

بررسی تأثیر اقلام تعهدی بر ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران و تأثیر تعامل آن‌ها بر بازده سهام

طاهر اسکندرلی

گروه حسابداری و مدیریت، واحد گنبدکاووس، دانشگاه آزاد اسلامی، گنبدکاووس، ایران
teskandarlee@gmail.com

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۳/۲۵ تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۷/۲۹

چکیده

شرایط مبهم و اشتباهات شناختی که در روان‌شناسی انسان ریشه دارد باعث می‌شود سرمایه‌گذاران اشتباهاتی در شکل‌دهی انتظارات خود داشته باشند و در نتیجه موجب می‌شود سرمایه‌گذاران رفتارهای ویژه‌ای در موقع تصمیمات سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی از خود بروز دهند. هدف این پژوهش، مطالعه اینکه اقلام تعهدی چگونه بر ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران اثرگذار بوده و تعامل این دو متغیر چگونه بر بازده سهام شرکت تأثیرگذار است. این پژوهش از نظر هدف، کاربردی و در زمره تحقیقات توصیفی-همبستگی به شمار می‌رود. داده‌های مربوط به ۱۵۱ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای بازه زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۵ با استفاده از داده‌های ترکیبی و تجزیه و تحلیل رگرسیون خطی چند متغیره مورد بررسی قرار گرفت. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که میزان اقلام تعهدی بر سطح ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران اثر مثبت معناداری دارد و ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران بر بازده سهام تأثیرگذار است، همچنین نتایج نشان می‌دهد ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران بر رابطه بین اقلام تعهدی و بازده سهام تأثیرگذار است.

واژه‌های کلیدی: ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران، اقلام تعهدی، بازده سهام.

۱- مقدمه

سرمایه‌گذاران دارای باورهای قبلی ناهمگون در ارزش یک شرکت هستند. اینکه چگونه باورهای ناهمگون مدیران بر ارزش شرکت اثرگذار است، در ادبیات مالی به‌طور گسترده‌ای مورد مطالعه قرار گرفته است. این پژوهش با توجه به تحقیقات میلر (۱۹۷۷)، سایسکونتی و همکاران (۱۹۷۸)، مایشار (۱۹۸۳) و موریس (۱۹۹۶) بر این عقیده است که زمانی که سرمایه‌گذاران با عقاید ناهمگون در معرض محدودیت فروش کوتاه‌مدت هستند، سهام آن‌ها به‌صرف (بیش از ارزش بنیادی) به فروش خواهد رفت. دلیل آن این است که محدودیت فروش کوتاه‌مدت، سرمایه‌گذار بدبین را از معامله در بازار سرمایه منع می‌کند که در آن قیمت سهام فقط باورهای خوش‌بینانه مدیران را منعکس می‌کند. به‌تازگی چن و همکاران (۲۰۰۲) و دیتر و همکاران (۲۰۰۲) نیز شواهد تجربی به دست آورده‌اند که از این نتیجه حمایت می‌کند. با این حال آن هنوز درک نشده است که چه عاملی سبب ناهمگونی در باور سرمایه‌گذاران خواهد شد.

مطالعات انجام‌شده در زمینه مالی رفتار چینی بیان می‌کنند که سرمایه‌گذاران ممکن است غیر عقلایی عمل کنند، در نتیجه عوامل روانی سرمایه‌گذاران و یا همان تعصب شناختی، می‌تواند در تصمیمات و باورهای سرمایه‌گذاری تأثیرگذار باشند. بنابراین تغییرات قیمت سهام نه تنها متکی به ارزش ذاتی منعکس‌شده به‌وسیله اطلاعات حسابداری است، بلکه می‌تواند به رفتار و باورهای غیر عقلایی مدیران متکی باشد که این عامل می‌تواند از طریق تحلیل رفتار و باور سرمایه‌گذاران، اندازه‌گیری شود (و همکاران، ۲۰۱۴).

تحلیل رفتار و باور سرمایه‌گذاران در ادبیات مالی تا مدت‌ها بر اساس نظریات کلاسیک مانند نظریه مطلوبیت اقتصادی و نظریه رقابت تفسیر می‌شد. بر اساس اصول بنیادین نظریه مطلوبیت، یک سرمایه‌گذار کاملاً عقلایی است و تصمیمات منطقی خواهد گرفت، قادر به حل مسائل پیچیده خواهد بود، ریسک‌گریز است و همواره درصدد آن است که ثروت خود را حداکثر نماید (هونگ و همکاران، ۲۰۰۶؛ جانوس و همکاران، ۲۰۱۳ و پنگ و همکاران، ۲۰۱۶).

رفتار واقعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار در برخی موارد نظریه حداکثر کردن مطلوبیت و سایر نظریات کلاسیک را زیر سؤال می‌برد. مالی رفتاری علت انحراف در قیمت برخی دارایی‌ها را از ارزش ذاتی آن‌ها، وجود سرمایه‌گذاران غیر عقلایی می‌داند. آنچه اهمیت دارد این است که تصمیم‌های سرمایه‌گذاری عمدتاً نیازمند تفکر منطقی در مقابل انتخاب احساسی هستند. با این وجود تحقیقات اخیر نشان دادند که

اغلب سرمایه‌گذاران، حتی ماهرترین و آموزش‌دیده‌ترین آنان، در تصمیم‌گیری‌های خود غالباً بر احساسات و باورهای قبلی خود تکیه می‌کنند. تصمیمات سرمایه‌گذاری تنها تحت تأثیر شاخص‌های اقتصادی و عقلانیت قرار نمی‌گیرند، بلکه عواملی از قبیل افق سرمایه‌گذاری، سطح ریسک‌پذیری، اعتماد به نفس و میزان اطمینان سرمایه‌گذار به آن گزینه و فرآیند سرمایه‌گذاری در بازار نیز بستگی دارد و مواردی از این قبیل نیز تأثیر بسزایی در رفتار سرمایه‌گذاران و نوع تصمیمات آن‌ها دارد که این عوامل در نهایت می‌توانند منجر به ناهمگونی در باورها و رفتار واقعی سرمایه‌گذاران شود. لذا ناهمگونی در باورهای مدیران یعنی اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس درباره قیمت سهام غالباً نامتجانس است (ناگل، ۲۰۰۵).

علاوه بر این، باور و رفتار سرمایه‌گذاران می‌تواند به شیوه‌ای پیچیده‌تر، نرخ بازده (سود) مورد انتظار را تحت تأثیر قرار دهد، یکی از عواملی که می‌تواند باعث ناهمگونی در باور سرمایه‌گذاران شود، تفسیرهای مختلفی از اطلاعات حسابداری شرکت در ارائه مدیریت سود بالقوه است. از آنجاکه سود حسابداری تحت سیستم حسابداری تعهدی محاسبه می‌شود و برخی از درآمدهای شرکت، نقدی و برخی تعهدی و مشمول برآورد جریان‌های نقدی آینده و معوق نمودن جریان‌های نقدی گذشته می‌شود، بنابراین سود شرکت را می‌توان به دو عنصر نقدی و تعهدی تقسیم نمود. عنصر تعهدی نسبت به عنصر نقدی سود دارای عینیت کمتری است و در نتیجه قابلیت اتکای کمتری نسبت به عنصر نقدی سود دارد. این مشکل از آنجا نشأت می‌گیرد که اقلام تعهدی شامل اندازه‌گیری منافع یا تعهدات آتی است که اکنون وجود دارد (اسلوان، ۱۹۹۶). به‌طور خاص این پژوهش بر اقلام تعهدی تمرکز کرده است. با توجه به ثنوری ارزش‌گذاری، نرخ بازده مورد انتظار برابر است با حاصل‌ضرب مقدار ریسک در ارزش ریسک، درحالی‌که سرمایه‌گذاران خوش‌بین ممکن است در معرض ریسک قرار گرفتن خود را دست‌کم بگیرند اما برای جبران این ریسک‌پذیری بالا، در طول دوره‌هایی که دارای باورهای ناهمگون هستند، سود بیشتری را طلب کنند. از آنجاکه باورها و رفتار سرمایه‌گذاران، ممکن است هم رشد درآمد مورد انتظار و هم نرخ بازده مورد انتظار را تحت تأثیر قرار دهد، بنابراین چگونه این دو اثر می‌توانند با یکدیگر ارتباط داشته و به‌طور مشترک بازده سهام را تحت تأثیر قرار دهند؟

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

در گذشته برای قیمت‌گذاری اوراق بهادار از مدل‌هایی مانند مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مدل قیمت‌گذاری

می‌کنند، در رابطه با احتمال دست‌کاری سود در مواردی که وزن اجزا تعهدی در هنگام ارزش‌گذاری شرکت کمتر است. به عبارت دیگر، تفسیرهای مختلف سرمایه‌گذاران در مورد معیار ارزش از ا باعث ایجاد ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران بر ارزش شرکت می‌شود. هنگامی که شرکت سطح بالاتری از اقلام تعهدی را گزارش می‌نماید، ناهمگونی بیشتری در باورهای سرمایه‌گذاران درباره ارزش شرکت ایجاد می‌شود (پنگ و دیگران، ۲۰۱۶).

در ادامه این پژوهش بررسی می‌کند که چگونه اثر اقلام تعهدی حسابداری بر ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذار می‌تواند، بازده سهام آتی شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار دهد. پیرو پژوهش میلر (۱۹۷۷)، این تحقیق استدلال می‌کند که ناهمگونی باور سرمایه‌گذاران به وسیله تفسیرهای متفاوت اقلام تعهدی ایجاد شده است که همزمان قیمت سهام شرکت‌ها را بالا می‌برد. با گذشت زمان، عدم اطمینان درباره جریان‌های نقدی آتی شرکت که به تدریج با اقلام تعهدی رفع شده است، ناهمگونی در باورهای سرمایه‌گذار در ارزش منجر به کاهش اقلام تعهدی خواهد شد. در نتیجه ناهمگونی کاهش یافته شده باعث می‌شود تا ارزش حقوق صاحبان سهام، ارزش بنیادی‌اش را پوشش دهد و بازده سهام در بلندمدت کاهش می‌یابد (ژو و فنگ، ۲۰۱۶).

به عبارت دیگر، دیدگاه‌هایی وجود دارد که باور سرمایه‌گذار می‌تواند از طریق اقلام تعهدی بازده سهام آتی را تحت تأثیر قرار دهد. یک افزایش در سطح اقلام تعهدی می‌تواند ناهمگونی باورهای مدیران را افزایش دهد، و منجر به بازده سهام آتی کمتر شود. چینی و آمیهود (۲۰۰۲) نشان دادند زمانی که مدیریت سود تعهدی از اطلاعات نامتقارن شرکت ناشی شده باشد می‌تواند باعث شود تا سرمایه‌گذاران، قیمت سهام شرکت را بیش از حد واقعی برآورد و دچار نوعی ناهمگونی در باورها درباره ارزش شرکت شوند. برخی از مطالعات دیگر نیز بیان می‌کنند که کیفیت پایین حسابداری می‌تواند موجب افزایش هزینه حقوق صاحبان سهام و افزایش ریسک ارزش‌گذاری سهام و باورهای نامعقول شود (برکمن، ۲۰۰۹؛ گنگ و همکاران، ۲۰۰۸). در ادامه به پیشینه تجربی پژوهش پرداخته می‌شود.

جی و دیگران (۲۰۱۸) اثر تعدیل‌کنندگی ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران و مدیران بر رابطه بین هزینه تبلیغات و ارزش شرکت را بررسی نمودند. یافته‌های بررسی‌ها نشان داد که هزینه تبلیغات بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. علاوه بر این، ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران و مدیران اثر منفی بر رابطه بین هزینه تبلیغات و ارزش شرکت دارد.

آریتراژ و ... استفاده می‌کردند. مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای همه سرمایه‌گذاران اوراق بهادار را با شیوه یکسان تجزیه و تحلیل می‌کنند و دیدگاه اقتصادی مشابه درباره همه شرایط را دارد. این موضوع منجر به برآوردهای یکسان از توزیع احتمال جریان‌های نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار موجود می‌شود. این فرض غالباً به انتظارات همگن یا باورهای همگن معروف است (موریس، ۱۹۹۶). اما در دنیای واقعی چنین نیست و سرمایه‌گذاران دیدگاه‌های مختلفی نسبت به ارزش دارایی‌ها دارند. حتی هنگامی که سرمایه‌گذاران اطلاعاتی عمومی را در اختیار دارند، ممکن است این اطلاعات را به روش‌های مختلفی تفسیر یا استفاده کنند این کار ممکن است بر بازده سهام تأثیرگذار باشد. میلر (۱۹۷۷) مدلی را ارائه می‌دهد که در آن تفاوت در عقاید نسبت به بازده سهام، منجر به ارزش‌گذاری بیشتر، با وجود محدودیت فروش استقراری می‌شود. این تئوری، پیش‌بینی می‌کند که تغییرات بزرگ‌تر در عقاید، باعث کاهش بازدهی آتی می‌شود. در تئوری دیگری، که ابتدا توسط ویلیام (۱۹۷۷) مطرح شد باورهای ناهمگن میان سرمایه‌گذاران باعث ایجاد عدم اطمینان و ریسک شده و در نتیجه این افزایش ریسک بازدهی بالاتری نیز طلب می‌شود. روند رو به رشدی از تحقیقات تجربی نشان می‌دهد که باورهای ناهمگن به صورت معناداری بر بازده سهام تأثیرگذارند (ایکدا و همکاران، ۲۰۱۲؛ جانوس و همکاران، ۲۰۱۳، پنگ و همکاران، ۲۰۱۶).

سود حسابداری تحت سیستم حسابداری تعهدی محاسبه می‌شود، هر چه اقلام تعهدی در یک شرکت بالاتر باشد، احتمال رفتار فرصت‌طلبانه مدیر و مدیریت سود به قصد کسب منافع فرصت‌طلبانه افزایش می‌یابد. این افزایش در اقلام تعهدی می‌تواند یک سیگنال منفی را درباره شرکت به بازار سرمایه منتقل کند که بر باور و عقاید سرمایه‌گذاران درباره ارزش شرکت اثرگذار باشد. تشخیص نوع مدیریت سود (از جنبه خوب یا بد) نیز می‌تواند سرمایه‌گذاران را دچار نوعی ناهمگونی در باور کند زیرا تشخیص نوع مدیریت سود (از جنبه خوب یا بد) غالباً برای سرمایه‌گذاران مشکل است (سوباسی و همکاران، ۲۰۱۴). ابتدا این موضوع مطرح می‌شود، که اقلام تعهدی بالاتر ناهمگونی عقاید سرمایه‌گذاران در مورد ارزش شرکت را افزایش می‌دهد. فرایند اقلام تعهدی نیاز به برآوردهای ذهنی مدیران دارد، رویدادهای آینده و این برآوردها نمی‌توانند به صورت عینی بررسی شوند، بنابراین مدیران با استفاده از اقلام تعهدی اقدام به دست‌کاری سود می‌نمایند (بینس تیمن، ۱۹۹۳). سرمایه‌گذاران به اقلام تعهدی گزارش‌شده در ارزش ظاهری اعتماد می‌کنند و بردباری

احساسی سرمایه‌گذاران به مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای عملکرد مدل را تقویت کرده و اثرات اندازه ارزش را بهتر توضیح می‌دهد.

ستایش و کاظم نژاد (۱۳۹۵) به بررسی رابطه بین گرایش‌های احساسی و باور سرمایه‌گذاران و قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۹۲-۱۳۸۵ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد، متغیرهای اثر مومنتوم و صرف ارزش سهام از دیدگاه نسبت سود به قیمت هر سهم (P/E) دارای ارتباط مثبت معنادار و متغیر اثر زیان‌گریزی دارای اثر منفی معنادار باقیمت سهام بوده است.

رستمی و همکاران (۱۳۹۵) به بررسی آزمون قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای با فرض وجود اطلاعات ناهمگن به بررسی کاربردهای باورهای ناهمگون سرمایه‌گذار برای قیمت‌گذاری تعادلی دارایی‌ها و انتخاب پرتفوی بهینه در بورس اوراق بهادار تهران در بازه ۱۳۹۱-۱۳۸۷ پرداختند. نتایج تحقیق همبستگی مثبت میان قیمت‌های نسبی و بازده‌های ماهانه را نشان می‌دهد. همچنین نتایج بیانگر این است که استراتژی قیمت مشروط بهتر از استراتژی خرید و نگهداری عمل می‌کند.

اکبری (۱۳۹۳) در تحقیقی با عنوان تمایلات سرمایه‌گذاران و واکنش بازار سهام به اخبار سود در بورس نشان داد، تمایلات سرمایه‌گذاران یعنی باور سرمایه‌گذاران از جریان‌های نقدی مورد انتظار و یا نرخ بهره است، که با اصول تجزیه و تحلیل بنیادی متضاد است و به دودسته تمایلات خوش‌بینانه و بدبینانه تقسیم می‌شود. با استفاده از شاخص اندازه‌گیری تمایلات ارائه‌شده توسط بیکر و ورگلر (۲۰۰۶)، دریافت هنگامی که سرمایه‌گذاران در موقعیت تمایلات خوش‌بینانه هستند و سود خالص حاوی اخبار خوبی است، سرمایه‌گذاران احتمالاً جریان‌های نقدی مورد انتظار را برحسب اطلاعات موجود در سود خالص را بیش‌ازحد ارزیابی می‌نمایند؛ که نتیجه این عمل قیمت‌گذاری بیش‌ازاندازه سهام است.

وکیلی نژاد و دیگران (۱۳۹۲) با بررسی ارزیابی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با روش تحلیل شبکه‌ای، نشان دادند، سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار در ۴۰ درصد رفتارها و تصمیمات خریدوفروش، رفتار توده‌وار دارند و در ۳۳ درصد مواقع فرایند دقیق و تحلیلی را برای تصمیمات خریدوفروش انتخاب می‌کنند، همچنین حدود ۲۲ درصد رفتار سرمایه‌گذاران واکنشی و حدود پنج درصد تصمیمات خریدوفروش سهام آن‌ها شهودی است.

محمدی و همکاران (۱۳۸۹) در پژوهشی به تجزیه و تحلیل رفتار جمعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با

لی (۲۰۱۷) ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران نهادی بر بازده سهام را در بازار چین مطالعه نمود. نتایج پژوهش نشان داد، بین شدت ناهمگونی در عقاید سرمایه‌گذاران نهادی برای ایجاد سبد سهام با سودهی آن رابطه معنی‌داری وجود دارد. این رابطه در شرکت‌های کوچک بیشتر است و تأثیر ناهمگونی سرمایه‌گذاران نهادی بر بازده سهام در ماه جاری مثبت ولی در ماه‌های بعد به سمت منفی میل می‌نماید.

پنگ و دیگران (۲۰۱۶) به بررسی اقلام تعهدی حسابداری، باورهای ناهمگون سرمایه‌گذاران و بازده سهام در شرکت‌های چینی (۲۰۰۷-۱۹۹۴) پرداختند. شواهد پژوهش آن‌ها نشان داد که سطح ناهمگونی باور سرمایه‌گذاران با افزایش اقلام تعهدی بیشتر شده است. نتایج همچنین بیانگر رابطه منفی بین مقدار اقلام تعهدی و بازده سهام وجود دارد. در نهایت نتایج پژوهش نشان داد که ناهمگونی در باور سرمایه‌گذاران می‌تواند رابطه منفی بین اقلام تعهدی و بازده سهام را افزایش دهد.

ژو و نیو (۲۰۱۶) به بررسی رابطه باور سرمایه‌گذار، اطلاعات حسابداری و قیمت سهام در شرکت‌های چینی در بازه زمانی ۲۰۰۴-۲۰۰۲ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که باور سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری به‌طور همزمان بر قیمت سهام اثرگذار است و بین باور سرمایه‌گذار و نرخ رشد سود مورد انتظار رابطه معنی‌داری مثبت وجود دارد. همچنین نتایج این پژوهش مبین وجود رابطه منفی بین باور سرمایه‌گذار و نرخ هزینه سرمایه بوده است.

ایکدا و ژانگ (۲۰۱۲) ارتباط میان باورهای ناهمگون و بازده آتی سهام با در نظر گرفتن ممنوعیت فروش استقراسی و ویژگی‌هایی از قبیل اندازه، اهرم، نسبت ارزش دفتری به بازار و شتاب در بازار چین مورد آزمون قرار دادند، تخمین آن‌ها از سودآوری آینده یک شرکت ممکن است توسط بازتاب اولویت‌های مختلف، عوامل تنزیلی، محدودیت نقدینگی، افق‌های سرمایه‌گذاری و ویژگی‌های رفتاری مختلف، تغییر کند. به نظر می‌رسد که ناهمگونی در باورها، عامل از دست‌رفته مهمی در مدل‌های فاما فرنچ باشد.

کیم و ها (۲۰۱۰) به بررسی تأثیر گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران بر قیمت سهام پرداختند. آن‌ها چهار پنچک پرتفوی مرتب‌شده بر اساس اندازه، ارزش دفتری به بازار، مالکیت نهادی و قیمت ایجاد نموده و این‌گونه نتیجه‌گیری کردند که گرایش‌های احساسی سرمایه‌گذاران به‌طور سیستماتیک قیمت سهام شرکت‌های کره‌ای با اندازه کوچک، قیمت سهام پایین و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار کم و درصد مالکیت نهادی پایین را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد. همچنین به این نتیجه رسیدند که اضافه کردن شاخص گرایش

با اعمال شرایط بالا، حجم نمونه آماری بالغ بر ۱۵۱ شرکت گردید. لازم به ذکر است داده‌های مربوط به شرکت‌های نمونه، از بانک اطلاعاتی نرم‌افزار ره‌آورد نوین، سایت کدال و آرشیوهای آماری سازمان بورس استخراج شده است.

۵- مدل‌ها و متغیرهای پژوهش

در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌های تحقیق به پیروی از پژوهش‌های به پیروی از پنگ و همکاران (۲۰۱۶) از مدل‌های رگرسیونی زیر استفاده می‌شود:
مدل (۱): آزمون فرضیه اول پژوهش

$$\begin{aligned} Dispersion_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta ACCA_{it} + \beta_2 Size_{it} \\ & + \beta_3 Leverage_{it} + \beta_4 BM_{it} \\ & + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 GROWTH_{it} \\ & + \beta_7 LOSS_{it} + \beta_8 AGE_{it} \\ & + \beta_9 liquidity_{it} + \beta_{10} CFO_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

مدل (۲): آزمون فرضیه‌های دوم تا چهارم پژوهش

$$\begin{aligned} Ret_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \Delta ACCA_{it} + \beta_2 Dispersion_{it} \\ & + \beta_3 (\Delta ACCA_{it} * Dispersion_{it}) \\ & + \beta_4 Size_{it} + \beta_5 Leverage_{it} \\ & + \beta_6 BM_{it} + \beta_7 ROA_{it} \\ & + \beta_8 GROWTH_{it} + \beta_9 LOSS_{it} \\ & + \beta_{10} AGE_{it} + \beta_{11} liquidity_{it} \\ & + \beta_{12} CFO_{it} + \varepsilon_{it} \end{aligned}$$

جدول ۱- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

نوع متغیر	نام متغیر	نماد	نحوه اندازه‌گیری
وابسته	بازده سهام	Ret	قیمت سهام در t منهای قیمت سهام در t-1 به علاوه سود تقسیم‌شده تقسیم بر قیمت در t-1
مستقل	تغییرات اقلام تعهدی	$\Delta ACCA$	مجموع اقلام تعهدی در سال t منهای مجموع اقلام تعهدی در سال t-1 که با جمع دارایی‌های ابتدای سال (t-1) همگن شده است
تعدیل‌گر	ناهمگونی باورهای مدیران	Dispersion	نسبت سهام معامله‌شده به کل سهام منتشرشده تقسیم بر میانگین سهام معامله‌شده طی ۱۸۰ روز قبل انحراف معیار بازده سهام در ۱۸۰ روز قبل از اعلام سود

استفاده از فضای حالت پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد، سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار به صورت جمعی و مستمر از عامل بازار تبعیت می‌کنند.

۳- فرضیه‌های پژوهش

هدف اصلی این پژوهش بررسی اثر اقلام تعهدی بر ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران و تأثیر تعامل آن‌ها بر بازده سهام است. با توجه به میانی نظری عنوان‌شده در بالا فرضیه‌های پژوهش به شرح ذیل ارائه می‌شود:

فرضیه اول: اقلام تعهدی بر سطح ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران اثر مثبت معنادار دارد.

فرضیه دوم: اقلام تعهدی بر بازده سهام اثر منفی معنادار دارد.

فرضیه سوم: ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران بر بازده سهام تأثیرگذار است.

فرضیه چهارم: ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران بر رابطه بین اقلام تعهدی و بازده سهام تأثیرگذار است.

۴- روش‌شناسی پژوهش

پژوهش حاضر از لحاظ هدف از نوع کاربردی، از نظر فرایند اجرا از نوع کمی، از بعد زمانی از نوع گذشته‌نگر و پس‌رویدادی است. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از تحلیل رگرسیون با داده‌های ترکیبی استفاده می‌شود. داده‌های استفاده‌شده در این پژوهش به روش کتابخانه‌ای از بانک اطلاعاتی ره‌آورد نوین و سایت بورس گردآوری شده و پس از پردازش توسط صفحه برنامه اکسل برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش از نرم‌افزار ایویوز ۱۰ و استتا ۱۴ استفاده گردیده است. جامعه آماری پژوهش، شامل تمام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی هشت‌ساله ۱۳۸۸ تا پایان ۱۳۹۵ است. در انتخاب نمونه آماری، شرایط زیر اعمال شده است،

- پایان سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و در طول دوره مطالعه، تغییر سال مالی نداشته باشند؛
- سهام شرکت‌ها وقفه معاملاتی بااهمیت (بیش از ۱ ماه) نداشته باشد این شرط باهدف محاسبه مقادیر قابل‌اتکا برای معیارهای واکنش تأخیری قیمت سهام و نبود تقارن اطلاعاتی اعمال شده است؛
- از شرکت‌های فعال در صنایع بیمه‌ای و بانکی و سرمایه‌گذاری مالی نباشند؛
- اطلاعات مالی موردنیاز، به‌خصوص یادداشت‌های همراه صورت‌های مالی در دسترس باشد.

۵-۲- متغیر مستقل

تغییرات اقلام تعهدی (ΔACCA) در این پژوهش مطابق با پژوهش منگیان (۲۰۱۶) مجموع اقلام تعهدی برابر است با سود خالص قبل از اقلام غیرعادی و متوقف شده منهای خالص جریان وجوه نقد عملیاتی. مجموع اقلام تعهدی با جمع ارزش دفتری دارایی‌های ابتدای سال همگن شده است (بر ارزش دفتری دارایی‌های ابتدای سال تقسیم شده است).

۵-۳- متغیر تعدیل گر

ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران (Dispersion): در این پژوهش از دو معیار جهت سنجش ناهمگونی باور سرمایه‌گذاران استفاده خواهد شد (دایتر و همکاران، ۲۰۰۲؛ هانگ و آستین، ۲۰۰۳؛ هاریس و راویو، ۱۹۹۳):
 Turnover: بیانگر نسبت سهام معامله شده (نسبت سهام معامله شده به کل سهام منتشر شده) تقسیم بر میانگین سهام معامله شده طی ۱۸۰ روز قبل از اعلام سود است.
 Idiosyncratic Volatility: بیانگر نوسانات ویژه است که از طریق انحراف معیار بازده سهام در ۱۸۰ روز قبل از اعلام سود است.

۵-۴- متغیرهای کنترلی

- اندازه شرکت (SIZE): برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت
- اهرم مالی (LEVERAGE): برابر است با نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های شرکت
- رشد شرکت (MTB): برابر است با نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام
- نرخ بازده دارایی‌ها (ROA): برابر است با نسبت سود خالص پس از کسر مالیات شرکت
- رشد فروش شرکت (Gross): برابر است با فروش خالص شرکت i در سال t منهای فروش در سال t-1 تقسیم بر فروش در سال t-1.
- متغیر مجازی زیان شرکت (LOSS): یک متغیر مجازی است. اگر شرکت i در سال t زیان ده باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر اختصاص می‌یابد.
- عمر شرکت (AGE): برابر است با لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های عمر شرکت
- نسبت نقدینگی (Liquidity): برابر است با نسبت دارایی‌های سریع (وجوه نقد به علاوه سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت) تقسیم بر ارزش دفتری دارایی شرکت

نوع متغیر	نام متغیر	نماد	نحوه اندازه‌گیری
کنترل	اندازه شرکت	SIZE	لگاریتم طبیعی ارزش دفتری دارایی‌های شرکت
	نرخ بازده دارایی	ROA	نسبت سود خالص پس از کسر مالیات شرکت به مجموع دارایی‌ها
	عمر شرکت	AGE	لگاریتم طبیعی تعداد سال‌های عمر شرکت
	اهرم مالی	LEVERAGE	نسبت بدهی‌ها به دارایی‌های
	رشد شرکت	MTB	نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت
	جریان وجوه نقد عملیاتی	CFO	نسبت خالص جریان وجوه نقد عملیاتی به مجموع دارایی‌ها.
	متغیر مجازی زیان شرکت	LOSS	اگر شرکت در سال t زیان ده باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر
	نسبت نقدینگی	Liquidity	نسبت دارایی‌های سریع تقسیم بر ارزش دفتری دارایی شرکت
	رشد فروش شرکت	Gross	فروش خالص شرکت در سال t منهای فروش در سال t-1 تقسیم بر فروش در سال t-1.

۵-۱- متغیر وابسته

بازده سهام سالانه شرکت (Ret_{it}): متغیر وابسته مدل و نشانده بازده سهام شرکت i در سال t است. در این تحقیق بازده واقعی سهام با فرمول زیر محاسبه می‌شود (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳):

معادله (۱)

$$Ret_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + DPS + R + S}{P_{t-1} + \alpha}$$

Ret_{it}: نرخ بازده سهام، P_t: قیمت سهام در پایان دوره، P_{t-1}: قیمت سهام در ابتدای دوره t، DPS: سود نقدی پرداختی، R: مزیت حق تقدم خرید سهام، S: مزیت سهام جایزه، C: مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه‌گذار بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و α: درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی.

۶-۲- آزمون‌های آماری

قبل از آزمون فرضیه‌های تحقیق بایستی مفروضات رگرسیون بررسی شود تا مشخص شود آیا ضرایب رگرسیون قابل اتکا هستند. نتایج مفروضات رگرسیون کلاسیک به شرح جدول (۳) است.

جریان وجوه نقد عملیاتی (CFO): برابر است با نسبت خالص جریان وجوه نقد عملیاتی شرکت i در سال t به مجموع دارایی‌ها.

۶- یافته‌های پژوهش

۶-۱- آمار توصیفی

مشابه کالن و همکاران (۲۰۱۲)، برای خنثی کردن آثار مشاهدات پرت، مشاهداتی که کوچک‌تر (بزرگ‌تر) از صدک اول (صدک ۹۹) هر یک از متغیرها در سطح شرکت بودند، حذف و به‌جای آن‌ها، مقدار معادل صدک اول (صدک ۹۹) هر متغیر جایگزین شده است. آمارهای توصیفی پژوهش که شمایی کلی از وضعیت توزیع مشاهده‌ها را ارائه می‌کنند، در جدول (۲) ارائه گردیده است.

جدول ۲- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	میانگین	میان	حداکثر	حداقل	انحراف معیار
Ret	۰/۵۲۶	۰/۲۱۰	۸/۵۹۸	-۰/۶۵۸	۰/۰۰۴
Δ ACCA	-۰/۰۰۷	-۰/۰۰۶	۱/۰۳۱	-۱/۹۱۹	۰/۱۷۳
Dispersion	۰/۰۰۲	۰/۰۰۱	۰/۰۶۶	۰	۰/۰۰۳
DispersionI	۰/۸۲۴	۰/۶۳۴	۴/۵۶۲	۰	۰/۶۸۲
SIZE	۱۳/۹۰۳	۱۳/۶۹۵	۱۹/۱۰۶	۱۰/۰۳۱	۱/۵۷۰
Leverage	۰/۵۸۰	۰/۶۰۲	۲/۳۱۵	۰/۰۱۳	۰/۱۹۲
MTB	۴/۳۵۲	۱/۹۹۱	۱۰۸/۱۵۵	۰/۰۸۹	۷/۴۲۴
ROA	۰/۱۲۳	۰/۱۰۱	۰/۷۲۶	-۰/۷۸۹	۰/۱۳۰
Gross	۰/۵۵۷	۰/۱۲۴	۳۰۶/۲۷۲	-۰/۹۹۳	۹/۹۲۴
LOSS	۰/۰۷۲	۰	۱	۰	۰/۲۵۹
Age	۱۴/۴۰۰	۱۵	۴۹	۱	۹/۷۲۸
Liquidity	۰/۰۶۳	۰/۰۳۸	۰/۴۸۷	۶/۶۱۰	۰/۰۷۲
CFO	۰/۱۳۷	۰/۱۱۱	۱/۷۵۳	-۰/۷۳۱	۰/۱۶۷

جدول شماره (۲) آمار توصیفی محاسبه‌شده شامل، میانگین، میان، انحراف معیار، حداقل و حداکثر برای متغیرهای پژوهش در سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۵ را نشان می‌دهد. به‌طور کلی نتایج حاکی از آن است، نمونه‌های انتخابی از تنوع زیادی برخوردار است. برای مثال، آمار توصیفی مربوط به بازده سهام نشان می‌دهد، حداکثر و حداقل آن به ترتیب برابر ۸/۵۹۸ و -۰/۶۵۸ و انحراف معیار آن ۰/۰۰۴ است، در خصوص سایر متغیرها چنین ویژگی وجود دارد.

جدول ۳- نتایج آزمون‌های پیش‌فرض رگرسیون

شرح	نوع آزمون	آماره (معناداری)	نتیجه
آزمون‌های تشخیصی - مدل اول	F لیمر (چاو)	۷۰/۲۳ (۰/۰۰۰)	رویکرد ترکیبی (Panel)
آزمون‌های تشخیصی - مدل دوم معیار ۱	F لیمر (چاو)	۴/۱۰ (۰/۰۰۰)	رویکرد ترکیبی (Panel)
آزمون‌های تشخیصی - مدل دوم معیار ۲	F لیمر (چاو)	۴/۹۹ (۰/۰۰۰)	رویکرد ترکیبی (Panel)
آزمون‌های تشخیصی - مدل اول دوم	هاسمن	۴۷/۲۸ (۰/۰۰۰)	اثرات ثابت
آزمون‌های تشخیصی - مدل دوم معیار ۱	هاسمن	۳۷/۳۰ (۰/۰۰۰)	اثرات ثابت
آزمون‌های تشخیصی - مدل دوم معیار ۲	هاسمن	۹۳/۱۰ (۰/۰۰۰)	اثرات ثابت
خودهمبستگی سریالی - مدل اول	والدریج	۱۱/۵۶۰ (۰/۰۰۰)	خودهمبستگی سریالی وجود دارد.
خودهمبستگی سریالی - مدل دوم معیار ۱	والدریج	۶/۱۹۷ (۰/۰۰۰)	خودهمبستگی سریالی وجود دارد.
خودهمبستگی سریالی - مدل دوم معیار ۲	والدریج	۹۷۸/۲۷۸ (۰/۰۰۰)	خودهمبستگی سریالی وجود دارد.
ناهمسانی واریانس - مدل اول	والد	۶۶۷۶/۴۷ (۰/۰۰۰)	ناهمسانی واریانس وجود دارد.
ناهمسانی واریانس - مدل دوم معیار ۱	والد	۲۳۱/۲۱ (۰/۰۰۰)	ناهمسانی واریانس وجود دارد.
ناهمسانی واریانس - مدل دوم معیار ۲	والد	۶۷۶۴۲/۴۶ (۰/۰۰۰)	ناهمسانی واریانس وجود دارد.
تصریح مدل - مدل اول	ریست رمزی	۰/۶۸۹ (۰/۴۰۶۵)	تابع رگرسیون صحیح است
تصریح مدل - مدل دوم معیار ۱	ریست رمزی	۰/۵۰۴ (۰/۴۷۷۶)	تابع رگرسیون صحیح است
تصریح مدل - مدل دوم معیار ۲	ریست رمزی	۰/۶۴۷ (۰/۴۲۱۱)	تابع رگرسیون صحیح است

فرضیه دوم: اقلام تعهدی بر بازده سهام اثر منفی معنادار دارد.

فرضیه سوم: ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران بر بازده سهام تأثیرگذار است.

فرضیه چهارم: ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران بر رابطه بین اقلام تعهدی و بازده سهام تأثیرگذار است.

نتایج برآورد مدل (۲) نشان می‌دهد، بین تغییرات اقلام تعهدی با ضریب $-0/183$ و سطح معناداری $0/546$ رابطه منفی اما غیر معناداری با بازده سهام وجود دارد. لذا با توجه به اینکه سطح معناداری این متغیر کمتر از ۵ درصد است؛ از این رو در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرضیه اول تحقیق مورد پذیرش قرار نمی‌گیرد.

از طرفی، متغیر ضرب معیار دوم ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران در تغییرات اقلام تعهدی بر بازده سهام تأثیر مستقیم و معنادار دارد؛ با توجه به اینکه سطح معناداری این متغیر کمتر از ۵ درصد است؛ از این رو در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرضیه سوم تحقیق مورد پذیرش قرار می‌گیرد. در واقع به ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران رابطه میان تغییرات اقلام تعهدی و بازده سهام را در جهت مثبت تقویت نموده است.

همان‌گونه که مشاهده می‌شود برخی مفروضات حاکم و برخی دیگر برقرار نمی‌باشند که اقدام مقتضی در برآزش مدل نهایی صورت گرفته است.

۳-۶- تجزیه و تحلیل فرضیه های پژوهش

۱-۳-۶- آزمون فرضیه ها

فرضیه اول: اقلام تعهدی بر سطح ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران اثر مثبت معنادار دارد.

برای آزمون فرضیه اول پژوهش، مدل با رویکرد داده‌های ترکیبی (روش پنل- اثرات ثابت) برآورد شده و نتایج آن‌ها در جدول شماره (۴) ارائه گردیده است.

نتایج برآورد مدل (۱) نشان می‌دهد، متغیر تغییرات اقلام تعهدی بر متغیر وابسته (با استفاده از هر دو معیار) تأثیر مثبت (مستقیم) و معنادار دارد. ضریب تعیین تعدیل شده مدل اول با معیارهای اول و دوم به ترتیب برابر با ۳۶ و ۲۸ درصد است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل‌ها توانسته‌اند به ترتیب ۳۶ و ۲۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد با معیارهای اول و دوم به ترتیب برابر $126/16$ و $63/44$ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برآزش شده از اعتبار کافی برخوردار است.

جدول ۴- نتایج آزمون آماری فرضیه اول پژوهش

متغیرها	ضرایب	آماره z	سطح معناداری	ضرایب	آماره z	سطح معناداری
	معیار اول ناهمگونی باور سرمایه‌گذاران: حجم معاملات			معیار دوم ناهمگونی باور سرمایه‌گذاران: نوسانات ویژه		
ΔACCA	۰/۰۰۵	۹/۰۸	۰/۰۰۰	۰/۲۹۰	۴/۶۹	۰/۰۰۰
SIZE	-۰/۰۰۰۲	-۵/۹۳	۰/۰۰۰	-۰/۰۶۵	-۵/۱۳	۰/۰۰۰
Leverage	-۰/۰۰۰۹	-۲/۳۱	۰/۰۲۱	۰/۵۱۲	۳/۵۰	۰/۰۰۰
MTB	-۰/۰۰۰۰۰۵	-۰/۰۷	۰/۹۴۴	۰/۰۰۸	۲/۶۵	۰/۰۰۸
ROA	۰/۰۰۲	-۳/۶۵	۰/۰۰۰	۰/۰۱۴	۰/۰۵	۰/۹۵۸
Gross	-۰/۰۰۰۰۰۹	-۱/۴۵	۰/۱۴۸	۰/۰۰۰۱	۰/۰۸	۰/۹۳۷
LOSS	۰/۰۰۰۴	۱/۳۷	۰/۱۷۱	-۰/۰۹۴	-۰/۸۶	۰/۳۸۹
Age	-۰/۰۰۰۱	-۱/۶۶	۰/۰۹۷	-۰/۰۲۵	-۰/۶۹	۰/۴۹۳
Liquidity	۰/۰۰۲	۲/۹۱	۰/۰۰۴	۰/۳۳۵	۱/۰۷	۰/۲۸۳
CFO	-۰/۰۰۱	-۴/۲۶	۰/۰۰۰	-۰/۲۳۰	-۱/۵۰	۰/۱۳۴
عرض از مبدأ	۰/۰۰۰۳	۰/۷۴	۰/۴۵۷	۱/۵۱۰	۶/۷۲	۰/۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۳۶۸ درصد			۰/۲۸۱ درصد		
آماره والد	۱۲۶/۱۶			۶۳/۴۴		
سطح معناداری	(۰/۰۰۰)			(۰/۰۰۰)		

جدول ۵- نتایج آزمون آماری فرضیه دوم تا چهارم پژوهش

متغیرها	ضریب	خطای استاندارد	z آماره	معناداری	عامل تورم واریانس (1/VIF)
مقدار ثابت	-۰/۲۱۶	۰/۲۲۳	-۰/۹۷	۰/۳۳۴	-
ΔACCA	-۰/۱۸۳	۰/۳۰۳	-۰/۶۰	۰/۵۴۶	۰/۵۴۶
Dispersion	۴۱/۴۲۰	۹/۴۷۲	۴/۳۷	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
Dispersion1	۰/۳۴۸	۰/۰۳۰۰	۱۱/۶۲	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
Dispersion1 * ΔACCA	-۱۰/۸۹۷	۶۲/۱۳۰	-۰/۱۸	۰/۸۶۱	۰/۸۶۱
Dispersion2* ΔACCA	۱/۳۵۴	۰/۲۶۴	۵/۱۳	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
SIZE	-۰/۰۰۴	۰/۰۱۲	-۰/۳۶	۰/۷۱۸	۰/۷۱۸
Leverage	۰/۳۱۱	۰/۱۳۳	۲/۳۳	۰/۰۲۰	۰/۰۲۰
MTB	۰/۰۰۹	۰/۰۰۲	۳/۵۴	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
ROA	۱/۳۳۸	۰/۲۵۴	۵/۲۶	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
Gross	۰/۰۰۳	۰/۲۵۴	۱/۳۸	۰/۱۶۷	۰/۱۶۷
LOSS	-۰/۱۳۳	۰/۱۰۶	-۱/۲۵	۰/۲۱۰	۰/۲۱۰
Age	۰/۰۳۰	۰/۰۳۴	۰/۸۷	۰/۳۸۲	۰/۳۸۲
Liquidity	-۰/۰۶۷	۰/۲۹۶	-۰/۲۳	۰/۸۲۰	۰/۸۲۰
CFO	-۰/۰۹۳	۰/۱۴۸	-۰/۶۳	۰/۵۳۱	۰/۵۳۱
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۵	آماره والد		۳۸۳/۸۳	
		سطح معناداری		۰/۰۰۰	

عقاید، باعث کاهش بازدهی آتی می‌شود. در تئوری دیگری، که ابتدا توسط ویلیام (۱۹۷۷) مطرح شد باورهای ناهمگن میان سرمایه‌گذاران باعث ایجاد عدم اطمینان و ریسک شده و در نتیجه این افزایش ریسک بازدهی بالاتری نیز طلب می‌شود. روند رو به رشدی از تحقیقات تجربی نشان می‌دهد که باورهای ناهمگن به صورت معناداری بر بازده سهام تأثیر گذارند (ایکدا و همکاران، ۲۰۱۲؛ جانوس و همکاران، ۲۰۱۳، پنگ و همکاران، ۲۰۱۶).

همه سرمایه‌گذاران دارای باورهای یکسان درباره بازار نیستند و همه آن‌ها پرتفوی بازار را نگهداری نمی‌کنند. به همین دلیل به مدل‌هایی نیازمندیم که بتوانند این ناهمگونی باور میان سرمایه‌گذاران را توجیه کنند. این پژوهش از پراکندگی (انحراف معیار) پیش‌بینی سود هر سهم مدیران به عنوان معیاری برای اندازه‌گیری ناهمگونی باور سرمایه‌گذاران درباره ارزش شرکت استفاده شده است (دیتر و همکاران، ۲۰۰۲). پراکندگی بیشتر در سود پیش‌بینی شده هر سهم مدیران، سطح بالاتری از ناهمگونی باورهای مدیران درباره ارزش شرکت را نشان می‌دهد (پنگ و همکاران، ۲۰۱۶).

بالا رفتن سطح اقلام تعهدی حسابداری ناهمگونی باور سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد. مدیران نیاز دارند تا اقلام تعهدی را به طور ذهنی برآورد کنند و این برآورد نمی‌تواند

ضریب تعیین تعدیل شده مدل برابر با ۴۵ درصد است که نشان می‌دهد متغیرهای مستقل و کنترلی موجود در مدل توانسته‌اند ۴۵ درصد از تغییرات متغیر وابسته را توضیح دهند. آماره والد برابر با ۳۸۳/۸۳ و سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد می‌باشد از این رو می‌توان گفت که مدل برازش شده از اعتبار کافی برخوردار است. عامل تورم واریانس نیز نشان می‌دهد که متغیرهای مستقل باهم مشکل هم خطی (یکی دیگر از پیش فرض‌های رگرسیون) ندارند.

۷- نتیجه‌گیری و بحث

در طی دهه اخیر اندیشمندان مالی سعی در تبیین و یافتن علل موارد خاص با کمک سایر علوم همانند روانشناسی، علوم اجتماعی و فیزیک داشته‌اند. سرمایه‌گذاران دیدگاه‌های مختلفی نسبت به ارزش دارایی‌ها دارند. حتی هنگامی که سرمایه‌گذاران اطلاعاتی عمومی را در اختیار دارند، ممکن است این اطلاعات را به روش‌های مختلفی تفسیر یا استفاده کنند و این ممکن است بر بازده سهام تأثیر گذار باشد. میلر (۱۹۷۷) مدلی را ارائه می‌دهد که در آن تفاوت در عقاید نسبت به بازده سهام، منجر به ارزش‌گذاری بیشتر، باوجود محدودیت فروش استقراضی می‌شود. این تئوری، پیش‌بینی می‌کند که تغییرات بزرگ‌تر در

حسابداری و بازده سهام را تحت تأثیر قرار دهد و بیانگر آن است که باورهای سرمایه‌گذار می‌تواند تحت تأثیر رشد سود پیش‌بینی‌شده باشد، چراکه سرمایه‌گذاران معمولاً نگرش خوش‌بینانه نسبت به آینده در طول دوران رونق دارند. علاوه بر این، احساسات می‌تواند به شیوه‌ای پیچیده‌تر بر نرخ بازده تأثیر گذارد. با توجه به نظریه قیمت‌گذاری، نرخ بازده از نرخ بازده بدون ریسک و صرف ریسک تشکیل می‌شود، درحالی‌که سرمایه‌گذاران خوش‌باور ممکن است ارزش در معرض ریسک را در دوره افزایش احساسات دست‌کم بگیرند.

با توجه به تائید فرضیه چهارم تحقیق، ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران بر رابطه بین اقلام تعهدی و بازده سهام تأثیرگذار است. نتایج این یافته با پنگ و همکاران (۲۰۱۶) مطابق است. درواقع، تفسیرهای مختلف سرمایه‌گذاران از مفهوم ارزش اقلام تعهدی، سبب ناهمگونی عقاید آنان در ارزش شرکت خواهد شد. زمانی که شرکت سطح بالاتری از اقلام تعهدی را گزارش نمایند، سرمایه‌گذاران دچار ناهمگونی بیشتر در باورهای خود نسبت به ارزش شرکت‌ها خواهند شد.

با توجه به نتایج فرضیه‌های پژوهش، می‌توان بیان نمود، اقلام تعهدی حسابداری عامل مهم تأثیرگذار در ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران است. به مدیران پیشنهاد می‌شود در ثبت رویدادها به اقلام تعهدی توجه زیادی داشته باشد چراکه تفسیرهای مختلف سرمایه‌گذاران از مفهوم ارزش اقلام تعهدی، سبب ناهمگونی عقاید آنان در ارزش شرکت خواهد شد که به دنبال خود بر بازده سهام نیز تأثیرگذار است. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که به بررسی تغییرات اقلام تعهدی بپردازند؛ چراکه ممکن است زمینه مدیریت سود را فراهم آورد. به سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران پیشنهاد می‌شود که به نقش رفتارهای احساسی بر بازده سهام توجه نمایند. به مدیران پیشنهاد می‌شود که به نقش تشدیدکننده ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران بر رابطه میان تغییرات اقلام تعهدی و بازده سهام توجه نمایند. همچنین به سازمان بورس پیشنهاد می‌شود که با توجه به اثرگذاری اقلام تعهدی بر ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران سازوکارهای مناسبی در این ارتباط بیندیشند، با ارائه شاخص‌های مناسب اقدام به سنجش گرایش‌های احساسی و باورهای سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه نمایند.

فهرست منابع

* اکبری اشکلک، محمدرضا. (۱۳۹۳). تمایلات سرمایه‌گذاران و واکنش بازار سهام به اخبار سود در بورس. پایان‌نامه دانشگاه آزاد اسلامی واحد رشت. دانشکده مدیریت و حسابداری، راهنما حسن‌زاده، مریم.

به‌طور ذهنی تأیید شود، از این‌رو احتمالاً مدیران در دست‌کاری سود احتیاط خواهند کرد. درواقع، تفسیرهای مختلف سرمایه‌گذاران از مفهوم ارزش اقلام تعهدی، سبب ناهمگونی عقاید در ارزش شرکت خواهد شد. زمانی که شرکت سطح بالاتری از اقلام تعهدی را گزارش خواهد کرد، سرمایه‌گذاران دچار ناهمگونی بیشتر در باورهای خود نسبت به ارزش شرکت‌ها خواهند شد (ژانگ و ژنگ، ۲۰۱۳).

با توجه به تائید فرضیه اول، اقلام تعهدی بر سطح ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران اثر مثبت معنادار دارد. نتایج این یافته مطابق با پنگ و همکاران (۲۰۱۶) است. می‌توان بیان نمود، مطالعات موجود نشان داده است که باورهای سرمایه‌گذار ممکن است به‌طور سیستماتیک بر بازار سهام تأثیر بگذارد. یافته‌ها حاکی از آن است زمانی که شرکت سطح بالاتری از اقلام تعهدی را گزارش می‌کنند، سرمایه‌گذاران دچار ناهمگونی بیشتر در باورهای خود نسبت به ارزش شرکت می‌شوند، که آن ممکن است به مدیریت سود اشاره داشته باشد.

با توجه به رد فرضیه دوم تحقیق، اقلام تعهدی بر بازده سهام اثر منفی معنادار ندارد. نتایج این یافته با پنگ و همکاران (۲۰۱۶) مغایر است. میلر (۱۹۷۷) بیان نمود که ناهمگونی باور سرمایه‌گذاران به‌وسیله تفسیرهای متفاوت اقلام تعهدی ایجاد شده است که همزمان قیمت سهام شرکت‌ها را بالا می‌برد. میلر (۱۹۷۷) بیان نمود که ناهمگونی باور سرمایه‌گذاران به‌وسیله تفسیرهای متفاوت اقلام تعهدی ایجاد شده است که همزمان قیمت سهام شرکت‌ها را بالا می‌برد. باگذشت زمان، عدم اطمینان درباره جریان‌های نقدی آتی شرکت که به تدریج با اقلام تعهدی رفع شده است، ناهمگونی در باورهای سرمایه‌گذار در ارزش منجر به کاهش اقلام تعهدی خواهد شد. این باعث می‌شود تا ارزش حقوق صاحبان سهام، ارزش بنیادی‌اش را پوشش دهد، درنتیجه، بازده سهام در بلندمدت کاهش می‌یابد. این یافته ممکن است به این دلیل باشد که در بورس اوراق بهادار تهران، نتایج حاصل از تغییرات اقلام تعهدی ممکن است دیرتر شناسایی شود و بازخورد آن به بازار سرمایه که اغلب با مدیریت سود تعهدی همراه است و درنتیجه اثرگذاری آن بر بازده سهام را باید به‌صورت بلندمدت بررسی نمود.

با توجه به تائید فرضیه سوم تحقیق، ناهمگونی باورهای سرمایه‌گذاران بر بازده سهام تأثیرگذار است. نتایج این یافته با پنگ و همکاران (۲۰۱۶) مطابق است. مطالعات موجود نشان داده است که باورهای سرمایه‌گذار ممکن است به‌طور سیستماتیک بر بازار سهام تأثیر بگذارد؛ به‌طوری‌که ضریب اطمینان سرمایه‌گذاران می‌تواند ارزش مربوط بودن اطلاعات

- * Lee, C., Shleifer, A., Thaler, R., (1991). Investor sentiment and the closed-end fund puzzle. *J. Financ.* 46 (1), 75-109.
- * Lia, Yan.(2018). Heterogeneous Beliefs, Institutional Investors and Stock Returns – Evidence from China *EURASIA Journal of Mathematics, Science and Technology Education, Heterogeneous Beliefs, Institutional Investors and Stock Returns – Evidence from China* , ISSN: 1305-8223 (online) 1305-8215.
- * Miller, E. (1977). Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. *Journal of Finance* 32, 1151-168.
- * Mayshar, J. (1983). On Divergence of Opinion and Imperfections in Capital Markets. *American Economic Review* 73, 114-128.
- * Morris, S. (1996). Speculative Investor Behavior and Learning. *The Quarterly Journal of Economics* 111, 1111-1133.
- * Morck, R., Yeung, B., Yu, W., (2000). The information content of stock markets: why do emerging markets have synchronous stock price movement?. *Financ. Econ.* 58: 215-260.
- * Nagel, S. (2005). Short Sales, Institutional Investors and the Cross-section of Stock Returns. *Journal of Financial Economics* 78, 277-309.
- * Peng, E., Yan, E., Yan, M. (2016). Accounting Accruals, Heterogeneous Investor beliefs, and Stock Returns, *Journal of Financial Stability*, NO 24, PP 102-130.
- * Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review* 71, 289-316.
- * Scheinkman, J., and W. Xiong. 2003. Overconfidence and Speculative Bubbles. *Journal of Political Economy* 111, 1183-1219.
- * Sobaci, C., A. Sensoy, and M. Erturk. (2014). Impact of Short Selling Activity on Market Dynamics: Evidence from an Emerging Market. *Journal of Financial Stability* 15, 53-62.
- * رستمی، محمدرضا، بیک زاده، لیلیا و اژدری، فاطمه. (۱۳۹۵). آزمون قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای با فرض وجود اطلاعات ناهمگن در بورس اوراق بهادار تهران، *مجله مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار*، شماره ۲۷، صص ۷۱-۸۶.
- * ستایش، محمدحسین و کاظم نژاد، مصطفی. (۱۳۹۵): بررسی تأثیر ساختار مالکیت و ترکیب هیئت‌مدیره بر سیاست تقسیم سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، *دانش حسابداری*، شماره ۱، ص ۵۹-۲۱.
- * محمدی، محمد، (۱۳۸۹). بررسی کیفیت سود شرکت‌های خانوادگی و غیر خانوادگی پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شیراز.
- * وکیلی نژاد، حمیدرضا؛ فروغ نژاد، حمید و خوشنود، مهدی. (۱۳۹۲) ارزیابی رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با روش تحلیل شبکه‌ای، *فصلنامه پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی*، سال اول، شماره دوم، صص ۳۴-۱۹.
- * Amihud, Y. (2002). Illiquidity and Stock Returns: Cross-section and Time-series Effects. *Journal of Financial Markets* 5, 31-56.
- * Berkman, H., V. Dimitrov, P. C. Jain, P. D. Koch, and S. Tice. (2009). Sell on the News: Differences of Opinions, Short-sales Constraints, and Returns around Earnings Announcements. *Journal of Financial Economics* 92, 376-399.
- * Chen, J., H. Hong, and J. C. Stein. (2002). Breadth of Ownership and Stock Returns. *Journal of Financial Economics* 66, 171-205.
- * Diether, K. B., C. Malloy, and A. Scherbina. (2002). Differences of Opinion and the Cross Section of Stock Returns. *Journal of Finance* 52, 2113-2141.
- * Ge, Jiaoju, Wang, W & Wang, G. (2018). Moderation Effect of Investor and Manager Heterogeneous Beliefs on the Relationship of Advertising and Firm Value. *Academy of Marketing Science World Marketing Congress*. pp , 267-277
- * Hong, H., J. Scheinkman, and W. Xiong. (2006). Asset Float and Speculative Bubbles. *Journal of Finance* 61, 1073-1117.
- * Ikeda, Shin S. Zhang, Yan. (2012). Heterogeneous Beliefs, A Short Sale Restriction And The Cross Section Of Stock Returns: An Evidence From China, *GRIPS Discussion Paper*.
- * Janus, T., Y. Jinjarak, and M. Uruyos. (2013). Sovereign Default Risk, Overconfident Investors and Diverse Beliefs: Theory and Evidence from a New Dataset on Outstanding Credit Default Swaps. *Journal of Financial Stability* 9, 330-336.
- * Kim, Taehyuk & Ha. Aejin, (2010) Investor Sentiment and Market Anomalies 23rd Australasian Finance and Banking Conference 2010 Paper, Available at www.ssrn.com