

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



دانشگاه اصفهان
دانشکده علوم اداری و اقتصاد
گروه حسابداری

پایان نامه‌ی کارشناسی ارشد رشته‌ی حسابداری

**تأثیر بازده نامشهود دوره‌های قبل بر رابطه بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام
شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران**

استاد راهنما:
دکتر داریوش فروغی

استاد مشاور:
دکتر هادی امیری

پژوهشگر:
نرگس حمیدیان

تیرماه ۱۳۹۰

چکیده

کسب حداکثر بازدهی در حوزه سرمایه گذاری، از طریق شناسایی عوامل موثر بر بازده سهام امکان پذیر است. عوامل متعددی بر بازده سهام تاثیر دارند که از جمله آن ها می توان به متغیرهایی نظیر اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام و اقلام تعهدی اشاره کرد. از بین متغیرهای مذکور، ارتباط منفی بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام با عنوان «نابهنجاری اقلام تعهدی» توسط اسلون (۱۹۹۶) در ادبیات حسابداری مطرح شد. وی، این ارتباط منفی را ناشی از قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی بیان کرد. علاوه بر این، نتایج پژوهش ریساتک (۲۰۱۰) نشان داد که بازده نامشهود دوره های قبل بر رابطه بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام تاثیر دارد.

در این پژوهش، ضمن بررسی ارتباط بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام، تاثیر بازده نامشهود دوره های قبل بر رابطه بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام مورد آزمون قرار گرفته است. بدین منظور، نمونه ای متشکل از ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۸ مورد بررسی قرار گرفت. بازده نامشهود از طریق رگرسیون های مقطعی محاسبه شده است. هم چنین برای آزمون فرضیه ها، از تحلیل رگرسیون تک متغیره و چندگانه به روش داده های تلفیقی استفاده شده است.

نتایج بررسی نشان داد که یک ارتباط معکوس و معنادار بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام (نابهنجاری اقلام تعهدی) وجود دارد. هم چنین، بازده نامشهود دوره های قبل بر رابطه بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام تاثیر دارد. به عبارت دیگر، با وارد کردن این متغیر به مدل پژوهش، ارتباط معکوس و معنادار بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام از بین می رود.

واژه های کلیدی: نابهنجاری اقلام تعهدی، بازده سهام، بازده نامشهود، استدلال پایداری، استدلال رشد

فهرست مطالب

صفحه

عنوان

فصل اول: کلیات پژوهش

۱-۱- مقدمه	۱۰
۲-۱- بیان مساله پژوهش	۱۱
۳-۱- اهداف پژوهش	۱۳
۴-۱- اهمیت و ارزش پژوهش	۱۴
۵-۱- کاربرد نتایج پژوهش	۱۴
۶-۱- فرضیه های پژوهش	۱۵
۷-۱- روش پژوهش	۱۵
۸-۱- جامعه آماری	۱۸
۹-۱- روش و طرح نمونه برداری	۱۸
۱۰-۱- ابزار گردآوری داده ها	۱۸
۱۱-۱- ابزار تجزیه و تحلیل	۱۹
۱۲-۱- کلید واژه ها	۱۹
۱۳-۱- خلاصه	۲۰

فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۱-۲- مقدمه	۲۱
۲-۲- مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای	۲۲
۳-۲- موارد نقض مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای	۲۴
۴-۲- فرضیه بازار کارا و ارتباط آن با نابهنجاری های بازار	۲۶
۵-۲- حسابداری تعهدی و اهمیت آن	۲۸
۶-۲- اقلام تعهدی و اهمیت آن	۲۹
۷-۲- مطالعات مرتبط با اقلام تعهدی	۳۰
۱-۷-۲- مطالعات مرتبط با محتوای اطلاعاتی اقلام تعهدی	۳۰
۲-۷-۲- مطالعات مرتبط با نابهنجاری اقلام تعهدی	۳۲

۸-۲- اهمیت نابهنجاری اقلام تعهدی.....	۳۳
۹-۲- انواع مطالعات در ارتباط با نابهنجاری اقلام تعهدی.....	۳۳
۱-۹-۲- بررسی اجزای اقلام تعهدی.....	۳۴
۲-۹-۲- بررسی رفتار تحلیل گران و حسابرسی.....	۳۴
۳-۹-۲- بررسی تفاوت در ویژگی ها و مهارت های سرمایه گذاران.....	۳۵
۴-۹-۲- ارزیابی نابهنجاری اقلام تعهدی در ارتباط با سایر نابهنجاری ها.....	۳۵
۱۰-۲- انواع نابهنجاری اقلام تعهدی.....	۳۶
۱-۱۰-۲- نابهنجاری اقلام تعهدی مبتنی بر ریسک.....	۳۶
۲-۱۰-۲- نابهنجاری اقلام تعهدی مبتنی بر قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی.....	۳۷
۱۱-۲- استدلال پایداری در تشریح نابهنجاری اقلام تعهدی.....	۳۸
۱-۱۱-۲- فرضیه ثبات.....	۳۹
۲-۱۱-۲- روان شناختی سرمایه گذاران؛ واکنش های غیر منطقی سرمایه گذاران.....	۴۱
۳-۱۱-۲- اثر مدیریت سود بر نابهنجاری اقلام تعهدی.....	۴۲
۱۲-۲- استدلال رشد در تشریح نابهنجاری اقلام تعهدی.....	۴۳
۱۳-۲- تئوری نمایندگی تفسیری برای نابهنجاری اقلام تعهدی.....	۴۵
۱۴-۲- اطلاعات نامشهود: رویکردی جایگزین در تشریح نابهنجاری اقلام تعهدی.....	۴۶
۱-۱۴-۲- اطلاعات مشهود و اطلاعات نامشهود.....	۴۸
۲-۱۴-۲- بازده نامشهود دوره های قبل: رویکردی جدید در تشریح نابهنجاری اقلام تعهدی.....	۵۲
۱۵-۲- مروری بر پژوهش های پیشین.....	۵۴
۱-۱۵-۲- پژوهش های خارجی.....	۵۴
۲-۱۵-۲- پژوهش های داخلی.....	۵۹
۱۶-۲- خلاصه.....	۶۳

فصل سوم: روش پژوهش

۱-۳- مقدمه.....	۶۴
۲-۳- نوع پژوهش.....	۶۵

.....	۳-۳- جامعه آماری	۶۵
.....	۳-۳-۱- قلمرو مکانی پژوهش	۶۶
.....	۳-۳-۲- قلمرو زمانی پژوهش	۶۶
.....	۳-۴- روش نمونه گیری و حجم نمونه	۶۶
.....	۳-۵- نحوه گردآوری اطلاعات	۶۷
.....	۳-۶- فرضیه های پژوهش	۶۷
.....	۳-۷- ابزار تجزیه و تحلیل	۶۷
.....	۳-۸- متغیرهای پژوهش	۶۷
.....	۳-۹- مدل های پژوهش	۶۹
.....	۳-۱۰- مراحل محاسبه متغیرها	۷۰
.....	۳-۱۱- افق زمانی پژوهش	۷۴
.....	۳-۱۲- مدل های ترکیبی	۷۶
.....	۳-۱۲-۱- مزایای استفاده از داده های ترکیبی	۷۶
.....	۳-۱۲-۲- روش های تخمین در داده های ترکیبی	۷۷
.....	۳-۱۲-۲-۱- آزمون F لیمر	۷۸
.....	۳-۱۲-۲-۲- آزمون هاسمن	۷۸
.....	۳-۱۳- روش های آماری مورد استفاده در پژوهش	۷۹
.....	۳-۱۳-۱- تحلیل رگرسیون	۷۹
.....	۳-۱۳-۲- بررسی نقض فروض مدل رگرسیون خطی کلاسیک	۸۰
.....	۳-۱۳-۲-۱- عدم ناهمسانی واریانس	۸۰
.....	۳-۱۳-۲-۲- عدم هم خطی	۸۰
.....	۳-۱۳-۲-۳- عدم خود همبستگی	۸۱
.....	۳-۱۳-۳- آزمون F لیمر	۸۱
.....	۳-۱۳-۴- آزمون معنی دار بودن ضرایب رگرسیون	۸۲
.....	۳-۱۳-۵- ضریب تعیین	۸۲
.....	۳-۱۳-۶- آزمون F	۸۲

۱۴-۳- خلاصه فصل ۸۳

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده ها

۱-۴- مقدمه ۸۴

۲-۴- آمار توصیفی ۸۵

۳-۴- فرضیه های پژوهش ۸۶

۴-۴- روش آزمون فرضیه اول ۸۶

۱-۴-۴- آزمون F لیمر ۸۷

۲-۴-۴- بررسی همسانی واریانس ۸۷

۳-۴-۴- آزمون فرضیه اول ۸۸

۵-۴- نحوه محاسبه بازده نامشهود دوره جاری و بازده نامشهود دوره های قبل ۹۰

۶-۴- نحوه بررسی تاثیر متغیر (PPIR) بر رابطه بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام ۹۲

۷-۴- برآورد مدل رگرسیونی (۴-۴) قبل از در نظر گرفتن متغیر PPIR ۹۳

۱-۷-۴- بررسی همسانی واریانس ۹۳

۲-۷-۴- روش حداقل مربعات تعمیم یافته (GLS) ۹۴

۴-۷-۴- نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۴-۴) قبل از در نظر گرفتن PPIR ۹۵

۸-۴- برآورد مدل رگرسیونی (۴-۴) بعد از در نظر گرفتن متغیر PPIR ۹۶

۱-۸-۴- بررسی همسانی واریانس ۹۷

۲-۸-۴- نتایج برآورد مدل رگرسیونی رابطه (۴-۵) بعد از در نظر گرفتن متغیر PPIR ۹۸

۹-۴- آزمون فرضیه دوم ۱۰۰

۱۰-۴- خلاصه ۱۰۲

فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهادات

۱-۵- مقدمه ۱۰۳

۲-۵- خلاصه موضوع پژوهش ۱۰۴

۳-۵- نتایج آزمون فرضیه های پژوهش ۱۰۵

۴-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه اول ۱۰۵

۵-۵- تحلیل نتایج آزمون فرضیه دوم ۱۰۶

عنوان

صفحه

۱۰۷	۶-۵- نتیجه گیری.....
۱۰۷	۷-۵- محدودیت های پژوهش.....
۱۰۸	۸-۵- پیشنهادهای پژوهش.....
۱۰۸	۱-۸-۵- پیشنهادهای مبتنی بر یافته های پژوهش.....
۱۰۸	۲-۸-۵- پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی.....
۱۰۹	۹-۵- خلاصه.....
۱۱۰	منابع و مأخذ.....
۱۱۷	ضمائم و پیوست ها.....

فهرست جداول

عنوان	صفحه
جدول ۳-۱: نحوه برآورد رگرسیون های مقطعی جهت محاسبه بازده نامشهود.....	۷۴
جدول ۴-۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش.....	۸۵
جدول ۴-۲: خلاصه نتایج آزمون F لیمر برای بررسی روش برآورد مدل رگرسیونی (۴-۱).....	۸۷
جدول ۴-۳: خلاصه نتایج آزمون وایت برای مدل رگرسیونی (۴-۱).....	۸۸
جدول ۴-۴: نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۴-۱) با روش داده های تلفیقی.....	۸۹
جدول ۴-۵: رگرسیون های مقطعی جهت محاسبه بازده نامشهود.....	۹۱
جدول ۴-۶: نتایج آزمون F لیمر برای برآورد مدل رگرسیونی (۴-۴) قبل از در نظر گرفتن <i>PPIR</i>	۹۳
جدول ۴-۷: نتایج آزمون وایت برای برآورد مدل رگرسیونی (۴-۴) قبل از در نظر گرفتن <i>PPIR</i>	۹۴
جدول ۴-۸: نتایج آزمون وایت پس از برآورد مدل رگرسیونی (۴-۴) به روش <i>GLS</i>	۹۴
جدول ۴-۹: نتایج برآورد مدل رگرسیونی (۴-۴) قبل از در نظر گرفتن متغیر <i>PPIR</i>	۹۵
جدول ۴-۱۰: نتایج آزمون F لیمر برای برآورد مدل رگرسیونی (۴-۵) بعد از در نظر گرفتن متغیر <i>PPIR</i>	۹۷
جدول ۴-۱۱: خلاصه نتایج آزمون وایت برای مدل رگرسیونی (۴-۵) بعد از در نظر گرفتن متغیر <i>PPIR</i>	۹۸
جدول ۴-۱۲: خلاصه نتایج آزمون وایت پس از برآورد مدل رگرسیونی (۴-۵) به روش <i>GLS</i>	۹۸
جدول ۴-۱۳: خلاصه نتایج برآورد مدل رگرسیونی رابطه (۴-۵) پس از در نظر گرفتن متغیر <i>PPIR</i>	۹۹
جدول ۴-۱۴: تاثیر متغیر <i>PPIR</i> بر سطح معناداری ضریب متغیر اقلام تعهدی.....	۱۰۱
جدول ۵-۱: نتایج آزمون فرضیه های پژوهش.....	۱۰۵

فصل اول

کلیات پژوهش

۱-۱- مقدمه

سرمایه گذاران همیشه به دنبال کسب حداکثر بازدهی از محل وجوه سرمایه گذاری شده خود هستند. در این راستا، شناسایی عوامل تاثیر گذار بر بازده سهام از اهمیت بسزایی برخوردار است. از جمله این عوامل می توان به ارقام تعهدی اشاره کرد. رابطه بین ارقام تعهدی و بازده سهام خود تحت تاثیر عوامل دیگری قرار دارد. یکی از این عوامل، بازده نامشهود دوره های قبل است. بازده نامشهود به واسطه استفاده از اطلاعاتی که در صورت های مالی انعکاس نیافته، قابل دستیابی است. در این پژوهش به بررسی تاثیر بازده نامشهود دوره های قبل بر رابطه بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام شرکت ها پرداخته می شود.

در این فصل ابتدا توضیحاتی پیرامون موضوع پژوهش ارائه می شود. سپس اهداف، اهمیت و ارزش و کاربرد نتایج پژوهش بیان می شود. سپس فرضیه های پژوهش بیان گردیده و در ادامه روش پژوهش و مدل های مورد استفاده تشریح می گردد. سپس جامعه آماری، ویژگی ها و روش نمونه گیری بیان می شود. پس از آن، ابزار گرد آوری داده ها و ابزار تجزیه و تحلیل داده ها ارائه می شود. در پایان واژه های کلیدی پژوهش بیان می شود.

۱-۲- بیان مساله پژوهش

از مهمترین اقدامات در حوزه سرمایه گذاری، تخصیص بهینه منابع و کسب حداکثر بازدهی می باشد. بنابراین، هر سرمایه گذار برای حفظ و افزایش سرمایه خود به اطلاعاتی درباره عوامل موثر بر بازده سهام نیاز دارد. از این رو، پژوهشگران همواره در جستجوی عوامل تاثیرگذار بر بازده سهام بودند که شناسایی این عوامل، منجر به پژوهش های فراوانی در این زمینه گردیده است.

برای تشریح رفتار بازده سهام، از مدل های مختلفی استفاده شده است؛ از جمله این مدل ها مدل تک عاملی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای^۱ (CAPM)، مدل سه عاملی فاما و فرنچ^۲، مدل آربیتراژ و مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای چند دوره ای^۳ (ICAPM) می باشد. از معروف ترین و قدیمی ترین این مدل ها، مدل CAPM است. ولی نتایج پژوهش های انجام شده (نظیر باسو^۴ (۱۹۷۷)، فاما و فرنچ^۵ (۱۹۹۲) و اسلون^۶ (۱۹۹۶)) حاکی از این است که متغیرهایی نظیر اندازه، نسبت سود به قیمت سهام، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و ارقام تعهدی، بازده سهام را بهتر از مدل CAPM پیش بینی می کند. این موارد با عنوان نابهنجاری های بازار^۶ در ادبیات معاصر مطرح است (مشایخی و همکاران، ۱۳۸۹).

نابهنجاری های بازار، نتایج پژوهش های تجربی هستند که با تئوری های قیمت گذاری دارایی ها ناسازگارند. این نابهنجاری ها، نشان دهنده ناکارآمدی بازار یا نارسایی در مدل های قیمت گذاری دارایی ها است (اسچوئرت^۷، ۲۰۰۲). سرمایه گذاران به واسطه آن که نابهنجاری ها (استثناها) به طور بالقوه فرصت هایی جهت افزایش بازده پرتفوی آنها فراهم می کند، به این موارد علاقه مند هستند. این نابهنجاری ها، تئوری های موجود را به چالش کشیده اند و همین امر توجه پژوهشگران حسابداری را به خود جلب نموده است (زاج^۸، ۲۰۰۳).

از جمله نابهنجاری های بازار سرمایه، ارتباط منفی و معنادار ارقام تعهدی با بازده آتی سهام است که با عنوان نابهنجاری ارقام تعهدی^۹ در سال ۱۹۹۶ توسط اسلون در ادبیات حسابداری مطرح شده است. نتایج پژوهش اسلون نشان داد که پرتفوی شرکت هایی با ارقام تعهدی بالا، بازده های آتی پایین تری کسب می کند. وی این موضوع

1 . Capital Asset Pricing Model

2 . Fama & French

3 . Intertemporal CAPM

4 . Basu

5 . Sloan

6 . Market Anomalies

7 . Schwert

8 . Zach

9 . Accrual Anomaly

را به پایداری کمتر اقلام تعهدی در مقایسه با جزء نقدی سود نسبت داد، به نحوی که نادیده گرفتن پایداری متفاوت اجزاء نقدی و تعهدی سود، منجر به قیمت گذاری نادرست^۱ اطلاعات موجود در اقلام تعهدی می شود. بر این اساس، مطالعاتی نظیر زای^۲ (۲۰۰۱)، زاچ^۳ (۲۰۰۳)، کرفت و همکاران^۴ (۲۰۰۶)، کور^۵ (۲۰۰۶) و فدییک و همکاران^۶ (۲۰۱۱) در بررسی علت نابهنجاری اقلام تعهدی به قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی توسط سرمایه گذاران اشاره می کنند؛ به نحوی که واکنش نادرست سرمایه گذاران نسبت به تغییرات اقلام تعهدی، باعث می شود که سهام شرکت هایی با حجم متفاوتی از اقلام تعهدی، به گونه ای نادرست بیشتر یا کمتر از واقع ارزش گذاری شود که این امر بر خلاف فرضیه های بازار کارا است.

در سال های اخیر، پژوهش های متعددی در رابطه با نابهنجاری اقلام تعهدی صورت گرفته است. بر اساس این پژوهش ها، دیدگاه ها و استدلال های متفاوتی در زمینه نابهنجاری اقلام تعهدی مطرح است. از جمله این استدلال ها، استدلال پایداری (اسلون، ۱۹۹۶) و استدلال رشد (فیرفیلد و همکاران^۷، ۲۰۰۳) است.

علاوه بر استدلال های فوق، ریساتک^۸ (۲۰۱۰) با استفاده از اطلاعات مشهود و نامشهود^۹ که توسط دنیل و تیمن^۹ (۲۰۰۶) معرفی شد، دیدگاهی جدید در زمینه نابهنجاری اقلام تعهدی ارائه کرد.

بر این اساس، اطلاعات اثر گذار بر قیمت سهام به دو دسته اطلاعات مشهود و نامشهود قابل تفکیک است. اطلاعات مشهود (نظیر سود عملیاتی) دربردارنده اطلاعاتی درباره عملکرد گذشته و حال یک شرکت است که از طریق معیارها و اعداد و ارقام حسابداری در صورت های مالی انعکاس می یابد. سایر اطلاعات (نظیر فرصت های سرمایه گذاری سودآور آتی) که خبرهایی درباره عملکرد آتی شرکت ارائه می کند، ولی از طریق اعداد و ارقام و معیارهای حسابداری نظیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام^{۱۰} (B/M) قابل اندازه گیری نیستند، اطلاعات نامشهود تلقی می شوند. با توجه به این که کل اطلاعات در قیمت و بازده سهام انعکاس یافته است، بازده تحقق یافته یک سهم دربردارنده اطلاعات مشهود و نامشهود یا به عبارتی بازده مشهود و بازده نامشهود است (دنیل و تیمن، ۲۰۰۶).

-
- 1 . Mispricing
 - 2 . Xie
 - 3 . Kraft et al
 - 4 . Core
 - 5 . Fedyk et al
 - 6 . Fairfield et al
 - 7 . Resutek
 - 8 . Intangible & Tangible Information
 - 9 . Daniel & Titman
 - 10 . Book-to-Market Equity Ratio

نتایج پژوهش دنیل و تیمن (۲۰۰۶) نشان داد که، بازده نامشهود دوره قبل^۱ می تواند بر بازده آتی سهام تاثیر گذار باشد. لذا، این امکان وجود دارد که رابطه منفی بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام ناشی از نادیده گرفتن بازده نامشهود دوره قبل باشد. ریساتک (۲۰۱۰) در تشریح نابهنجاری ارقام تعهدی، به پیروی از مطالعه دنیل و تیمن (۲۰۰۶)، بازده سهام را به دو جزء تفکیک کرد. وی از طریق رگرسیون بازده سهام بر متغیرهایی نظیر ارقام تعهدی، ارقام غیر تعهدی، انتشار سرمایه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (B/M)، باقیمانده مدل را به عنوان بازده نامشهود در نظر گرفت. بازده نامشهود می تواند منعکس کننده اطلاعاتی درباره آینده و فرصت های رشد آتی شرکت باشد که توسط معیارهای حسابداری در دوره های شناخت ارقام تعهدی، مدنظر قرار نگرفته اند. نتایج پژوهش وی، نشان داد که نابهنجاری ارقام تعهدی، در نتیجه نادیده گرفتن متغیر بازده نامشهود دوره های قبل، در بررسی رابطه بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام است و با ورود این متغیر به مدل پژوهش، رابطه منفی بین ارقام تعهدی و بازده سهام حذف می شود. در دیدگاه بازده نامشهود دوره های قبل، نابهنجاری ارقام تعهدی به دلیل واکنش سرمایه گذاران نسبت به اطلاعاتی است که در دوره های شناخت و اندازه گیری ارقام تعهدی، مدنظر قرار نگرفته اند. این اطلاعات همان اطلاعات نامشهود (نظیر فرصت های سرمایه گذاری جدید) است که حاوی اطلاعاتی درباره عملکرد آتی یک شرکت است.

با توجه به مبانی نظری فوق، پژوهش حاضر به دنبال پاسخی برای سوال های زیر است:

آیا بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معکوس و معنادار وجود دارد؟

آیا بازده نامشهود دوره های قبل بر رابطه بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تاثیر دارد؟

۱-۳- اهداف پژوهش

اهداف این پژوهش عبارتند از:

- تعیین تاثیر ارقام تعهدی بر بازده آتی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران
- تعیین تاثیر بازده نامشهود دوره های قبل بر رابطه بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

۱-۴- اهمیت و ارزش پژوهش

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 (حقیقت و ایران‌شاهی، ۱۳۸۹).

گزارش‌دهی مالی به عنوان یک سیستم اطلاعاتی، مهم‌ترین منبع اشخاص برون‌سازمانی به ویژه سرمایه‌گذاران در دستیابی به اطلاعات مورد نیاز است. نمود عینی گزارش‌دهی مالی، صورت‌های مالی است. از میان صورت‌های مالی، ترازنامه به عنوان صورت وضعیت مالی، نشان‌دهنده دارایی‌ها و تعهدات واحد تجاری است. با توجه به اینکه اقلام تعهدی حجم بالایی از دارایی‌ها و تعهدات یک واحد تجاری را تشکیل می‌دهد و سود واحد تجاری شامل دو جزء اقلام تعهدی و جریان‌های نقد عملیاتی است، درک ویژگی‌های اقلام تعهدی و تاثیر آنها بر سودآوری و بازده سهام واحد تجاری می‌تواند حائز اهمیت باشد. از طرف دیگر، در هر بازار سرمایه، همواره اطلاعات نامشهودی درباره وضعیت آتی شرکت‌ها وجود دارد که آگاهی و استفاده از آنها می‌تواند به کسب بازده نامشهود منجر شود. بنابراین آگاهی سرمایه‌گذاران از ویژگی‌های اقلام تعهدی و اطلاعات نامشهود و تاثیر آن بر قیمت اوراق بهادار می‌تواند راهنمایی در جهت سرمایه‌گذاری بهینه و کسب حداکثر بازدهی باشد. در این پژوهش، تلاش می‌شود ضمن بررسی ارتباط بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام، به بررسی تاثیر بازده نامشهود بر رابطه بین اقلام تعهدی و بازده آتی بازده سهام پرداخته شود. امید است با استفاده از نتایج این پژوهش سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران، تصمیمات سرمایه‌گذاری مطلوب‌تری را اتخاذ نمایند.

۱-۵- کاربرد نتایج پژوهش

پیشرفت و توسعه اقتصادی هر کشوری به میزان توسعه‌یافتگی بازار سرمایه و بورس اوراق بهادار آن بستگی دارد. هر چه بازار سرمایه هر کشور توسعه یافته‌تر باشد، کارایی بازار سرمایه آن جامعه نیز بیشتر خواهد بود. علاوه بر این، یکی از اهداف بازار سرمایه تخصیص بهینه و صحیح منابع مالی می‌باشد. از طرفی سرمایه‌گذاران، همیشه به دنبال دستیابی به معیارهایی مناسب، جهت ارزیابی شرکت‌های پر بازده و سرمایه‌گذاری در سهام این قبیل شرکت‌ها هستند.

در راستای تحقق این اهداف، پژوهش در مورد رابطه بین ارقام تعهدی و بازده سهام و همچنین آگاهی از تاثیر اطلاعات نامشهود بر بازدهی اوراق بهادار، می تواند به سرمایه گذاران در جهت بررسی ارقام مندرج در صورت های مالی، تجزیه و تحلیل اطلاعات موجود در بازار و انتخاب پرتفوی مطلوب سرمایه گذاری، کمک شایانی کند. همچنین نتایج پژوهش حاضر، محققان را در پژوهش های آتی یاری خواهد رساند.

۱-۶- فرضیه های پژوهش

فرضیه های این پژوهش به شرح زیر است:

- ارقام تعهدی با بازده آتی سهام رابطه معکوس دارد.
- بازده نامشهود دوره های قبل بر رابطه بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام تاثیر دارد.

۱-۷- روش پژوهش

این پژوهش، یک پژوهش توصیفی و در حوزه پژوهش های همبستگی است، که مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. در این پژوهش متغیر وابسته، بازده آتی سهام است. متغیرهای مستقل، ارقام تعهدی و بازده نامشهود دوره های قبل (*PPIR*) و متغیرهای کنترل شامل انتشار سرمایه (*ISS*)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (*B/M*) و بازده نامشهود دوره جاری (*CPIR*) می باشد که این متغیرهای کنترلی با توجه به پژوهش ریساتک (۲۰۱۰) در نظر گرفته شده اند. ابتدا به پیروی از پژوهش ریساتک (۲۰۱۰) از رگرسیون های مقطعی مندرج در روابط (۱-۱) و (۲-۱) برای محاسبه متغیرهای بازده نامشهود دوره های قبل (*PPIR*) و بازده نامشهود دوره جاری (*CPIR*) استفاده می شود. باقیمانده این مدل ها، بیانگر بازده هایی است که از طریق متغیرهای مورد استفاده در مدل های رگرسیونی قابل توضیح نبوده اند و به عنوان بازده نامشهود در نظر گرفته شده اند. متغیر *PPIR* متغیر مستقل و متغیر *CPIR* متغیر کنترلی است. به این ترتیب، در هر سال دو رگرسیون مقطعی به شرح روابط (۱-۱) و (۲-۱) برآورد می شود. باقیمانده مدل رگرسیون (۱) به عنوان بازده نامشهود دوره جاری (*CPIR*) و باقیمانده مدل رگرسیون (۲-۱) به عنوان بازده نامشهود دوره های قبل (*PPIR*) می باشد. با توجه به دوره پژوهش که از سال ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۸ است، برآورد رگرسیون های مقطعی از سال ۱۳۸۷ شروع شده و تا سال ۱۳۸۳ ادامه یافته، به نحوی که داده های چهار

سال قبل از سال ۱۳۸۳ (یعنی سال ۱۳۷۸) در دسترس باشد. از آن جایی که بازده آتی سهام برای بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ در نظر گرفته می شود، برآورد رگرسیون های مقطعی از سال ۱۳۸۷ آغاز می شود.

$$Ret_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 bm_{i,t-1} + \gamma_2 TACC_{i,t} + \gamma_3 NTACC_{i,t} + \gamma_4 iss_{i,t} + u_{i,t} \quad (1-1)$$

$$Ret_{i,(t-5,t-1)} = \gamma_0 + \gamma_1 bm_{i,(t-5)} + \gamma_2 \Delta \log(B)_{i,(t-5,t-1)} + \gamma_3 iss_{i,(t-5,t-1)} + u_{i,(t-5,t-1)} \quad (2-1)$$

که در این روابط:

$Ret_{i,t}$: لگاریتم بازده سهام شرکت i در پایان سال t

$Ret_{i,(t-5,t-1)}$: لگاریتم بازده سهام شرکت i بین سال های $t-1$ و $t-5$

$bm_{i,(t-1)}$: لگاریتم نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان سال $t-1$

$bm_{i,(t-5)}$: لگاریتم نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان سال $t-5$

$TACC_{i,t}$: کل ارقام تعهدی شرکت i در سال t

$NTACC_{i,t}$: کل ارقام غیر تعهدی شرکت i در سال t

$iss_{i,t}$: متغیر انتشار سرمایه شرکت i در سال t

$iss_{i,(t-5,t-1)}$: متغیر انتشار سرمایه شرکت i بین سال های $t-1$ و $t-5$

$\Delta \log(B)_{i,(t-5,t-1)}$: تغییرات لگاریتم ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت i بین سال های $t-1$ و $t-5$

$u_{i,t} = CPIR$: بازده نامشهود دوره جاری

$u_{i,(t-5,t-1)} = PPIR$: بازده نامشهود دوره قبل

• دلیل استفاده از دوره چهار سال قبل در محاسبه برخی از متغیرها

آثار B/M بر بازده سهام^۱ در نتیجه عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران نسبت به عملکرد گذشته شرکت است که این بیش واکنش طی پنج سال مشخص شده و روند قیمت ها معکوس می شود؛ در نتیجه بازده های بالاتری برای شرکت هایی که دارای B/M بالاتر هستند، ایجاد می شود (لاکونیشاک و همکاران، ۱۹۹۴). دلیل و تیمن (۲۰۰۶) برای محاسبه بازده نامشهود، این دوره پنج ساله را به یک دوره یک ساله (دوره جاری) و یک دوره چهار سال قبل تقسیم بندی کردند.

^۱. وقتی سود یک شرکت کاهش می یابد، بازار واکنش بیشتری نشان می دهد و در نتیجه این بیش واکنش، قیمت سهام به شدت به سمت پایین رانده می شود و بازده سهام کاهش می یابد؛ با کاهش قیمت سهام، B/M بالا می رود و بالعکس.

در این پژوهش نیز به پیروی از مطالعه دنیل و تیمن (۲۰۰۶) و ریساتک (۲۰۱۰) از همین شیوه برای محاسبه متغیرهای پژوهش جهت بدست آوردن بازده نامشهود استفاده شده است.

برای آزمون فرضیه اول، با توجه به پژوهش ریساتک (۲۰۱۰)، از مدل رگرسیونی تک متغیره به شرح رابطه (۳-۱) استفاده می شود:

$$Ret_{i,t+1} = \alpha + \beta TACC_{i,t} + \varepsilon_0 \quad (3-1)$$

$Ret_{i,t+1}$: لگاریتم بازده سهام شرکت i در پایان سال $t+1$

$TACC_{i,t}$: کل اقلام تعهدی شرکت i در سال t

ε_0 : خطای مدل

پس از محاسبه متغیرهای بازده نامشهود دوره جاری ($CPIR$) و بازده نامشهود دوره های قبل ($PPIR$)، از مدل رگرسیونی به شرح رابطه (۴-۱) برای بررسی فرضیه دوم پژوهش استفاده خواهد شد.

$$Ret_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 TACC_{i,t} + \beta_2 bm_{i,(t-5)} + \beta_3 ciss_{i,(t-1,t)} + \beta_4 piss_{i,(t-5,t-1)} + \beta_5 CPIR_{i,t} + \beta_6 PPIR_{i,t-1} + \varepsilon_0 \quad (4-1)$$

در این رابطه:

$Ret_{i,t+1}$: لگاریتم بازده سهام شرکت i در پایان سال $t+1$

$TACC_{i,t}$: کل اقلام تعهدی شرکت i در سال t

$bm_{i,(t-5)}$: لگاریتم نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت i در پایان سال $t-5$

$ciss_{i,t}$: متغیر انتشار سرمایه شرکت i در سال t

$piss_{i,(t-5,t-1)}$: متغیر انتشار سرمایه شرکت i بین سال های $t-1$ و $t-5$

$CPIR_{i,t}$: بازده نامشهود دوره جاری

$PPIR_{i,t-1}$: بازده نامشهود دوره قبل

ε_0 : خطای مدل

نحوه بررسی تاثیر $PPIR$ بر رابطه بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام به این صورت است که ابتدا مدل رگرسیونی (۴-۱) با در نظر گرفتن اقلام تعهدی به عنوان متغیر مستقل و متغیرهای نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (bm)، انتشار سرمایه دوره جاری ($ciss$)، انتشار سرمایه دوره های قبل ($piss$) و بازده نامشهود دوره جاری ($CPIR$) به عنوان متغیرهای کنترلی برآورد می شود. در مرحله بعد، متغیر $PPIR$ به عنوان متغیر مستقل دوم به مدل اضافه خواهد شد. دلیل اضافه کردن جداگانه متغیر $PPIR$ به مدل رگرسیون، بررسی

تأثیر متغیر *PPIR* بر رابطه بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام، به طور مستقل و جداگانه (پس از لحاظ کردن اثر متغیرهای کنترلی پژوهش) است.

۸-۱- جامعه آماری

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی ۱۳۷۸ الی ۱۳۸۸ می باشد.

۹-۱- روش و طرح نمونه برداری

در این پژوهش نمونه گیری با استفاده از روش حذفی سیستماتیک انجام شده است. لذا نمونه انتخابی شامل کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که شرایط زیر را دارا باشند:

- سال مالی آن ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد.
- طی بازه زمانی پژوهش، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.
- اطلاعات صورت های مالی آنها از سال ۱۳۷۸ به طور کامل و پیوسته، در دسترس باشد.
- شرکت ها باید در بازه زمانی پژوهش دارای ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام مثبت و خالص دارایی های عملیاتی مثبت باشند.
- معاملات سهام آنها طی دوره پژوهش، بیش از سه ماه در بورس اوراق بهادار تهران متوقف نشده باشد.
- جزء شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی (بانک ها و لیزینگ) نباشند.

۱۰-۱- ابزار گردآوری داده ها

در این پژوهش برای گردآوری داده ها از روش کتابخانه ای و اسناد کاوی استفاده می شود. در بخش مبانی نظری موضوع پژوهش، از طریق مطالعه کتب، نشریات و مراجعه به سایت های تخصصی، اطلاعات لازم جمع آوری می شود. در بخش آزمون فرضیه ها، داده های مورد نیاز از صورت های مالی حسابرسی شده شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، نرم افزار "تدبیر پرداز" و سایت اینترنتی "مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار"^۱ جمع آوری می شود.

۱۱-۱- ابزار تجزیه و تحلیل

در این پژوهش از روش‌های کمی تجزیه و تحلیل آماری شامل روش تجزیه و تحلیل رگرسیون تک متغیره و چندگانه و آزمون‌های آمار استنباطی F و t استفاده می‌شود. تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش، با استفاده از نرم‌افزارهای *Excel* و *Eviews 6* انجام می‌شود.

۱۲-۱- کلید واژه‌ها

نابهنجاری ارقام تعهدی (Accrual Anomaly): اثر ارقام تعهدی بر بازده سهام می‌باشد که به ارتباط منفی بین جزء تعهدی سود و بازده آتی سهام اشاره دارد (مشایخی و همکاران، ۱۳۸۹: ۷۹).

بازده سهام (Stock Return): بازده سهام در طی یک دوره، در بردارنده تمام مزایایی است که به دارنده آن سهم تعلق می‌گیرد. بازده سهام شامل تفاوت قیمت سهام در اول و پایان دوره، سود نقدی هر سهم و مزایای ناشی از افزایش سرمایه به صورت حق تقدم خرید سهام و سود سهمی یا سهام جایزه است (نوروش و ابراهیمی کردلر، ۱۳۸۴: ۱۰۳).

بازده نامشهود (Intangible Return): بازدهی است که از طریق معیارهای حسابداری نظیر نسبت سود به قیمت (E/P) یا نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (B/M) قابل توضیح و اندازه‌گیری نیست. این بازده با استفاده از اطلاعات نامشهودی که در صورت‌های مالی انعکاس نیافته است، قابل دست‌یابی است (دنیل و تیمن، ۲۰۰۶: ۱۶۳۸).

استدلال پایداری (Persistence Argument): شرکت‌هایی با سطح بالایی از ارقام تعهدی، بازده‌های آتی سهام پایینی کسب می‌کنند، زیرا جزء تعهدی سود نسبت به جزء نقدی از پایداری کمتری برخوردار است. از طرفی سرمایه‌گذارانی که بر سود شرکت‌ها تأکید دارند، قادر به تشخیص پایداری متفاوت اجزای سود نبوده؛ لذا شرکت‌هایی با ارقام تعهدی بالا، بیش از واقع ارزش‌گذاری می‌شوند (اسلون، ۱۹۹۶: ۲۹۰).

استدلال رشد (Growth Argument): افزایش خالص دارایی‌های عملیاتی کوتاه مدت (ارقام تعهدی سرمایه در گردش) در صورتی که با افزایش متناسب در سود عملیاتی همراه نباشد، منجر به کاهش بازده دارایی‌ها می‌شود. عدم آشنایی سرمایه‌گذاران با این موضوع منجر به قیمت‌گذاری نادرست اوراق بهادار شرکت‌هایی با ارقام تعهدی بالا و در نتیجه ایجاد نابهنجاری ارقام تعهدی می‌گردد (فیرفیلد و همکاران، ۲۰۰۳: ۳۵۵).

۱-۱۳ - خلاصه

در این فصل ابتدا به شرح و بیان مسئله پژوهش، پیرامون نابهنجاری اقلام تعهدی و دیدگاه های مطرح شده در این زمینه پرداخته شد. سپس اهداف پژوهش، اهمیت و ارزش پژوهش و کاربردهای پژوهش بیان گردید. هدف این پژوهش ضمن بررسی ارتباط اقلام تعهدی با بازده آتی سهام، بررسی تاثیر بازده نامشهود دوره های قبل بر رابطه بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام می باشد. به منظور بررسی اهداف پژوهش، دو فرضیه بیان شد. در ادامه ضمن بیان روش پژوهش و نحوه آزمون فرضیه ها، جامعه آماری و نحوه انتخاب نمونه توضیح داده شد. در انتها، ابزار گردآوری و تجزیه و تحلیل داده ها و واژه های کلیدی پژوهش معرفی گردید.