است. از منظر عملیاتی، در پژوهش حاضر ارزش غیربنیادی^{۱۲} به عنوان جانشین اثر رفتار سرمایه گذاران مورد استفاده قرار می گیرد و به صورت تفاوت میان قیمت بازار و ارزش بنیادی تعریف می شود:

$$NFV_{it} = P_{it} - V_{it} \quad \text{رابطه (۱۱)}$$

NFV_{it} : ارزش غیربنیادی هر سهم شرکت i در آستانه مجمع عمومی مربوط به سال مالی t .
 P_{it} : قیمت بازار هر سهم شرکت i در آستانه مجمع عمومی مربوط به سال مالی t .
 V_{it} : ارزش بنیادی هر سهم شرکت i در آستانه مجمع عمومی مربوط به سال مالی t که با استفاده از الگوی ارزشگذاری سود مازاد محاسبه می شود.
از سوی دیگر، روند اثر رفتار سرمایه گذاران به عنوان تغییرات اثر مذکور در طول زمان تعریف می شود. برای این منظور، از ضریب تعیین تعدیل شده معادله رگرسیون خطی ساده زیر استفاده شده است:

$$P_{it} = \alpha + \beta NFV_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱۲)}$$

همچنین، برای آزمون فرضیه تحقیق، روند سری زمانی ضرایب تعیین تعدیل شده رابطه (۱۲) به کمک معادله رگرسیون خطی ساده زیر بررسی شده است:

¹² - Non-Fundamental Value.

$$R^2_{(NFV)t} = \alpha + \beta TIME_t + \varepsilon_t \quad \text{رابطه (۱۳)}$$

$R^2_{(NFV)t}$: ضریب تعیین تعدیل شده رابطه (۱۲) برای دوره t .
 $TIME_t$: متغیر روند که مقادیر ۱ تا t را به تناسب اختیار می کند.

روش‌شناسی تحقیق

نوع روش تحقیق

این پژوهش با استفاده از روش مطالعه گروه‌های منتخب (پانل)^{۱۳} اجرا شده است. در روش اخیر، داده‌ها به‌طور همزمان دارای دو بُعد مکانی و زمانی هستند. ویژگی‌های چنین داده‌هایی، تحلیل‌های تجربی را به گونه‌ای غنی می‌سازد که در صورت استفاده صرف از داده‌های طولی یا مقطعی، این امکان وجود نداشت [۱۴].

جامعه آماری تحقیق

جامعه آماری تحقیق عبارت است از کلیه شرکت‌هایی که امکان مشارکت سرمایه‌گذاران در آنها وجود دارد. چون تعیین دامنه و شناسایی اعضای چنین جامعه‌ای اگر غیرممکن نباشد، بسیار دشوار و پرهزینه است، گزینه‌ای جز محدود کردن جامعه آماری پیش گفته باقی نمی‌ماند. با توجه به دستاوردهای سازمان بورس اوراق بهادار و پیشرفت آن از منظر اطلاعاتی در یک دهه اخیر و همچنین فقدان هر گونه منبع اطلاعاتی قابل اطمینانی در زمینه دسترسی به اطلاعات مالی شرکت‌های غیربورسی، جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به‌عنوان جانشین جامعه آماری پژوهش حاضر انتخاب شده است.

دوره زمانی تحقیق

با توجه به لازم‌الاجرا شدن اولین مجموعه رهنمودهای حسابداری ایران از ابتدای سال ۱۳۷۸ و به‌منظور کاهش آثار ناشی از کیفیت اطلاعات مالی مورد استفاده و تفاوت در

¹³ - Panel Studies.

روش‌های حسابداری، اندازه‌گیری و شناسایی رویدادهای مالی، دوره زمانی تحقیق حاضر از سال ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ در نظر گرفته شده است. البته، با عنایت به لزوم دسترسی به اطلاعات تاریخی برخی از اقلام حسابداری برای یک دوره شش‌ساله قبل از شروع دوره زمانی تحقیق (شامل دوره زمانی ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۷)، دسترسی به داده‌های مذکور برای سال‌های ۱۳۷۲ تا ۱۳۸۷ (دوره زمانی دسترسی به اطلاعات) ضروری است.

روش نمونه‌گیری و حجم نمونه تحقیق

به دلیل محدود بودن تعداد اعضای جامعه آماری پژوهش حاضر، اقدام به نمونه‌گیری نشده؛ ولی به منظور رعایت تجانس شرکت‌های برگزیده، اقدام به محدود کردن جامعه آماری بر اساس معیارهای چهارگانه زیر محدود شده است:

۱. نام شرکت قبل از سال ۱۳۷۳ در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس درج شده باشد و تا پایان سال ۱۳۸۷، نام آن از فهرست مزبور حذف نشده باشد.
 ۲. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفندماه هر سال باشد و این تاریخ طی دوره دسترسی به اطلاعات، تغییر نکرده باشد.
 ۳. شرکت برگزیده متعلق به صنایع "بانک‌ها، مؤسسات اعتباری و سایر نهادهای پولی"، "سایر واسطه‌گری‌های مالی"، "سرمایه‌گذاری‌های مالی" و "شرکت‌های چندرشته‌ای صنعتی" نباشد.
 ۴. سهام شرکت قبل از برگزاری مجمع مزبور و برای تمام سال‌های دوره زمانی تحقیق، حداقل یک بار مورد دادوستد قرار گرفته باشد.
- بدین ترتیب، تعداد ۴۰ شرکت از ۱۸ صنعت گوناگون که واجد شرایط پیش گفته بودند، به عنوان شرکت‌های برگزیده جامعه آماری انتخاب، اطلاعات مورد نیاز آنها استخراج و به منظور آزمون فرضیه تحقیق، تجزیه و تحلیل شد.

آزمون فرضیه تحقیق

به منظور آزمون فرضیه تحقیق، علاوه بر استفاده از رابطه (۱۳)، از آزمون‌های آماری مربوط نیز استفاده شده است که به منظور رعایت اختصار، در زیر تنها به ذکر برخی از نتایج (بدون ذکر فرضیه‌های آماری مربوط) اکتفا می‌شود:

- **استقلال خطاها (نبود خودهمبستگی):** در این مرحله با توجه به ماهیت زمانی متغیر روند ($TIME_t$)، برای آزمون وجود خودهمبستگی میان خطاها از آزمون دوربین-واتسون استفاده شده است (نمایشگر (۱)). مقدار آماره آزمون مذکور (۲/۰۷۲) حاکی از پذیرفته شدن فرض صفر، یعنی تأیید استقلال خطاها یا نبود خودهمبستگی میان آنهاست.

نمایشگر (۱) - آزمون دوربین-واتسون الگوی رگرسیون آزمون فرضیه تحقیق

میزان همبستگی	ضریب تعیین	ضریب تعیین تعدیل شده	انحراف معیار برآورد	آماره آزمون دوربین-واتسون
۰/۸۶۸	۰/۷۵۳	۰/۷۲۳	۰/۱۰۳	۲/۰۷۲

- **آزمون معنادار بودن الگوی رگرسیون:** برای این آزمون از توزیع فیشر استفاده شده است (نمایشگر (۲)). مشاهده می‌شود که سطح معناداری F کمتر از ۰/۰۵ است (۰/۰۰۱)؛ بنابراین، الگوی رگرسیون معرفی شده با اطمینان ۹۵ درصد معنادار است.

نمایشگر (۲) - آزمون معنادار بودن الگوی رگرسیون آزمون فرضیه تحقیق

منابع تغییرات	مجموع مربعات	درجه آزادی	میانگین مربعات	مقدار F	سطح معناداری
رگرسیون	۰/۲۵۸۰	۱	۰/۲۵۸۰	۲۴/۴	۰/۰۰۱
باقیمانده	۰/۰۸۴۵	۸	۰/۰۱۰۶		
جمع	۰/۳۴۲۵	۹			

- **آزمون معنادار بودن ضرایب الگوی رگرسیون:** برای این آزمون از توزیع تی استیودنت استفاده شده است. با توجه به نتایج آزمون (**نمایشگر (۳)**))، ملاحظه می شود که سطوح معناداری t کمتر از $0/05$ و مقدار ضریب شده (شیب خط) مثبت ($0/9$) است.
- **نمایشگر (۳) - آزمون معنادار بودن ضرایب الگوی رگرسیون آزمون فرضیه تحقیق**

سطح معناداری	مقدار t	ضریب استاندارد شده	ضرایب		پارامترها
			انحراف معیار	β	
$0/001$	$-4/9$		$15/6$	$-76/9$	مقدار ثابت (α)
$0/001$	$4/9$	$0/9$	$0/0$	$0/1$	<i>TIME</i>

بدین ترتیب، با ۹۵ درصد اطمینان فرضیه تحقیق تأیید می شود. به بیان دیگر، با ۹۵ درصد اطمینان می توان چنین ادعا کرد:

اثر رفتار سرمایه گذاران طی زمان دارای روند افزایشی معناداری است

نتیجه گیری از یافته های پژوهشی

بر اساس آنچه که در پژوهش حاضر پیشنهاد و مورد بحث و بررسی قرار گرفت، اثر رفتار سرمایه گذاران که یکی از عوامل تأثیرگذار بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری و تغییرات آن در طول زمان می باشد، حاصل روند فزاینده به کارگیری عوامل غیربنیادی توسط سرمایه گذاران در تصمیم گیری های مربوط به قیمت گذاری تلقی و موجب انحراف قیمت سهام از ارزش بنیادی پشتوانه آنها می شود. این همه در حالی است که بررسی روند **اثر رفتار سرمایه گذاران** از طریق آزمون فرضیه تحقیق در پژوهش حاضر نشان داد که با اطمینان ۹۵ درصد می توان ادعا کرد روند مذکور در بورس اوراق بهادار تهران، طی

زمان افزایشی بوده است. نتیجه گیری پیش گفته، منطبق بر یافته‌های الحقیل^{۱۴} (۲۰۰۴) [۲۱] می‌باشد که برای دوره زمانی ۱۹۸۰ الی ۲۰۰۱ در ایالات متحده به نتیجه مشابهی را به دست آورده بود. این در حالی است که نتیجه حاصل هم‌سو با یافته‌های دو پژوهش ایرانی در حوزه مالی رفتاری است که در آنها واکنش بیش از حد سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران برای دوره‌های زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۵ [۷] و همچنین ۱۳۷۱ الی ۱۳۸۲ [۱۷]، تأیید شده است؛ هر چند، برخی نیز ادعا کرده‌اند که برای دوره زمانی ۱۳۷۷ الی ۱۳۸۴، بروز چنین واکنش‌هایی از سوی سرمایه گذاران ایرانی، کوتاه مدت، ضعیف و از منظر آماری بی معنا تلقی می‌شود [۱۲].

در یک جمع بندی می‌توان چنین اظهار داشت که بر اساس یافته‌های تجربی پژوهش حاضر، رفتار سرمایه گذاران از جایگاه بااهمیتی در ارزشگذاری حقوق مالکان برخوردار می‌باشد. بنابراین با توجه به اثر فزاینده آن طی سال‌های اخیر، لازم است تا به هنگام مطالعه در خصوص تغییرات ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری و سودمندی آن در تصمیم گیری‌های این حوزه و به منظور اجتناب از گمراه کننده بودن نتایج پژوهش‌های این حوزه، عامل مزبور در نظر گرفته شود^{۱۵}.

محدودیت‌های تحقیق

تحقیق حاضر تحت تأثیر محدودیت‌هایی می‌باشد که اجتناب ناپذیر به نظر می‌رسیدند. برخی از محدودیت‌های پیش گفته که باید به هنگام تعمیم یافته‌های پژوهشی به آنها توجه نمود، عبارتند از:

- محدود بودن دوره زمانی تحقیق،
- ناهمگن بودن کیفیت اطلاعات مالی،
- در نظر نگرفتن آثار گزارش‌های حسابرسی،

^{۱۴} - Al-Hogail.

^{۱۵} - نتایج پژوهش **مهرانی و نونهال نهر (۱۳۸۷)** [۱۵] نیز حاکی از عدم واکنش کند و کمتر از حد انتظار سرمایه گذاران ایرانی طی دوره زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۵ می‌باشد.

- چشم‌پوشی از آثار تفاوت در ویژگی های صنایع و شرکت‌ها، و
- تعدیل نکردن صورت‌های مالی بابت تغییرات عوامل کلان اقتصادی (مانند تورم).

پیشنادهای مبتنی بر یافته‌های پژوهشی

یافته‌های پژوهشی تحقیق حاضر می‌تواند حاوی مضامین عملی و کاربردی جدیدی باشد. در این رابطه و با توجه به نتایج پژوهشی، به پژوهشگران حسابداری حوزه بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد تا نتایج حاصل از مطالعات انجام‌شده در زمینه قیمت سهام را با احتیاط بیشتری تفسیر نمایند؛ زیرا اثر رفتار سرمایه‌گذاران ممکن است آثار بااهمیتی بر یافته‌های پژوهشی و نتیجه‌گیری‌های مربوط به‌ویژه در مواردی که سری‌های زمانی مورد تحلیل قرار می‌گیرند، داشته باشد.

همچنین، با در نظر گرفتن اهمیت فزاینده اثر رفتار سرمایه‌گذاران در ارزیابی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، پیشنهاد می‌شود که موضوع مالی رفتاری به‌عنوان یکی از مباحث آموزشی در رشته حسابداری گنجانده شود.

منابع فارسی

۱. اسلامی بیدگلی غلامرضا، عبدالحسین صادقی باطانی (۱۳۸۳) "ارائه قواعد فیلتر و مقایسه قواعد فیلتر با روش خرید و نگهداری"، دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، سال ششم، شماره ۱۸ (پاییز و زمستان): ۲۶-۳.
۲. بریگام اوجین اف، لویی سی. گاپنسکی، فیلیپ آر. دی‌وز (۱۳۸۲) مدیریت مالی (میان‌ه)، ترجمه علی پارسائیان، چاپ اول، تهران: انتشارات ترمه.
۳. تلنگی احمد (۱۳۸۳) "تقابل نظریه نوین مالی و مالی رفتاری"، دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، سال ششم، شماره ۱۷ (بهار و تابستان): ۲۵-۳.

۴. جهانخانی علی، امیر صفاریان (۱۳۸۲) "واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سود برآوردی هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران"، دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، سال پنجم، شماره ۱۶ (پاییز و زمستان): ۸۱-۶۱.
۵. جهانخانی علی، حسین عبده تبریزی (۱۳۷۲) "نظریه بازار کارای سرمایه"، دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، سال اول، شماره ۱ (زمستان): ۲۳-۷.
۶. خالقی مقدم حمید، محمد آزاد (۱۳۸۳) "محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی سود شرکت‌ها"، فصلنامه مطالعات حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی، سال دوم، شماره ۷ (پاییز): ۳۳-۵۳.
۷. دموری داریوش، سعید سعیدا، احمد فلاح‌زاده ابرقویی (۱۳۸۷) "بررسی عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران، سال پانزدهم، شماره ۵۴ (زمستان): ۱۳۴-۱۱۷.
۸. سهرابی محسن (۱۳۸۵) "مفاهیم ارزش و ارزشگذاری در اقتصاد و حسابداری"، فصلنامه حسابرس سازمان حسابرسی، سال هشتم، شماره ۳۳ (تابستان): ۱۰۷-۹۴.
۹. طالبی قدرت‌اله (۱۳۷۶) "مفاهیم و انواع روش‌های ارزشیابی سهام"، در مجموعه مقالات نخستین سمینار مدیریت مالی ایران، چاپ اول، تهران: نشر پردازش.
۱۰. ظریف‌فرد احمد، امین ناظمی (۱۳۸۴) "بررسی نقش عدم‌کارایی احتمالی بازار در روابط بین متغیرهای حسابداری و قیمت و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، سال بیست و دوم، شماره ۲ (تابستان): ۱۱۴-۱۰۳.

۱۱. فدایی نژاد محمد اسماعیل (۱۳۷۴) "آزمون شکل ضعیف نظریه بازار کارای سرمایه در بورس اوراق بهادار تهران"، دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، سال دوم، شماره ۵ و ۶ (زمستان ۱۳۷۳ و بهار ۱۳۷۴): ۲۶-۶.
۱۲. قالیباف اصل حسن، معصومه نادری (۱۳۸۵) "بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اخبار منتشره در شرایط رونق و رکود"، دوفصلنامه تحقیقات مالی دانشگاه تهران، سال هشتم، شماره ۲۱: ۹۷-۱۱۲.
۱۳. کمیته فنی سازمان حسابرسی (۱۳۸۳) استانداردهای حسابداری (نشریه ۱۶۰)، چاپ چهارم، تهران: سازمان حسابرسی (کمیته فنی).
۱۴. گجراتی دامودار (۱۳۸۵) مبانی اقتصادسنجی (جلد دوم)، ترجمه حمید ابریشمی، چاپ چهارم، تهران: انتشارات دانشگاه تهران.
۱۵. مهرانی ساسان، علی اکبر نونهال نهر (۱۳۸۷) "ارزیابی واکنش کمتر از حد مورد انتظار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران، سال پانزدهم، شماره ۵۴ (زمستان): ۱۱۷-۱۳۶.
۱۶. نمازی محمد، زکیه شوشتریان (۱۳۸۰) "بررسی عملکرد اقتصادی بازار بورس اوراق بهادار ایران"، فصلنامه سیاست ها و پژوهش های اقتصادی وزارت امور اقتصادی و دارایی، سال نهم، شماره ۲۰ (زمستان): ۹۳-۱۱۵.
۱۷. نیکبخت محمدرضا، مهدی مرادی (۱۳۸۴) "ارزیابی واکنش بیش از اندازه سرمایه گذاران عادی در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی دانشگاه تهران، سال دوازدهم، شماره ۴۰: ۹۷-۱۲۲.

۱۸. هیئت تدوین استانداردهای حسابداری (۱۳۷۶) مبانی نظری حسابداری و گزارشگری مالی در ایران - متن پیشنهادی (نشریه ۱۱۳)، چاپ اول، تهران: سازمان حسابرسی (مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی).

منابع انگلیسی

19. Aboody D., J. Hughes, J. Liu (2002) "Measuring Value Relevance in a (Possibly) Inefficient Market", Journal of Accounting Research, Vol. 40, Issue 4 (Sep): 965-985.
20. Accounting Standards Board (ASB) (1999) Statement of Principles for Financial Reporting, Central Milton Keynes, UK: ASB Publications.
21. Al-Hogail A.A. (2004) The Valuation Effect of Investor Behavior on the Relevance of Financial Information, Unpublished PhD Dissertation, Department of Accountancy, Case Western Reserve University, Cleveland, OH, USA.
22. Barberis N., R. Thaler (2002) "A Survey of Behavioral Finance", Working Paper No.9222, National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, MA, USA. Available at SSRN: <http://www.nber.org/papers/w9222>.
23. Beaver W.H. (2002) "Perspectives on Recent Capital Market Research", Accounting Review, Vol. 77, Issue 2 (Apr): 453-474.
24. Bernard V.L. (1995) "The Feltham-Ohlson Framework: Implications for Empiricists", Contemporary Accounting Research, Vol. 11, Issue 2 (Spring): 733-747.
25. Core J., W. Guay, A. Buskirk (2003) "Market Valuations in the New Economy: An Investigation of What has

Changed”, Journal of Accounting and Economics, Vol. 34, Issue 1-3 (Jan): 43-67.

26. Cutler D., J.M. Poterba, L.H. Summers (1989) “What Moves Stock Prices?”, Journal of Portfolio Management, Vol. 15, Issue 3: 4-12.
27. Dreman D.N., E.A. Lufkin (2000) “Investor Overreaction: Evidence that its Basis is Psychological”, Journal of Psychology and Financial Markets, Vol. 1, Issue 1 (Mar): 61-75.
28. Francis J., P. Olsson, D.R. Oswald (2000) “Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Valuations”, Journal of Accounting Research, Vol. 38, Issue 1 (Spring): 45-70.
29. Hirshleifer D. (2001) “Investor Psychology and Asset Pricing”, Journal of Finance, Vol. 56, Issue 4 (Aug): 1533-1597.
30. Hoitash R., M. Krishnan, S. Sankaraguruswamy (2002) “Earnings Quality and Price Quality”, Working Paper. Available at SSRN: <http://www.ssrn.com/abstract=320831>.
31. Ibbotson R.G., P. Chen (2003) “Long-Run Stock Returns: Participating in the Real Economy”, Financial Analysts Journal, Vol. 59, Issue 1 (Jan-Feb): 88-98.
32. Kothari S.P. (2001) “Capital Markets Research in Accounting”, Journal of Accounting and Economics, Vol. 31, Issue 1: 105-231.

33. Olsen R.A. (1998) "Behavioral Finance and Its Applications for Price Volatility", *Financial Analysts Journal*, Vol. 54, Issue 2: 10-18.
34. Shiller R.J. (1981) "Do Stock Prices Move Too Much to Be Justified by Subsequent Changes in Dividends", *American Economic Review*, Vol. 71, Issue 3 (Jun): 421-436.
35. Shiller R.J. (2003) "From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, Issue 1: 83-104.
36. Thaler R.H. (1999) "The End of Behavioral Finance", *Financial Analysts Journal*, Vol. 55, Issue 6 (Nov-Dec): 12-17.