

بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به جنبه‌های سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی

حمید حقیقت^۱، علی اکبر ایرانشاهی^۲

چکیده: یکی از مفروضات بازار سرمایه کارا این است که سرمایه‌گذاران به‌طور منطقی به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند، اما یافته‌های تجربی نشان می‌دهد نوع واکنش افراد به اطلاعات منتشره متفاوت است و در برخی موارد واکنش آن‌ها به اطلاعات جدید کاملاً منطقی نیست. به عبارت دیگر افراد تحت تأثیر عوامل روانشناختی و رفتاری، نسبت به اطلاعات جدید واکنش‌های متفاوتی نشان می‌دهند و باعث ناهنجاری‌هایی از جمله افزایش بیش از حد یا کم‌تر از حد قیمت‌ها می‌شوند. هدف این پژوهش، بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اقلام تعهدی است که موجب اقلام تعهدی خلاف قاعده در بازار می‌شود. جامعه‌ی آماری پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره ۱۳۷۸-۱۳۸۶ است. نتایج به‌دست آمده بیانگر آن است در بازار سرمایه ایران، اقلام تعهدی خلاف قاعده وجود دارد که وابسته به اطلاعات سرمایه‌گذاری شامل در اقلام تعهدی بوده است. همچنین نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اقلام تعهدی واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند.

واژه‌های کلیدی: واکنش سرمایه‌گذاران، اقلام تعهدی، سرمایه‌گذاری، اقلام تعهدی خلاف قاعده

۱. استادیار گروه حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، ایران

۲. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۸۹/۱۱/۲۸

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۸۹/۵/۹

نویسنده مسئول مقاله: علی اکبر ایرانشاهی

Email: a.a.iranshahi@gmail.com

مقدمه

در پژوهش‌های مالی کارایی بازار سرمایه در حد وسیعی مورد توجه قرار گرفته است. به گفته فاما، بازار کارا بازاری است که در آن قیمت‌های اوراق بهادار به‌طور کامل، منعکس کننده‌ی تمامی اطلاعات موجود است و بازار سرمایه به‌موقع و به‌دور از تورش‌های روانی، تأثیر اطلاعات جدید را در قیمت سهام، منعکس می‌کند [۱۴]. نظریه بازار کارا و منطقی بودن تصمیمات سرمایه‌گذاران محور اصلی نظرات مالی مدرن است که شالوده‌ی آن اقتصاد مالی است. اما از دهه‌ی ۱۹۸۰ به بعد فرض منطقی بودن سرمایه‌گذاران مورد انتقاد جدی قرار گرفته است. همچنین در این علوم این اعتقاد که بازارهای سهام کارا هستند، به‌طور جدی به چالش کشیده شده است [۶]. بنابراین می‌توان در قالب فرضیات واکنش اشتباه بازار به این موضوع پرداخت، زمانی که سرمایه‌گذاران اقدام تعهدی را به غلط تحلیل می‌کنند و در واقع با کمترین دقت و در اثر بی‌تجربگی واکنش‌های غیر معمول نشان می‌دهند، موجب می‌شود بازده آتی سهام با آنچه انتظار آن را داشتند متفاوت باشد.

پژوهش حاضر به دنبال پاسخ به این سؤال است که آیا سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات اقدام تعهدی واکنش غیر منطقی نشان می‌دهند. بدیهی است پاسخ به این سؤال می‌تواند در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و ترقیب آن‌ها در استفاده از نظرها و مشاوره تحلیلگران مالی در امر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران راهگشا باشد.

مبانی نظری پژوهش

به‌طور کلی قدرت محدود در محاسبات، پیچیده بودن مسایل تصمیم‌گیری و وجود برخی خطاهای سیستماتیک در قضاوت‌ها باعث می‌شود، گاهی انسان‌ها کاملاً عقلائی 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. به‌طور 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 به‌راحتی توسط بسیاری از افراد قابل درک باشد هر دو واکنش بیش از حد و کمتر از حد کاهش خواهد یافت [۴].

در ارتباط با علل پدیده‌ی واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران، پژوهشگران مختلف یک سری عوامل روان‌شناختی را بیان نموده و این موضوع را در حوزه مالی رفتاری قرار داده‌اند. آن‌ها در تفسیر واکنش بیش از اندازه به دو تورش روانی سرمایه‌گذاران در هنگام اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری اشاره می‌کند. یکی اطمینان بیش از اندازه و دیگری موفقیت منتسب به خود. اطمینان بیش از اندازه بدین معناست که مردم علاقه دارند به مهارت‌های خود، توانایی‌های خود و دانش خود، بیش از اندازه اعتماد کنند. اطمینان بیش از اندازه در مورد سهامی که تعیین ارزش آن مشکل است، قوی‌تر می‌شود. در نتیجه‌ی تورش روانی موفقیت منتسب به خود، سرمایه‌گذاران نتایج مطلوب را به مهارت‌هایشان نسبت داده و نتایج نامطلوب و غیرمنتظره را به شانس بد خود نسبت می‌دهند و به مهارت‌های خود در انتخاب سهام اطمینان کامل دارند [۱۱].

ادبیات پژوهش

اسلون (۱۹۹۶) بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام رابطه منفی مشاهده نمود، این رابطه منفی را اقلام تعهدی خلاف قاعده نامید و علت ایجاد چنین رابطه‌ای را وجود سرمایه‌گذاران بی‌تجربه در بازار عنوان کرد و این‌گونه بیان نمود که سرمایه‌گذاران زمانی که انتظاراتشان را از سود شرکت‌ها شکل می‌دهند، تمایل دارند تا پایداری اقلام تعهدی را بیش از واقع و پایداری در جریانات نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند و در واقع پایداری اقلام تعهدی را نسبت به جریان نقدی بیشتر پیش‌بینی می‌کنند و سبب می‌شود سهام به اشتباه قیمت گذاری شود [۲۳]. ایجاد چنین رابطه‌ای نشان از واکنش ناصحیح سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات اقلام تعهدی دارد که بررسی علل یا عوامل مؤثر بر این واکنش ناصحیح انگیزه‌ی پژوهش‌های بیشتر را برای پژوهشگران فراهم نمود. از این‌رو پژوهشگران زیادی در سال‌های بعد به بررسی اقلام تعهدی خلاف قاعده پرداختند. عده‌ای هم نظر با اسلون نقش پایداری اقلام تعهدی را عامل ایجاد واکنش ناصحیح سرمایه‌گذاران می‌دانند و عده‌ای عامل دیگری را علت ایجاد چنین واکنشی عنوان کردند و آن نقش سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی است. از این پژوهش‌ها فییر فیلد و همکاران (۲۰۰۳) در پژوهش خود با عنوان "سودهای تعهدی و رشد: مفاهیمی برای سودآوری آتی و اشتباه‌های قیمت‌گذاری در بازار" به بررسی رابطه‌ی بین اقلام تعهدی و رشد شرکت پرداختند. در این پژوهش آن‌ها سود

را به اقلام تعهدی و جریان نقدی عملیاتی و رشد کل خالص دارایی‌ها را به اقلام تعهدی و رشد خالص دارایی‌های بلندمدت تقسیم کردند. آن‌ها دریافتند هر دو جزء رشد خالص کل دارایی‌ها- اقلام تعهدی و رشد در خالص دارایی‌های بلندمدت- با بازده آتی دارایی‌ها رابطه منفی دارد. آن‌ها در نهایت نتیجه گرفتند، اقلام تعهدی خلاف قاعده یک مورد خاصی از رشدی خلاف قاعده متداولی است که به علت استفاده گسترده از روش‌های حسابداری محافظه‌کارانه و یا به علت نزولی بودن بازده‌های نهایی سرمایه‌گذاری‌های جدید ایجاد می‌شوند. پژوهش‌های انجام گرفته در این زمینه، موجب ایجاد رابطه منفی بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام شرکت می‌شود [۱۵]. ژانگ (۲۰۰۷) در مقاله‌ی خود تحت عنوان "اقلام تعهدی، سرمایه‌گذاری و اقلام تعهدی خلاف قاعده" به بررسی دو فرضیه مقایسه‌ای برای اقلام تعهدی خلاف قاعده پرداخته است: ۱- نقش سرمایه‌گذاری/رشد اقلام تعهدی و ۲- نقش پایداری اقلام تعهدی. او به این نتیجه رسید که اقلام تعهدی خلاف قاعده به صورت یکنواختی با اطلاعات سرمایه‌گذاری شامل در اقلام تعهدی افزایش می‌یابد و برخلاف انتظار، شواهد نشان می‌دهد، تجزیه و تحلیل‌ها همسو با مبحث پایداری اقلام تعهدی نیست. وی در پژوهش خود اقلام تعهدی سرمایه در گردش را معیاری برای رشد و سرمایه‌گذاری شرکت در نظر گرفته و با توجه به این معیار به بررسی رابطه بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام پرداخته است. نتایج پژوهش نشان داد، رابطه منفی بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام وجود دارد و زمانی که اقلام تعهدی معیار واقعی‌تری از رشد/سرمایه‌گذاری شرکت است، این رابطه قوی‌تر می‌شود؛ بنابراین وی نتیجه گرفت، نقش سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی عامل واکنش ناصحیح سرمایه‌گذاران در بازار شده است [۲۸]. کوپر و همکاران (۲۰۰۸) در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین سرمایه‌گذاری و بازده آتی سهام پرداختند و رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری و بازده آتی سهام مشاهده نمودند. آن‌ها واکنش بیش از واقع سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی را علت وجود چنین رابطه‌ای می‌دانند. آن‌ها استدلال می‌کنند، سرمایه‌گذاران توسعه دارایی‌ها را نشانه مثبتی در شرکت توصیف کرده، در نتیجه سودآوری آتی شرکت را خوش‌بینانه پیش‌بینی می‌کنند و برخلاف آن کاهش دارایی‌ها را نشانه منفی در شرکت توصیف کرده، در نتیجه سودآوری آتی شرکت را بدبینانه پیش‌بینی می‌کنند [۱۰]. بنابراین می‌توان گفت واکنش اشتباه سرمایه‌گذاران، رشد خلاف قاعده را سبب می‌شود. واکنش اشتباه سرمایه-

گذاران به این معنی است که بعضی اطلاعات مربوط، در قیمت سهام منعکس نمی‌شود یا بعضی برآوردها در قیمت سهام صحیح نیست [۲۸]. در این پژوهش نیز هم نظر با پژوهش کوپر و همکاران (۲۰۰۸) اعتقاد بر این است که واکنش غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات ارقام تعهدی به علت جنبه‌ی سرمایه‌گذاری این ارقام است. از آنجایی که ارقام تعهدی محاسبه شده از طریق تغییرات غیر نقدی سرمایه در گردش به‌عنوان معیاری برای رشد/ سرمایه‌گذاری شرکت محسوب می‌شود؛ بنابراین سرمایه‌گذاران افزایش در ارقام تعهدی را نشانه‌ی مثبتی در شرکت توصیف نموده و سودآوری شرکت را خوش‌بینانه پیش بینی می‌نمایند و برعکس کاهش در ارقام تعهدی را نشانه منفی در شرکت توصیف نموده و سودآوری آتی شرکت را بدبینانه پیش‌بینی می‌کنند از پژوهش‌های انجام گرفته در سال-های اخیر می‌توان به پژوهش رابرت رسوتک (۲۰۱۰) اشاره نمود. او در پژوهش خود تحت عنوان "بازده‌های نامشهود، ارقام تعهدی و بازده معکوس" به بررسی عوامل مؤثر بر ایجاد ارقام تعهدی خلاف قاعده پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد در دوره‌ی چهارساله تا شناسایی ارقام تعهدی، قیمت سهام به‌صورت نامناسبی به سمت بازده‌های نامشهود یا بازده‌هایی که توسط معیارهای حسابداری توضیح داده نمی‌شوند، گرایش دارند. در نتیجه ارتباط بین بازده‌های نامشهود دوره‌ی قبل و بازده‌های دوره‌ی آتی، رابطه بین ارقام تعهدی دوره‌ی جاری و بازده آتی را استنتاج می‌کند. بنابراین آن‌ها نتیجه گرفتند، ارقام تعهدی خلاف قاعده و ارزش/ رشد خلاف قاعده وابسته به مکانیزم‌های اقتصادی متداول (بازده‌های نامشهود) هستند و رابطه‌ی منفی بین تأمین مالی خارجی و بازده‌های آتی توسط ارقام تعهدی خلاف قاعده تبیین نمی‌شود. [۲۰] هرشلیفر و همکاران (۲۰۰۹) اشاره کرد که نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد، فروش استقراری شرکت‌هایی که ارقام تعهدی بالایی دارند، سبب آریبترایز می‌شود که موجب ایجاد عدم کارایی در بازار می‌شود [۱۸]. همچنین جین و همکاران (۲۰۰۹) در پژوهش خود نشان دادند که شرکت‌ها در واکنش به تغییرات نرخ بهره، ارقام تعهدی را تعدیل می‌کنند. زمانی که نرخ بهره کاهش می‌یابد، اکثر پروژه‌ها سودآور شده، ارقام 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 شده، ارقام تعهدی کاهش می‌یابد، ولی بازده آتی باید افزایش یابد؛ زیرا نرخ تنزیل بالا به معنی بازده‌های مورد انتظار

بالا در آینده است. بین اقلام تعهدی و بازده سهام رابطه منفی وجود دارد [۲۶]. در مورد واکنش بیش اندازه سهامداران در داخل کشور نیز تهرانی و همکاران در پژوهش خود، وجود پدیده بازگشت به میانگین به عنوان ناهنجاری در عدم کارایی بازار سهام در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. به این منظور با استفاده از آزمون نسبت واریانس، بازگشت به میانگین در سه شاخص قیمت، بازده نقدی و قیمت و بازده پنجاه شرکت فعال‌تر در دوره‌های زمانی متفاوت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج وجود بازگشت به میانگین را در دو شاخص قیمت و شاخص بازده نقدی و قیمت در بیشتر دوره‌های زمانی تأیید می‌نماید [۱]. دموری و همکاران به بررسی واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد گذشته پرداخته‌اند که نتایج پژوهش آن‌ها بیان می‌کند، 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 (۱۳۸۶) به بررسی امکان افزایش بازده سرمایه‌گذاری‌ها و کسب بازده‌های غیر عادی از طریق به کارگیری راهبرد معاملاتی معکوس در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها واکنش بیش از اندازه‌ی سرمایه‌گذاران را در بورس اوراق بهادار تهران تأیید نمود. علاوه بر این به گفته‌ی آن‌ها واکنش بیش از اندازه‌ی سرمایه‌گذاران ایرانی به اخبار بد بسیار بیشتر از واکنش بیش از اندازه آن‌ها نسبت به اخبار خوب است [۳]. مهرانی و همکاران (۱۳۸۷) به ارزیابی واکنش کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. در این پژوهش آن‌ها به ارزیابی فرضیه واکنش کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران با استفاده از بازده‌های کوتاه مدت پرداخته‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها برخلاف بسیاری از پژوهش‌های خارجی، بیانگر عدم واکنش کُند و کمتر از حد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران است [۴]. نیکبخت و مرادی نیز در پژوهش خود به ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی نسبت به اطلاعات جدید منتشره در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند، که نتایج پژوهش آن‌ها واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید منتشر شده در بورس اوراق بهادار تهران را تأیید کرده است [۵].

اهمیت و ضرورت انجام پژوهش

هدف از هر سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار شرکت‌ها دست‌یابی به بازده مورد انتظار، حتی افزایش آن است. در صورت کارایی بازار سرمایه، نمی‌توان از طریق به‌کارگیری اطلاعات موجود به پیش‌بینی آینده پرداخته و به بازده‌های مازاد با اهمیتی دست یافت. ولی با توجه به مشاهده واکنش‌های نادرست و غیر منطقی سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید در بازارهای اوراق بهادار لزوم پژوهش جهت انتخاب راهبرد سرمایه‌گذاری مناسب به‌منظور افزایش بازده حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها اجتناب‌ناپذیر است. به همین منظور در این پژوهش سعی شده است، به بررسی و ارزیابی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات ارقام تعهدی، پرداخته شود.

فرضیه‌های پژوهش

ارقام تعهدی محاسبه شده از طریق تغییرات غیر نقدی سرمایه در گردش به‌عنوان نماینده‌ای برای سرمایه‌گذاری شرکت محسوب می‌شود. در واقع تغییرات در ارقام سرمایه در گردش مانند موجودی کالا، حساب‌های دریافتی و حساب‌های پرداختی و ... ارتباط مستقیمی با رشد سرمایه‌گذاری دارند [۲۸] و از آنجایی که در این پژوهش به بررسی جنبه‌ی سرمایه‌گذاری ارقام تعهدی پرداخته می‌شود. بنابراین لازم است برای بررسی این مطلب، ارقام تعهدی با معیارهای رشد شرکت ارتباط مستقیم و با اهمیتی داشته باشند. از این‌رو فرضیه اول را بدین صورت مطرح می‌کنیم که:

فرضیه اول: بین ارقام تعهدی و ویژگی‌های رشد شرکت رابطه مثبت معناداری وجود دارد. همان‌طور که قبلاً بیان شد، اسلون رابطه منفی بین ارقام تعهدی و بازده سهام که به‌علت حضور سرمایه‌گذاران بی‌تجربه در بازار روی می‌دهد، ارقام تعهدی خلاف قاعده نامیده است و بسیاری از پژوهش‌های انجام گرفته در ارتباط با ارقام تعهدی خلاف قاعده نشان می‌دهد که جنبه‌ی سرمایه‌گذاری ارقام تعهدی توانایی تبیین ارقام تعهدی خلاف قاعده را دارد. به عبارتی واکنش غیر منطقی سرمایه‌گذاران به جنبه سرمایه‌گذاری ارقام تعهدی سبب ایجاد ارقام تعهدی خلاف قاعده می‌شود؛ بنابراین فرضیه دوم این‌گونه مطرح شده است.

فرضیه دوم: سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات ارقام تعهدی واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند.

با توجه به این موضوع که سرمایه‌گذاری در شرکت، تأثیرات بلندمدتی به دنبال دارد و در یک سال بعد نمی‌توان آثار واقعی سرمایه‌گذاری را مشاهده نمود؛ همچنین از آنجایی که در حسابداری محافظه‌کارانه اغلب سودهای پایینی در سال‌های ابتدایی برای شرکت‌هایی با سرمایه‌گذاری / رشد بالا شناسایی می‌شود، به طوری که شرکت‌ها هزینه‌ها را به سرعت شناسایی می‌کنند، در صورتی که سرمایه‌گذاری انجام شده هنوز درآمد زیادی را ایجاد نکرده است؛ بنابراین در صورتی که ارقام تعهدی معیاری برای رشد / سرمایه‌گذاری شرکت محسوب شود، آن‌گاه شرکت‌هایی با ارقام تعهدی بالا باید سودهای بالاتری در آینده کسب نمایند [۲۸]. با توجه به این استدلال فرضیه سوم این‌گونه مطرح شده است:

فرضیه سوم: بین ارقام تعهدی و سودهای آتی رابطه‌ی مثبتی وجود دارد و نقش سرمایه‌گذاری ارقام تعهدی این رابطه را تشدید می‌کند.

تعریف و اندازه‌گیری متغیرهای پژوهش

ارقام تعهدی: برای محاسبه ارقام تعهدی از روش سرمایه در گردش استفاده شده است که ارقام تعهدی چنین تعریف و اندازه‌گیری می‌شود.

$$TA_t = (\Delta CA_t - \Delta Cach_t) + (\Delta CL_t - \Delta STDBT_t) - DEPEXP_t$$

TA_t : کل ارقام تعهدی در سال t

ΔCA_t : تغییر در دارایی‌های جاری غیر نقدی در سال t

$\Delta CACH_t$: تغییر در وجه نقد در سال t

ΔCL_t : تغییر در بدهی‌های جاری در سال t

$\Delta STDBT_t$: تغییر در حصة جاری تسهیلات دریافتی در سال t

$DEPEXP_t$: استهلاك دارایی‌های مشهود و نامشهود در سال t

بازده سهام: بازده سهام حاصل از خرید و نگهداری برابر است با تغییرات قیمت سهام و مزایای نقدی، سود سهمی و حق تقدم تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای دوره

$$R_t = [D_t + P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + c\alpha)] / (P_{t-1} + c\alpha) * 100$$

مؤلفه‌های این پژوهش عبارتند از:

P: قیمت سهام در بازار

D: سود نقدی سهام بر اساس تعداد سهام اول دوره

α : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی
 β : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و
 c : مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه‌گذار از بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات
 COVAR (همبستگی بین ارقام تعهدی و مؤلفه‌های رشد شرکت): از مجموع ضرایب $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ از فرضیه اول که به صورت سری زمانی در طی ۹ سال برای هر شرکت محاسبه شده است، به دست می‌آید.
 رشد فروش، رشد تولید و رشد دارایی ثابت به صورت زیر محاسبه می‌شود.
 تغییرات متغیرهای مذکور طی دوره تقسیم بر مقدار آن متغیرها در ابتدای دوره
 تأمین مالی خارجی: [(تغییرات سهام عادی + افزایش سرمایه از محل وجوه نقدی و مطالبات
 + تغییرات سهام ممتاز + تغییرات بدهی‌های بلند مدت + تسهیلات مالی دریافتی کوتاه مدت) / میانگین کل دارایی‌ها.
 رشد سود بلند مدت: منظور از سود در این پژوهش، سود قبل از ارقام غیر مترقبه است.
 [(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 $t-1$)] / (سود واقعی سال $t-3$ + سود واقعی سال $t-2$ + سود واقعی سال $t-1$)

داده‌های پژوهش، جامعه و نمونه‌ی آماری پژوهش

داده‌های مورد استفاده در این پژوهش اطلاعات واقعی و تاریخی است که از سایت بورس اوراق بهادار تهران، نرم‌افزار تدبیرپرداز و صورت‌های مالی شرکت‌های نمونه گردآوری شده است. داده‌های گردآوری شده، پس از حصول اطمینان از صحت و دقت آن‌ها، وارد نرم افزار Excel شده، سپس متغیرهای به دست آمده از این نرم افزار جهت تجزیه و تحلیل وارد نرم‌افزار SPSS شده‌اند. جامعه‌ی آماری این پژوهش شامل کلیه‌ی 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 هجری شمسی 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 پژوهش 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. براساس معیارهای فوق نمونه‌ی آماری پژوهش شامل ۱۱۴ شرکت انتخاب شده است.

روش پژوهش و تجزیه و تحلیل داده‌ها

این پژوهش از نوع پژوهش‌های نیمه‌تجربی پس رویدادی در حوزه‌ی پژوهش‌های اثباتی حسابداری است که از لحاظ هدف از نوع کاربردی و ماهیت موضوع و اطلاعات مورد نیاز آن، از نوع رویکرد تجزیه و تحلیل مقطعی بوده است. در پژوهش حاضر به‌منظور آزمون مدل‌های رگرسیون پیشنهاد شده برای 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 و به‌منظور آزمون روش پرتفوی برای مقایسه تغییرات سود طبقات مختلف از روش آزمون مقایسه میانگین دو جامعه استفاده شده است.

برای آزمون فرضیه اول پژوهش مطابق با دیدگاه ژانگ [۲۸] از رگرسیون چند متغیره استفاده شده است که روابط بین اقلام تعهدی با چهار مؤلفه‌ی رشد شرکت جداگانه بررسی شده است. در هر یک از مدل‌های پیشنهادی به‌دلیل این‌که تصویر روشن‌تری از ارتباط بین اقلام تعهدی با ویژگی‌های رشد شرکت‌ها نشان داده شود، رابطه بین اقلام تعهدی سال جاری با ویژگی رشد شرکت در سال قبل، سال جاری و سال آتی مورد بررسی قرار می‌گیرد. مدل‌های ۱ تا ۴ برای آزمون فرضیه اول پیشنهاد می‌شود.

$$ACC_t = \alpha_0 + \alpha_1 PRGR_{t-1} + \alpha_2 PRGR_t + \alpha_3 PRGR_{t+1} \quad \text{مدل (۱)}$$

ACC: اقلام تعهدی، PRGR: رشد تولید

$$ACC_t = \alpha_0 + \alpha_1 CSGR_{t-1} + \alpha_2 CSGR_t + \alpha_3 CSGR_{t+1} \quad \text{مدل (۲)}$$

CSGR: رشد فروش

$$ACC_t = \alpha_0 + \alpha_1 CAPEXP_{t-1} + \alpha_2 CAPEXP_t + \alpha_3 CAPEXP_{t+1} \quad \text{مدل (۳)}$$

CAPEXP: رشد دارایی ثابت

$$ACC_t = \alpha_0 + \alpha_1 XFIN_{t-1} + \alpha_2 XFIN_t + \alpha_3 XFIN_{t+1} \quad \text{مدل (۴)}$$

XFIN: تأمین مالی خارجی

برای آزمون فرضیه دوم از روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. مدل مورد استفاده در این پژوهش مدل پیشنهادی ژانگ (۲۰۰۷) است که در مدل (۵) نشان داده شده است.

$$\text{RET}_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{ACC}_t + \alpha_2 \text{COVAR}_t + \alpha_3 \text{COVAR} * \text{ACC}_t + \varepsilon_t \quad \text{مدل (۵)}$$

RET: بازده سالانه

ACC_t: ارقام تعهدی

COVAR: همبستگی بین ارقام تعهدی و رشد شرکت که از حاصل جمع ضرایب α_1, α_2 و α_3 از فرضیه اول برای هر شرکت در طی ۹ سال به صورت سری زمانی محاسبه شده است. در صورتی که در نمونه مورد بررسی، ارقام تعهدی خلاف قاعده وجود داشته باشد، در رابطه (۵)، ضریب ACC باید منفی و با اهمیت باشد. یعنی رابطه منفی بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام وجود دارد که نشان‌دهنده واکنش اشتباه سرمایه‌گذاران است و اگر ارقام تعهدی خلاف قاعده به علت نقش سرمایه‌گذاری ارقام تعهدی ایجاد شده باشند؛ آن‌گاه، فرضیه دوم ضریب منفی برای متغیر $\text{COVAR} * \text{ACC}_t$ پیش‌بینی می‌کند. این ضریب در واقع تأثیر همزمانی ارقام تعهدی و نقش سرمایه‌گذاری ارقام تعهدی را با بازده آتی نشان می‌دهد و به این معنی است که واکنش اشتباه سرمایه‌گذاران به علت نقش سرمایه‌گذاری ارقام تعهدی است که سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات ارقام تعهدی واکنش بیش از اندازه نشان داده و سبب ایجاد ارقام تعهدی خلاف قاعده در بازار شده است.

برای آزمون فرضیه سوم، از روش پرتفوی استفاده شده است. برای این منظور لازم است شرکت‌ها را در گروه‌های جداگانه‌ای طبقه‌بندی کرده تا بتوان میزان افزایش سودهای آتی را در بین شرکت‌هایی که ارقام تعهدی معیار قوی برای رشد/سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود، با شرکت‌هایی که ارقام تعهدی معیار ضعیفی برای رشد/سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود، مقایسه نمود. بدین منظور شرکت‌های نمونه مورد بررسی در چهار گروه مساوی از نظر معیار رشد/سرمایه‌گذاری طبقه‌بندی شده و شرکت‌های هر گروه را بر اساس ارقام تعهدی در ۵ گروه رتبه‌بندی نموده سپس میانگین رشد سودهای آتی برای هر طبقه محاسبه می‌شود. انتظار می‌رود روند افزایش سودهای آتی در هر طبقه به ترتیب از گروه‌هایی با کمترین ارقام تعهدی به سمت گروه‌هایی با بیشترین ارقام تعهدی، افزایشی باشد و در

صورت وجود این رابطه می‌توان گفت، بین اقلام تعهدی با رشد سودهای آتی رابطه مثبتی وجود دارد. حال از طریق مقایسه دامنه تغییرات طبقه اول، یعنی طبقه‌ای که اقلام تعهدی شرکت‌ها معیار قوی برای رشد/سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود، با طبقه چهارم یعنی طبقه-ای که اقلام تعهدی شرکت‌ها معیار ضعیفی برای رشد/سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود با یکدیگر مقایسه کرده، چنانچه دامنه تغییرات طبقه اول بیشتر از دامنه تغییرات طبقه چهارم بوده و این تغییر از منظر آماری با اهمیت باشد، به معنای آن است که روند افزایش سودهای آتی در شرکت‌هایی که اقلام تعهدی معیار قوی برای رشد/سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود، نسبت به روند افزایش سودهای آتی در شرکت‌هایی که اقلام تعهدی معیار ضعیفی برای رشد/سرمایه‌گذاری محسوب می‌شود، بیشتر است و این به معنای تأیید فرضیه سوم است.

یافته‌های پژوهش

در نگاره (۱) آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون، ارائه شده است. پراکندگی بالای متغیرها از نکات قابل توجه این نگاره است. متغیرهای اقلام تعهدی و تأمین مالی خارجی بر میانگین دارایی‌ها تقسیم شده است.

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرها

متغیرها	تعداد	میانگین	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
اقلام تعهدی	۱۰۲۶	۰.۰۳۶۰	۰.۱۷۸۹۷	-۰.۶۵	۰.۸۶
رشد دارایی ثابت	۱۰۲۶	۰.۲۹۰۸	۰.۷۶۳۰۳	-۰.۹۸	۸.۶۷
رشد کل دارایی‌ها	۱۰۲۶	۰.۲۴۹۵	۰.۴۲۸۰۸	-۰.۵۳	۷.۳۶
تأمین مالی خارجی	۱۰۲۶	-۰.۰۸۵۴	۰.۲۳۲۸۵	-۱.۶۲	۱.۴۷
رشد فروش	۱۰۲۶	۰.۲۱۰۸	۰.۲۷۸۵۶	-۰.۶۳	۱.۹۶
رشد تولید	۵۷۴	۰.۰۸۳۴	۰.۲۹۶۰۷	-۰.۶۷	۳.۰۸
بازده	۱۰۲۶	۰.۳۹۱۱	۰.۷۵۸۰۵	-۰.۸۳	۲.۶۳
سود عملیاتی	۱۰۲۶	۰.۱۴۶۴	۰.۲۴۱۸۹	-۰.۷۴	۱.۷۴
رشد سود بلندمدت	۱۰۲۶	۰.۰۱۲۷	۰.۰۶۴۹۴	-۰.۴۱	۱.۱۵

نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج آزمون نرمال بودن توزیع داده‌ها، بیانگر نرمال بودن آن‌ها است.

نتایج آزمون فرضیه اول

نگاره (۲) رابطه بین اقلام تعهدی با ویژگی‌های رشد شرکت را نشان می‌دهد. متغیر وابسته اقلام تعهدی (ACC) است و متغیرهای مستقل، PRGR، رشد تولید، CSGR، رشد فروش، CAPEXP، رشد دارایی ثابت، XFIN تأمین مالی خارجی است. مقادیر داخل پرانتز آماره t را نشان می‌دهد. با توجه به نگاره (۲)، ملاحظه می‌شود، در هر چهار مدل رابطه بین متغیرهای رشد با اقلام تعهدی به صورت بااهمیتی مثبت و ضرایب متغیرهای مستقل در سطح ۹۵ درصد معنادار است. آماره F که در نگاره بالا در چهار مدل ارایه شده، نشان دهنده‌ی معناداری کلی مدل رگرسیون برازش شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد است. بنابراین می‌توان اقلام تعهدی را به‌عنوان معیاری برای رشد/ سرمایه‌گذاری شرکت در نظر گرفت. از این رو فرضیه اول مبنی بر وجود رابطه مثبت معنادار بین اقلام تعهدی و مؤلفه‌های رشد شرکت تأیید می‌شود.

تکاه ۲. رابطه بین اقلام تعهدی با ویژگی‌های رشد شرکت

R^2 تعدیل شده	آماره F	X_{t+1}	X_t	X_{t-1}	
۰.۱۵۵	۱۳.۶۱۱	۰.۰۹۲	۰.۱۴۹	۰.۰۸۷	مدل (۱)
		(۲.۱۶۷)	(۳.۳۱۵)	(۲.۰۷۹)	$X=PRGR$
۰.۱۰۱	۱۸.۴۷۹	۰.۰۸۵	۰.۰۵۵	۰.۰۴۷	مدل (۲)
		(۳.۸۲۶)	(۲.۶۲۴)	(۲.۷۶۵)	$X=CSGR$
۰.۰۸۲	۱۱.۱۹۹	۰.۰۵۵	۰.۰۴۳	۰.۰۳۵	مدل (۳)
		(۲.۸۵۲)	(۲.۴۰۴)	(۲.۱۲۴)	$X=CAPEXP$
۰.۰۸۷	۱۳.۰۱	۰.۰۱۴	۰.۱۶۸	-۰.۰۱۷	مدل (۴)
		(۲.۴۸۹)	(۵.۶۶۷)	(-۰.۵۷۸)	$X=XFIN$

نتایج آزمون فرضیه دوم

نگاره (۳) نتایج آزمون مدل (۵) را نشان می‌دهد.

آماره F در نگاره (۳) نشان‌دهنده‌ی معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۹۵٪ است. با توجه به ضریب تعیین تعدیل شده مدل برازش شده می‌توان ادعا کرد، حدود ۱۸.۸ درصد از تغییرات بازده سهام توسط متغیرهای مستقل مدل توضیح داده می‌شود. همان‌طور که ملاحظه می‌شود آماره‌ی ACC مقدار -۰.۱۴۰ با آماره t ، -۸.۰۲۰ را نشان می‌دهد که مطابق انتظار مقداری منفی با سطح اهمیت بیش از ۹۵ درصد را نشان

می‌دهد و بیانگر این مطلب است که در نمونه مورد بررسی ارقام تعهدی خلاف قاعده وجود دارد و سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات ارقام تعهدی واکنش ناصحیح نشان می‌دهند. همچنین ضریب متغیر $COVAR*ACC_t$ مقدار -0.017 با آماره t ، -2.242 که مطابق با انتظار مقداری منفی و معناداری را نشان می‌دهد، بیانگر تأثیر نقش سرمایه‌گذاری ارقام تعهدی بر واکنش بیش از اندازه سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات ارقام تعهدی است، که موجب ایجاد ارقام تعهدی خلاف قاعده در بازار می‌گردد.

نگاره ۳. رابطه بین ارقام تعهدی خلاف قاعده با همبستگی بین ارقام تعهدی با رشد فروش

RET _{t+1} = a ₀ + a ₁ ACC _t + a ₂ COVAR _t + a ₃ COVAR*ACC _t + ε _t				
متغیر	ضرایب	علامت مورد انتظار	آزمون t	سطح معناداری
عدد ثابت	۰.۰۱۴		۳.۵۷	۰.۰۰۰
ACC _t	-۰.۱۴۰	منفی	-۸.۰۲۰	۰.۰۰۰
COVAR _t	۰.۰۱۲		۳.۸۵	۰.۰۰۰
COVAR*ACC _t	-۰.۰۱۷	منفی	-۲.۲۴۲	۰.۰۲۵
ضریب تعیین		۰.۱۹۱	آماره F	سطح معناداری
ضریب تعیین تعدیل شده		۰.۱۸۸	۳۰.۱۸۰	۰.۰۰۰

با توجه به نتایج تجزیه و تحلیل مدل (۵) می‌توان گفت سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات ارقام تعهدی واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند و علت این واکنش غیر منطقی آن‌ها، پیش‌بینی‌های ناصحیحی است که به واسطه‌ی تغییرات ارقام تعهدی از طرف سرمایه‌گذاران صورت می‌گیرد؛ بنابراین فرضیه دوم پژوهش مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

نتایج آزمون فرضیه سوم

برای آزمون فرضیه سوم از روش پرتفوی استفاده شده است که در نتایج آزمون فرضیه مزبور در نگاره (۴) نشان داده شده است.

همان‌گونه که ملاحظه می‌شود، نگاره (۴) ارتباط بین ارقام تعهدی و رشد سود بلندمدت را نشان می‌دهد به طوری که بین ارقام تعهدی با رشد سود بلندمدت رابطه مثبتی وجود دارد، این مشاهده از طریق تفاوت بین رشد سود نمونه‌هایی با کمترین ارقام تعهدی با نمونه‌هایی با بیشترین ارقام تعهدی در هر گروه (Q₅-Q₁) به دست آمده است. برای این که نقش سرمایه‌گذاری ارقام تعهدی را بر روی ارتباط بین ارقام تعهدی و سودهای بلندمدت

مشاهده شود، لازم است روند تغییرات (Q_5-Q_1) از طبقه اول تا طبقه چهارم بررسی شود. همان‌طور که در نگاره (۴) ملاحظه می‌شود، تغییرات (Q_5-Q_1) به صورت یکنواخت از طبقه‌ای که ارقام تعهدی معیار ضعیفی برای رشد/ سرمایه‌گذاری شرکت محسوب می‌شود تا طبقه‌ای که ارقام تعهدی معیار قوی برای رشد و سرمایه‌گذاری شرکت محسوب می‌شود، رو به افزایش است. به طوری که $\Delta(Q_5-Q_1)$ مقدار ۲۶.۱۸٪ با آماره t ، ۱.۹۷ را نشان می‌دهد.

نگاره ۵. تغییرات مرتبط با ارقام تعهدی و رشد سود بلندمدت

رشد سود بلندمدت در بین ۵ طبقه از ارقام تعهدی برای نمونه‌هایی که:				
چارک با بالاترین COVAR	سومین چارک COVAR	دومین چارک COVAR	چارک با پایین‌ترین COVAR	
٪۱۷.۱۸	٪۱۱.۷۵	٪۱۲.۷۴	٪۳۴.۳۲	Q_1
٪۲۳.۷۵	٪۱۲.۷۳	٪۲۲.۰۰	٪۱۲.۱۳	Q_2
٪۴۴.۸۴	٪۱۸.۹۱	٪۹.۱۷	٪۱۹.۷۴	Q_3
٪۴۲.۱۶	٪۱۳.۴۸	٪۱۳.۶۹	٪۲۸.۵۱	Q_4
٪۴۳.۹۴	٪۱۳.۸۰	٪۱۴.۱۴	٪۳۴.۹۰	Q_5
٪۲۶.۷۶	٪۲.۰۵	٪۱.۴۰	٪۰.۵۸	Q_5-Q_1
۳.۱۴	۱.۹۷۵	۲.۶۵	۳.۰۵	آماره t
۰.۰۰۰	۰.۰۴۷	۰.۰۰۶	۰.۰۰۰	p-value
COVAR = همبستگی بین ارقام تعهدی و رشد فروش $\Delta(Q_5-Q_1) = 26.18\%$ آماره t : ۱.۹۷ p-value = ۰.۰۴۷				

بنابراین می‌توان گفت بین ارقام تعهدی و رشد سودهای بلند مدت رابطه مثبتی وجود دارد و نقش سرمایه‌گذاری ارقام تعهدی تأثیر مثبتی بر روی این ارتباط می‌گذارد؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش مورد پذیرش قرار می‌گیرد.

بحث و نتیجه‌گیری

پس از مطرح شدن فرضیه بازار کارا در ادبیات مالی و اقتصادی، اعتقاد و فرض بر این بود که سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار و اطلاعات جدید وارده به بازار واکنشی مناسب و منطقی نشان داده و قیمت‌های سهام در هر لحظه از زمان بیانگر ارزش ذاتی و واقعی آن‌ها است. ولی نتایج پژوهش‌های متعدد در دو دهه اخیر این فرض را به چالش کشیده‌اند. یکی از این چالش‌ها، فرضیه واکنش بیش از اندازه‌ی سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار جدید است. در این

پژوهش نیز به بررسی بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات اقلام تعهدی پرداخته شده است، آزمون فرضیه‌ها با استفاده از داده‌های مقطعی، ۱۰۲۶ سال شرکت از میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مربوط به سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۶ مورد آزمون و بررسی قرار گرفته است.

به‌منظور بررسی این موضوع که آیا اقلام تعهدی معیاری برای رشد شرکت بوده و به‌منظور بررسی نقش سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی رابطه بین اقلام تعهدی با چهار ویژگی‌های رشد شرکت یعنی رشد تعداد تولید؛ رشد مقدار فروش؛ رشد دارایی ثابت و تأمین مالی خارجی بررسی شده است؛ نتایج پژوهش نشان می‌دهد، بین اقلام تعهدی و معیارهای رشد شرکت رابطه‌ی مثبت و معناداری وجود دارد و به همین دلیل اقلام تعهدی را می‌توان به‌عنوان معیاری برای رشد و سرمایه‌گذاری شرکت در نظر گرفت. سپس بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات اقلام تعهدی در بازار سرمایه پرداخته شد. همان‌طور که بیان شد به رابطه منفی بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام اقلام تعهدی خلاف قاعده گویند که به‌علت وجود سرمایه‌گذاران بی‌تجربه در بازار ایجاد می‌شود که با بررسی انجام گرفته در نمونه مورد بررسی، وجود اقلام تعهدی خلاف قاعده در بازار تأیید شده است و در ادامه به بررسی این موضوع پرداخته شد که سرمایه‌گذاران بی‌تجربه تحت تأثیر چه عاملی، واکنش ناصحیح نسبت به تغییرات اقلام تعهدی نشان می‌دهند. با توجه به این که در پژوهش‌های اشاره شده در بیان مسئله، جنبه سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی را عامل واکنش ناصحیح سرمایه‌گذاران می‌دانند، این عامل مورد بررسی قرار گرفت که نشان می‌دهد، هرچه نقش سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی بیشتر می‌شود، اقلام تعهدی خلاف قاعده افزایش می‌یابد که علت آن واکنش بیش از واقع سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات اقلام تعهدی است. سرمایه‌گذاران افزایش در اقلام تعهدی را نشانه‌ی مثبتی در شرکت در نظر گرفته و در نتیجه سودآوری آتی شرکت را خوش‌بینانه پیش‌بینی می‌کنند و برعکس کاهش اقلام تعهدی را نشانه‌ی منفی در شرکت می‌داند و سودآوری آتی شرکت را بدبینانه پیش‌بینی می‌کند. بر این اساس نتایج این پژوهش بیان می‌کند، سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار جدید منتشره در ارتباط با اقلام تعهدی واکنش غیر منطقی نشان داده و موجب ایجاد بازده مازاد در بازار می‌شود که نشانه‌ی عدم کارایی بورس اوراق بهادار تهران است. پژوهش مشابه، پژوهش انجام شده توسط ژانگ در سال ۲۰۰۷ است، که با استفاده از نمونه‌ای از شرکت‌های

پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار امریکا صورت گرفته است. با مقایسه‌ی نتایج این دو پژوهش مشاهده می‌شود، نتایج پژوهش حاضر در همه‌ی فرضیه‌ها با پژوهش مشابه خارجی سازگار است.

پیشنهادها

با توجه به نقش اطلاعات قابل اتکا و به‌موقع در تصمیم‌گیری اقتصادی و بهبود کارایی بازار پیشنهادهایی به شرح ذیل ارائه می‌شود:

۱. با توجه به یافته‌های این پژوهش مبنی بر وجود رابطه مثبت و معنادار بین ارقام تعهدی و ویژگی‌های رشد شرکت، پیشنهاد می‌شود، به‌هنگام تصمیم‌گیری‌های مرتبط با سرمایه‌گذاری ارقام تعهدی به‌عنوان معیار رشد شرکت ملاحظه شود.
۲. با توجه به یافته‌های این پژوهش مبنی بر حضور سرمایه‌گذاران بی‌تجربه در بازار سرمایه، پیشنهاد می‌شود، سرمایه‌گذاران با دقت بیشتری نسبت به تغییرات ارقام تعهدی واکنش نشان داده و از تحلیلگران مالی در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کمک بگیرند.
۳. پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی تأثیر پایداری ارقام تعهدی در ایجاد ارقام تعهدی خلاف قاعده مورد بررسی قرار گیرد.
۴. پیشنهاد می‌شود تأثیر عواملی چون کیفیت حسابرسی و افشای ارقام تعهدی در واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به ارقام تعهدی مورد بررسی قرار گیرد.

منابع

۱. تهرانی رضا، انصاری حجت اله، سارنج علی‌رضا. بررسی وجود پدیده بازگشت به میانگین در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از آزمون نسبت واریانس. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۵۴: ۱۷-۳۲.
۲. دموری داریوش، سعیدا سعید، فلاح زاده ابرقویی احمد. بررسی عکس‌العمل بیش از اندازه‌ی سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد گذشته‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۵۴: ۴۷-۶۲.

۳. مهرانی ساسان، نونهال نهر علی اکبر. بررسی امکان به‌کارگیری راهبرد معاملاتی معکوس در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۶؛ ۵۰: ۴۶-۲۵.
۴. مهرانی ساسان، نونهال نهر علی اکبر. ارزیابی واکنش کمتر از حد مورد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷؛ ۵۴: ۱۳۶-۱۱۶.
۵. نیکبخت محمدرضا، مرادی مهدی. ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۴؛ ۴۰: ۹۷-۱۲۲.
۶. هاگن رابرت. نظریه‌های مالی نوین، ترجمه شده توسط اسلامی بیدگلی غلامرضا. شمس شهاب الدین، چیت سازان هستی. تهران: دانشگاه تهران، مؤسسه انتشارات و چاپ؛ ۱۳۸۶.

7. Ali A, Gurun UG. Investor sentiment, Accruals anomaly and accruals management. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 2008; 23: 80-107.
8. Bradshaw M, S Richardson, RSloan. Do analysts and auditors use information in accruals? *Journal of Accounting Research* 2001; 39, 45-74.
9. Chambers D, Payne J. Audit Quality and the Accrual Anomaly. *American Accounting Association Annual Meeting*. 2008
10. Cooper MJ, Gulen H, Schill MJ. Asset growth and the cross-section of stock returns. *The journal of Finance*. 2008; 63: 1609-1651.
11. Daniel K, Hirshleifer D, Subrahmayam AM, Investor Psychology and Security Market Under-and Overreactions. *The Journal of Finance* 1998; 53, 1839-1885.
12. Dechow P, I Dichev. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 2002; 77, 35-59.
13. Desai H, S Rajgopal, M Venkatachalam. Value-glamour and accruals mispricing: one anomaly or two? *The Accounting Review* 2004; 79, 355-386.
14. Fama FE. Efficient Capital Markets. *The Journal of finance* 1991; 46: 1575-1617.

15. Fairfield P, S Whisenant, T Yohn. Accrued earnings and growth: implications for future profitability and market mispricing. *The Accounting Review* 2003; 353-371.
16. Gabrielsson T, Giaever H. The Accruals Anomaly in Sweden. Master thesis in Finance 2007.
17. Harris T, D Nissim. The differential value implications of the profitability and investment components of earnings. Columbia University, Working Paper 2006.
18. Hirshleifer David A, Teoh Siew Hong and Yu, Jeff Jiewei. Short Arbitrage, Return Asymmetry and the Accrual Anomaly 2007. Available SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1026044>.
19. Kraft A, Leone AJ, Wasley C. An Analysis of the Theories and Explanations Offered for the Mispricing of Accruals and Accrual Component. *Journal of Accounting Research* 2005; 44:110-153.
20. Resutek R . Intangible Returns, Accruals and Return Reversal: A Multiperiod Examination of the Accrual Anomaly. *The Accounting Review* 2010; 85: 1347-1373.
21. Richardson S, R Sloan, M Soliman, I Tuna. Accrual reliability, earnings persistence, and stock prices. *Journal of Accounting and Economics* 2005; 39, 437-485.
22. Shivakumar L. Do firms mislead investors by overstating earnings before seasoned equity offerings? *Journal of Accounting & Economics* 2000; 29, 339-371.
23. Sloan R. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 1996: 71, 289-315.
24. Titman, S., J. Wei, and F. Xie. Capital investments and stock returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 2004: 39, 677-700.
25. Wei KC, F Xie. Discretionary accruals, abnormal capital investment and stock returns. Hong Kong university of Science and technology. Working paper 2007.
26. Wu Jin (Ginger), Zhang Lu, Zhang Frank. The Q-Theory Approach to Understanding the Accrual Anomaly. *Journal of Accounting Research*, Forthcoming 2009.
27. Yu Y. Do Investors Overreact or Underreact to Accruals? A Reexamination of the Accrual Anomaly. Dissertation 2005.

28. Zhang XF. Accruals, Investment and Accrual Anomaly. *The Accounting Review* 2007: 82.1336-1363.