

## تغییرات مثبت سود هر سهم و قیمت سهام: آزمون فرضیه ثبات رفتاری

بهمن بنی مهدی<sup>۱</sup>

مهدی مراد زاده فرد<sup>۲</sup>

فاطمه مروارید عراقی<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۲/۹/۱۰

تاریخ دریافت: ۹۲/۶/۲۳

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی فرضیه ثبات رفتاری در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. فرضیه ثبات رفتاری با رویکردهای مختلفی قابل بررسی است. در تحقیق حاضر برای آزمون فرضیه فوق چگونگی رابطه تغییرات مثبت سود هر سهم و قیمت سهام و رابطه مدیریت سود و قیمت سهام بررسی شد. دوره زمانی پژوهش ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۹ و تعداد شرکت‌های نمونه پژوهش ۱۰۰ شرکت می‌باشد. روش تحقیق از نوع همبستگی و با استفاده از رگرسیون چند متغیره می‌باشد. نتیجه‌گیری تحقیق حاکی از این است که هرگاه سود هر سهم در یک شرکت نسبت به سال قبل آن بیشتر باشد، قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد. بر اساس این نتیجه می‌توان استدلال نمود که تغییرات مثبت در سود هر سهم، بیشتر ناشی از مدیریت سود بوده و این موضوع مطابق با فرضیه ثبات رفتاری است.

واژه‌های کلیدی: ثبات رفتاری، مدیریت سود، قیمت سهام و بورس اوراق بهادار.

۱- استادیار مدعو گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران (مسئول مکاتبات) banimahd@kiaou.ac.ir

۲- استادیار گروه حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج

۳- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران

را در بورس اوراق بهادار تهران تایید نمودند. آن‌ها اعتقاد دارند که سرمایه‌گذاران رقم سود عملیاتی را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود وارد می‌نمایند. نوآوری پژوهش حاضر در مقایسه با پژوهش‌های قبلی، آزمون فرضیه ثبات رفتاری با افزودن متغیر مدیریت سود و رابطه آن با قیمت سهام است. بنابراین پرسش اصلی این پژوهش آن است که آیا میان مدیریت سود و قیمت سهام رابطه‌ای مثبت وجود دارد یا خیر؟ اهمیت تاثیر اطلاعات سود هر سهم بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و هم‌چنین فقدان پژوهش کافی، این انگیزه را در نویسندگان مقاله حاضر به وجود آورد تا موضوع فرضیه ثبات رفتاری را در بازار سرمایه کشور مورد بررسی قرار دهند. هدف این مقاله آن است که نخست تشخیص دهد که آیا سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه ایران مطابق فرضیه ثبات رفتاری عمل می‌کنند یا خیر. هدف دوم این پژوهش نیز آن است تا استفاده کنندگان اطلاعات حسابداری و سازمان بورس اوراق بهادار را از این موضوع آگاه نماید.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

فرضیه ثبات رفتاری در دهه ۱۹۶۰ در تحقیقات حسابداری استفاده شد. این فرضیه بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران تنها بر اطلاعات صورت‌های مالی شرکت‌ها توجه می‌کنند و توجهی ندارند که این اطلاعات از کجا ناشی شده است. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران تصمیمات خود را تنها بر اساس مقادیر گزارش شده در صورت‌های مالی اتخاذ می‌نمایند و توجهی به این موضوع ندارند که انگیزه مدیران شرکت‌ها در انتشار اطلاعات صورت‌های مالی چیست. به بیانی دیگر، این فرضیه می‌گوید که رابطه بین قیمت سهام و سود حسابداری تنها یک رابطه مکانیکی و از روی عادت است و این موضوع می‌تواند سرمایه‌گذاران را به واسطه انتخاب رویه‌ها و

سرمایه‌گذاران تصمیم‌گیری درباره خرید یا فروش سهام و سایر اوراق بهادار را بر اساس ماهیت و محتوای اطلاعات حسابداری انجام می‌دهند. اما عقیده بر آن است که سرمایه‌گذاران با توجه به محدودیت‌های‌شان، توانایی محدودی در پردازش اطلاعات حسابداری دارند. در این راستا فرضیه ثبات رفتاری بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران همواره اطلاعات سود حسابداری را به صورتی ناآگاهانه و بدون توجه به جریانات نقدی آن تفسیر می‌کنند. به بیان دیگر سرمایه‌گذاران توجهی به این که آیا سود حسابداری، مدیریت شده است یا خیر ندارند. در مقابل فرضیه بازار کارا اعتقاد دارد تفاوتی میان سرمایه‌گذار آگاه و ناآگاه وجود ندارد. بر پایه این فرضیه، تحلیل گران مالی عدم تقارن اطلاعاتی موجود در بازار سرمایه را برای سرمایه‌گذاران آگاه و ناآگاه را برطرف می‌نمایند. از این رو سرمایه‌گذاران این توانایی را دارند تا بفهمند سود تعهدی چه میزان جریان وجوه نقد آتی در قالب سود سهام یا افزایش ارزش برای آن‌ها به همراه دارد (Kothari, 2001).

با توجه به ماهیت بازار سرمایه ایران به نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران در این بازار رفتار توده وار دارند (سعیدی و فراهانیان، ۱۳۹۰، یوسفی و شهرآبادی ۱۳۸۸). تاکنون پژوهش‌های مختلفی در خصوص ثبات رفتاری منتشر شده است. این پژوهش‌ها هر کدام از جنبه‌ای خاص موضوع ثبات رفتاری را مورد بررسی قرار داده‌اند. برزیده و شهریاری (۱۳۹۱) پدیده تورم ترازنامه‌ای را بر اساس فرضیه ثبات رفتاری در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بررسی و نشان دادند که خالص دارایی عملیاتی عامل تاثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران است. مشایخ و بهبهانی نیا (۱۳۸۸) در پژوهش دیگر مبانی فرضیه ثبات رفتاری

گزارش شده توجه دارند و بدون توجه به حجم نسبی جزء نقدی و تعهدی سود، اقدام به خرید و فروش سهام می نمایند. ویلسون و هسنس<sup>۴</sup> (۲۰۱۲) ثبات رفتاری سرمایه گذاران را در برخورد با هزینه استهلاک سرقفلی در محاسبه سود طبق استاندارد حسابداری شماره ۱۴۲ آمریکا را مورد مطالعه قرار دادند. آن ها به این نتیجه رسیدند که سرمایه گذاران بعد از پذیرش این استاندارد، هزینه استهلاک سرقفلی را در مدل های تصمیم گیری خود برای تفسیر سود لحاظ می نمایند. بارتف و موهان رام<sup>۵</sup> (۲۰۱۲) رفتار سرمایه گذاران در برخورد با انعکاس سودوزیان ارقام غیر مترقبه در صورت سودوزیان را بررسی نمودند، آن ها نشان دادند که سرمایه گذاران در برابر افشای سودوزیان ارقام غیر مترقبه از خود واکنش نشان می دهند. از این رو افشای ارقام غیر مترقبه در متن صورت سودوزیان رابطه مستقیمی با قیمت سهام دارد. یافته های آنها منطبق با فرضیه ثبات رفتاری است. شی و ژانگ<sup>۶</sup> (۲۰۱۱) در بررسی ثبات رفتاری سود در توضیح ارقام تعهدی نشان دادند اگر سرمایه گذاران روی سود گزارش شده تمرکز کنند، آن گاه مدیران اقدام به افزایش سود از طریق افزایش ارقام تعهدی می نمایند. آن ها اعتقاد داشتند که سرمایه گذاران توانایی تمیز جز نقدی و تعهدی سود را ندارند و این موضوع مطابق با فرضیه ثبات رفتاری است. گانی و همکاران<sup>۷</sup> (۲۰۱۱) موضوع ثبات رفتاری استفاده کنندگان صورت های مالی در استفاده از اطلاعات حسابداری در قالب فرم های الکترونیکی را بررسی نمودند. نتایج تحقیق آن ها نشان داد که ارائه اطلاعات حسابداری از طریق فرم های دیجیتال نمی تواند مشکلات ناشی از ثبات رفتاری استفاده کنندگان در استفاده از رقم سود و سایر اطلاعات حسابداری را بر طرف نماید. این در حالی است که هگ و همکاران<sup>۸</sup> (۲۰۰۴) پیشنهاد داده بودند برای

روش های حسابداری گمراه نماید. بر اساس فرضیه ثبات رفتاری، سرمایه گذاران برای دستیابی و پردازش اطلاعات، مشابه هم عمل می کنند. این موضوع یکی از انتقادات وارده بر این فرضیه می باشد. نقطه مقابل فرضیه ثبات رفتاری، فرضیه بازارکارا است، فرضیه ای که اشاره می کند قیمت های سهام توسط سرمایه گذاران آگاه تعیین می شود بنابراین بطور کامل همه اطلاعات موجود را در خود منعکس می کنند. فرضیه ثبات رفتاری ادعا می کند که سرمایه گذاران در تشخیص روش های حسابداری ناتوان هستند، بنابراین روش های مختلف حسابداری می توانند بر قیمت سهام اثربگذارند، حتی اگر جریان های نقد هم تغییری نکنند تصمیم گیران ناآگاه با تغییرات ارقام سود گزارش شده که همراه با تغییر جریانهای نقد نیست همراه می شوند (مشایخ و بهبهانی نیا، ۱۳۸۸).

وانگ و دبرسنی<sup>۱</sup> (۲۰۱۳) واکنش سرمایه گذاران به اعلام سود را بررسی نمودند. آن ها نشان دادند سرمایه گذاران به سودهای غیر منتظره واکنش بیشتری نشان می دهند تا سود های عادی. به عقیده آن ها این موضوع مطابق با فرضیه ثبات رفتاری است. یاو و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۱۳) رفتار سرمایه گذاران را در گروه های A و B از گروه های شرکت های پذیرفته شده در بورس را در چین بررسی نمودند. آن ها نشان دادند که سرمایه گذاران در گروه B رفتار ثابتی در خرید و فروش سهام دارند. هم چنین آن ها تایید نمودند که این رفتار در شرکت هایی که سهام آنها رشدی است در مقایسه با شرکت هایی که سهام آنها ارزشی است بیشتر است. ساویکی و شرستا<sup>۳</sup> (۲۰۱۲) نشان دادند مدیران از طریق افزایش حجم ارقام تعهدی و گزارش سود، ارزش سهام شرکتها را بیشتر از واقع نشان می دهند. آن ها دریافتند این موضوع مطابق با یافته های تحقیقات پیشین درباره فرضیه ثبات رفتاری است. یعنی سرمایه گذاران بر سود

ابزری و درخشیده (۱۳۹۲) تاثیر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان را بررسی نمودند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد هر سه بعد شفافیت یعنی افشای اطلاعات مالی، شفافیت ساختار هیات مدیره و شفافیت ساختار مالکیت بر رفتار سرمایه گذاران تاثیرگذار است و درک سرمایه گذاران از ابعاد شفافیت با توجه به متغیرهای جمعیت شناختی آنها متفاوت است. برزیده و شهریار (۱۳۹۱) ثبات رفتاری را از جنبه تاکید بر خالص دارایی های عملیاتی توسط سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمودند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که خالص دارایی های عملیاتی یعنی تفاوت بین سود عملیاتی و جریان نقدی آزاد بر تصمیم گیری سرمایه گذاران در خرید و فروش سهام اثر گذار است. مشایخی و بهبهانی نیا (۱۳۸۸) رفتار سرمایه گذاران را در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس فرضیه سرمایه گذار ساده لوح بررسی نمودند. آن‌ها نشان دادند که سرمایه گذاران بر اساس این فرضیه اقدام به خرید و فروش سهام می نمایند. نتیجه پژوهش آن‌ها بیانگر آن بود که پایداری و توان پیش بینی کنندگی بیشتر سود عملیاتی و وزن دهی بیشتر بازار به اقلام غیر عملیاتی سود بود.

دموری و همکاران (۱۳۸۷) عکس العمل بیش از اندازه سرمایه گذاران به الگوهای عملکرد گذشته شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی نمودند. آن‌ها دریافتند سرمایه گذاران به عملکرد مالی گذشته شرکت ها از جمله سود قبل از اقلام غیر مترقبه، فروش و بازده سهام، عکس العمل بیش از اندازه نشان می دهند.

کاهش اثرات ثبات رفتاری در تصمیم گیری سرمایه گذاران، اطلاعات صورت های مالی به صورت الکترونیکی ارائه شوند تا شفافیت بیشتری برای استفاده کنندگان به همراه داشته باشد. کونارد و وانگ<sup>۹</sup> (۲۰۰۹) نشان دادند سرمایه گذاران در بازار سرمایه تایوان اطلاعات مربوط به پاداش نقدی کارکنان و پاداش مدیران را در تصمیم گیری خود برای خرید و فروش سهام لحاظ می نمایند. آن‌ها نشان دادند رابطه ای مثبت میان پاداش کارکنان و مدیران با قیمت سهام وجود دارد. این موضوع به معنی آن است که مبالغ پاداش توسط سرمایه گذاران به عنوان یک هزینه دیده نمی شود بلکه نوعی توزیع سود میان کارکنان و مدیران تلقی می شود. در نهایت آن‌ها دریافتند ثبات رفتاری سرمایه گذاران طی دوره زمانی تحقیق به تدریج در حال کاهش است. چن<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۲) توان توضیحی پاداش مدیریت در توضیح تغییرات سود را بر اساس فرضیه ثبات رفتاری بررسی نمودند. آن‌ها نشان دادند سرمایه گذاران اطلاعات پاداش مدیریت را به عنوان یک اطلاعات در تصمیم گیری خود در خرید و فروش سهام لحاظ می نمایند و از این رو فرضیه ثبات رفتاری تایید شد. اسلوان<sup>۱۱</sup> (۱۹۹۶) دریافت شرکت‌هایی که نسبت به جریانات نقدی خود اقلام تعهدی زیادی دارند، بعید است که به طور پایدار سود بالایی داشته باشند، چون ممکن است اقلام تعهدی در طول زمان افزایش یابند و در نتیجه سودهای آتی کاهش خواهد یافت. اما در صورتیکه سرمایه گذاران بر سود گزارش شده تمرکز نمایند، بدون توجه به حجم نسبی جزء نقدی و تعهدی سود، قیمت‌های سهام تغییر می کنند. او نشان داد که سرمایه گذاران بر پایه فرضیه ثبات رفتاری نمی توانند تشخیص دهند که در سود گزارش شده چه میزان جریان ورودی وجه نقد وجود دارد.

### ۳- روش شناسی پژوهش

نمونه آماری پژوهش حاضر از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این نمونه شامل شرکتهایی است که از شرایط زیر برخوردار باشند:

(۱) شرکتهایی که قبل از سال ۱۳۸۳ مورد پذیرش قرار گرفته باشند.

(۲) به جهت همسانی تاریخ گزارشگری و حذف اثرات فصلی دوره مالی منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

(۳) به دلیل نوع خاص فعالیت شرکتهای سرمایه گذاری و مالی، شرکت مورد نظر جزء این نوع شرکتهای نباشد.

(۴) شرکت مورد نظر طی دوره تحقیق فعالیت مستمر داشته باشد.

با توجه به مجموعه شرایط فوق، تنها ۱۰۰ شرکت (شامل ۷۰۰ مشاهده) در دوره زمانی ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۹ شرایط فوق را دارا بوده و لذا به عنوان نمونه آماری انتخاب شدند.

مبانی نظری تحقیق از کتاب ها، مقالات و پایان نامه ها استخراج می شود. داده های تحقیق نیز از صورت های مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران موجود می باشند، بدست می آید. این تحقیق از آن جهت که از منابع و صورتهای مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس استفاده می کند از جمله تحقیقات کتابخانه ای می باشد که صورتهای مالی مشاهده شده و اطلاعات مورد نظر بدست می آید و از حیث چگونگی مسائل مورد مطالعه و گردآوری اطلاعات از جمله تحقیقات توصیفی از نوع همبستگی می باشد که ارتباط بین متغیرها، مورد بررسی قرار می گیرد و از نظر ماهیت داده ها تحقیق کمی می باشد.

### ۴- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه گیری آن

در این تحقیق قیمت سهام هر شرکت در پایان تیرماه سال بعد به عنوان متغیر وابسته و تفاوت بین سود هر سهم سال جاری و سود هر سهم سال قبل و همچنین شاخص مدیریت سود به عنوان متغیرهای مستقل در نظر گرفته می شود. برای کنترل تأثیر سایر عوامل بر متغیر وابسته، اندازه شرکت، نسبت بدهی، زیان دهی و رشد فروش به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته می شود. در ذیل چگونگی اندازه گیری متغیرهای پژوهش توضیح داده می شود.

#### متغیر وابسته:

در این پژوهش، قیمت سهام هر شرکت در پایان تیر ماه سال بعد بعنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. از آنجایی که این متغیر در سطح همه شرکتهای نمونه تحقیق از توزیع نرمال برخوردار نبوده است، از لگاریتم طبیعی آن (Ln) استفاده شده است.

#### متغیرهای مستقل:

**تفاوت بین سود هر سهم سال:** این متغیر از تفاوت بین سود هر سهم سال جاری و سود هر سهم سال قبل به دست می آید. بر اساس نظریه ثبات رفتاری هر چه تفاوت مثبت بین سود هر سهم سال جاری در مقایسه با سال قبل بیشتر باشد، انتظار می رود سرمایه گذاران به طور خودکار برای خرید سهام اقدام نمایند. بنابراین در این تحقیق هر گاه این تفاوت مثبت باشد مقدار آن یک و در غیر آن صورت مقدار آن صفر در نظر گرفته می شود.

**مدیریت سود:** مدیریت سود را می توان به عنوان فرآیند انتخاب رویه های حسابداری توسط مدیریت برای دستیابی به اهداف خاص، تعریف نمود. طبق فرضیه ثبات رفتاری، سرمایه گذاران تنها به رقم سود

مجموع ارقام تعهدی (TA) از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود:

$$(-1) \times (\text{جریان نقدی عملیاتی} - \text{سود خالص قبل از ارقام غیر مترقبه}) = \text{مجموع ارقام تعهدی}$$

### متغیرهای کنترل

اندازه شرکت: عبارت است از لگاریتم طبیعی جمع

دارایی‌ها هر شرکت در هر سال

نسبت بدهی: عبارت است از جمع بدهی به جمع

دارایی‌ها هر شرکت در هر سال

زیان دهی: عبارت است گزارش زیان هر شرکت در

هر سال. اگر شرکت زیان گزارش نموده باشد مقدار

آن یک و در غیر آن صورت، مقدار آن صفر است.

رشد فروش: عبارت است از تفاوت فروش سال

جاری با سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل هر

شرکت در هر سال

### ۵- فرضیه پژوهش

فرضیه اصلی تحقیق به شرح زیر می‌باشند:

بین تغییرات مثبت سود هر سهم و قیمت سهام رابطه

معنی‌دار وجود دارد.

### ۶- نتایج پژوهش

آماره‌های توصیفی تحقیق در جدول زیر نشان داده

شده است.

توجه دارند و به این موضوع که آیا سود مدیریت شده است یا نه، توجه‌ای ندارند. لذا طبق این فرضیه می‌توان استدلال نمود که رابطه‌ای مستقیم میان مدیریت سود و قیمت سهام وجود دارد. شاخص مدیریت سود بر اساس رابطه زیر و بر اساس مدل کوتاری و همکاران<sup>۱۲</sup> (۲۰۰۵) محاسبه می‌شود.

$$TA_{it} = \alpha_{it} \left( \frac{1}{A_{it-1}} \right) + \beta_{1it} \left( \frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{2it} \left( \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \beta_{3it} ROA + \varepsilon_{it}$$

TA = مجموع ارقام تعهدی هر شرکت در هر سال

A<sub>t-1</sub> = جمع دارایی‌های هر شرکت در اول سال

ΔREV<sub>it</sub> = تغییرات درآمد هر شرکت در هر سال

نسبت به سال قبل

ΔREC<sub>it</sub> = تغییرات حسابهای دریافتی هر شرکت در

هر سال نسبت به سال قبل

ROA = نسبت سود به جمع دارایی‌های اول دوره

PPE<sub>it</sub> = اموال، ماشین‌آلات و تجهیزات هر

شرکت

لازم به ذکر است که خطای مدل (ε<sub>it</sub>) به تفکیک

هر صنعت، شاخصی برای اندازه‌گیری مدیریت

سود، محسوب می‌شود. در این پژوهش از مقدار قدر

مطلق مدیریت سود استفاده شده است. هم‌چنین

جدول شماره ۱: آماره‌های توصیفی تحقیق

جمع دارایی‌ها به میلیون ریال	رشد فروش	تفاوت سود هر سهم سال جاری نسبت سال قبل	قیمت هر سهم	مدیریت سود	شرح
۲۶۰۹۹۲۵/۰۰	۰/۱۸۷۵	-۸۴/۸۱	۴۷۵۹/۷۲	۰/۰۷۷۸	میانگین
۴۵۱۴۸۱/۵۰	۰/۱۵۳۱	-۲۱/۸۷۲	۲۷۰۴/۵۰	۰/۰۵۷۲	میانه
۱۴۵۶۹۱۹۸/۹۲	۰/۴۸۳۳	۷۴۴/۰۶۶	۶۴۵۰/۰۵	۰/۰۷۲	انحراف معیار
۵۰۱۹۸	-۱/۰۰۰	-۹۱۴۴/۲۹	۲۱۱	۰/۰۰۰۱	حداقل
۳۳۱۱۳۳۳۵۱	۹/۴۶۸۵	۴۳۳۶/۰۰	۶۳۸۲۶	۰/۵۴۱۹	حداکثر

جدول شماره ۲: آماره های توصیفی تحقیق

سال	تعداد گزارش زیان شرکت		تعداد تفاوت در سود هر سهم	
	عدم گزارش زیان	گزارش زیان	تفاوت منفی	تفاوت مثبت
۱۳۸۳	۹۶	۴	۵۸	۴۲
۱۳۸۴	۹۸	۲	۵۰	۵۰
۱۳۸۵	۹۷	۳	۴۶	۵۴
۱۳۸۶	۹۵	۵	۵۱	۴۹
۱۳۸۷	۹۱	۹	۵۵	۴۵
۱۳۸۸	۸۶	۱۴	۵۵	۴۵
۱۳۸۹	۸۴	۱۶	۵۳	۴۷
جمع	۶۴۷	۵۳	۳۶۸	۳۳۲

### آزمون فرضیه:

Loss = عبارت است گزارش زیان هر شرکت در هر سال. اگر شرکت زیان گزارش نموده باشد مقدار آن یک و در غیر آن صورت، مقدار آن صفر است.

برای آزمون فرضیه، مدل تحقیق به شرح زیر در نظر گرفته می‌شود:

Industry = نوع صنعت

$$\ln P_t = a_0 + a_1 \Delta EPS_t + a_2 D\Delta EPS_t + a_3 (\Delta EPS_t * D\Delta EPS_t) + a_4 Size_t + a_5 Debt_t + a_6 Salegrowth_t + a_7 Loss_t + a_8 Industry_t + a_9 Year_t + \varepsilon$$

Year = سال

که در آن:

در جدول شماره ۳ مقدار سطح معنی‌داری تغییرات مثبت سود هر سهم ( $D\Delta EPS_t$ ) برابر ۳/۶ درصد یعنی کمتر از ۵ درصد است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین متغیر مستقل یعنی تغییرات مثبت سود هر سهم و قیمت سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد. از این رو فرض صفر آماری  $H_0$  رد و فرض مقابل آن یعنی فرض  $H_1$  را نمی‌توان رد کرد.

لگاریتم طبیعی قیمت سهام هر شرکت در پایان تیر

$$\ln P = \text{ماه سال بعد}$$

تفاوت سود هر سهم سال جاری با سود هر سهم

$$\Delta EPS_t = \text{سال قبل}$$

$D\Delta EPS_t =$  تغییرات مثبت سود هر سهم که یک

متغیر مجازی با مقدار یک و صفر است. اگر تفاوت

سود هر سهم سال جاری در مقایسه با سال قبل مثبت

باشد مقدار آن یک و در غیر آن صورت مقدار آن

صفر است

Size = اندازه شرکت که عبارت است از لگاریتم

طبیعی جمع دارایی های هر شرکت

Debt = نسبت بدهی به جمع دارایی

= رشد فروش که عبارت است از Salegrowth

تفاوت فروش سال جاری با سال قبل تقسیم بر

فروش سال قبل

### تحلیل حساسیت:

برای تحلیل حساسیت نتایج آزمون فرضیه اول، مدل

تحقیق به شرح زیر در نظر گرفته شد.

$$\ln P_t = a_0 + a_1 EM_t + a_2 Size_t + a_3 Debt_t + a_4 Salegrowth_t + a_5 Loss_t + a_6 Industry_t + a_7 Year_t + \varepsilon$$

که در آن:

$\ln P =$  لگاریتم طبیعی قیمت سهام هر شرکت در

پایان تیر ماه سال بعد

EM = شاخص مدیریت سود

در جدول شماره ۴، مقدار سطح معنی‌داری مدیریت سود برابر ۰/۰۰۵ یعنی کمتر از ۵ درصد است. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد، بین متغیر مستقل یعنی مدیریت سود و قیمت سهام رابطه معنی دار وجود دارد. از این رو می‌توان گفت میان مدیریت سود و قیمت سهام رابطه ای معنی دار و مثبت وجود دارد وجود دارد. به عبارت دیگر تغییرات مثبت قیمت سهام تحت تاثیر مدیریت سود قرار دارد. این موضوع به معنی ثبات رفتاری میان سرمایه گذاران در خرید و فروش سهام را تایید می نماید.

Size = اندازه شرکت که عبارت است از لگاریتم طبیعی جمع دارایی های هر شرکت در پایان هر سال  
 Debt = نسبت بدهی به جمع دارایی  
 Sale growth = رشد فروش که عبارت است از تفاوت فروش سال جاری با سال قبل تقسیم بر فروش سال قبل  
 Loss = عبارت است گزارش زیان هر شرکت در هر سال. اگر شرکت زیان گزارش نموده باشد مقدار آن یک و در غیر آن صورت، مقدار آن صفر است.  
 Industry = نوع صنعت  
 Year = سال

جدول شماره ۳: نتایج آزمون فرضیه اول

عامل تورم واریانس (VIF)	سطح معنی داری	آماره T	ضرایب
-	۰/۰۰۰	۲۲/۷۰۰	۷/۷۰۱
۲/۲۶۰	۰/۰۹۸	۱/۶۵۶	۰/۰۰۴
۱/۱۰۷	۰/۰۳۶	۲/۱۰۰	۰/۱۲۶
۲/۲۷۷	۰/۰۵۵	-۱/۹۲۵	-۰/۰۰۷
۱/۲۵۱	۰/۰۰۰	۲/۲۱۰	۰/۰۵۳
۱/۳۶۶	۰/۵۳۲	-۰/۶۲۶	-۰/۱۲۴
۱/۰۶۴	۰/۰۶۴	۱/۸۵۲	۰/۱۱۳
۱/۳۹۲	۰/۰۰۰	-۴/۱۸۶	-۰/۵۳۱
			۰/۳۱۰
	۰/۰۰۰		۱۸/۴۲۷
			۱/۶۶۲

متغیر وابسته: لگاریتم طبیعی قیمت سهام

جدول شماره ۴: نتایج آزمون فرضیه دوم

عامل تورم واریانس (VIF)	سطح معنی داری	آماره T	ضرایب
-	۰/۰۰۰	۲۳/۵۳۲	۷/۸۲۰
۱/۰۳۸	۰/۰۰۵	۲/۸۱۱	۱/۱۳۱
۱/۲۳۸	۰/۰۳۶	۲/۱۰۰	۰/۰۵۰
۱/۳۴۸	۰/۶۴۰	-۰/۴۶۸	-۰/۰۹۲
۱/۰۳۲	۰/۰۲۲	۲/۲۹۴	۰/۱۳۷
۱/۳۰۲	۰/۰۰۰	-۴/۶۰۲	-۰/۵۶۴



Adjusted R2	۰/۳۱۵	
F-Statistic	۲۱/۰۷۱	۰/۰۰۰
Durbin-Watson	۱/۶۸۸	

متغیر وابسته: لگاریتم طبیعی قیمت سهام

جدول شماره ۵: هم خطی میان متغیرهای مستقل

متغیرها	EM	Debt	Sale growth	Loss	Size	ΔEPS	ΔΔEPS	ΔEPS*
EM	۱	-۰/۰۴۳	۰/۰۲۲	۰/۰۱۸	۰/۰۱۸	۰/۰۱۶	۰/۰۳۱	۰/۰۱۱
Debt		۱	۰/۰۰۳	۰/۳۹۰	۰/۰۷۸	۰/۰۴۴	-۰/۰۳۹	۰/۰۷۲
Sale growth			۱	-۰/۱۰۴	۰/۰۱۲	۰/۰۳۷	۰/۱۸۵	۰/۰۰۴
Loss				۱	-۰/۰۳۴	۰/۰۲۷	-۰/۱۹۶	-۰/۰۶۴
Size					۱	-۰/۰۱۶	-۰/۰۶۹	-۰/۰۲۵
ΔEPS						۱	۰/۰۸۵	۰/۵۳۳
ΔΔEPS							۱	۰/۰۴۵

#### هم حرکتی میان متغیرهای مستقل

میزان نوسانات هم خطی میان متغیرهای مستقل مدل در جدول شماره ۵ آورده شده است. این جدول نشان می‌دهد که هر زوج از متغیرهای مستقل دارای هم خطی حاد نیستند.

همچنین آماره عامل تورم واریانس که در جداول شماره ۳ و ۴ نشان داده شده است، بیانگر این موضوع است که میان متغیرهای مستقل هم خطی وجود ندارد. هرگاه هم خطی میان متغیرهای مستقل وجود داشته باشد، مقدار عامل تورم واریانس نیز بیش از عدد ۵ خواهد بود.

#### ۶- نتیجه‌گیری و بحث

آزمون فرضیه نشان داد که بین تغییرات مثبت سود هر سهم و قیمت سهام رابطه معنی‌دار و مستقیم وجود دارد. به عبارت دیگر هرگاه سود هر سهم در یک شرکت نسبت به سال قبل آن بیشتر باشد، قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد. این موضوع دلالت بر این موضوع دارد که هرگاه سود هر سهم مثبت باشد،

تقاضای سرمایه‌گذاران برای خرید سهام، افزایش و در نتیجه قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد. این نتیجه مطابق با فرضیه ثبات رفتاری است. هم‌چنین نتایج بیانگر آن است که بین مدیریت سود و قیمت سهام رابطه معنی‌دار و مستقیم وجود دارد. یعنی هرگاه مدیریت سود افزایش یابد، قیمت سهام نیز افزایش می‌یابد. براساس این نتیجه می‌توان استدلال نمود که تغییرات مثبت در سود هر سهم، بیشتر ناشی از مدیریت سود است. براساس فرضیه ثبات رفتاری سرمایه‌گذاران هنگام خرید سهام تنها به تغییرات مثبت سود هر سهم توجه دارند و به این نکته که سود از چه روش‌هایی محاسبه شده است و انگیزه مدیر برای اعلام سود بیشتر چیست، توجهی ندارند. از این رو وجود فرضیه ثبات رفتاری را در بورس اوراق بهار تهران را تایید می‌نمایند. از این رو به تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود تا هنگام خرید سهام تنها به مثبت بودن سود سهام شرکت‌ها توجه نکنند بلکه متغیرهای دیگری مانند سود سهام شرکت‌های مشابه در همان صنعت و جریان نقدی عملیاتی نیز توجه کنند و در تحلیل‌های خود از این

- شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی های حسابداری و حسابرسی ۱۳۸۷ شماره ۵۴ صص ۱-۱۶
- \* سعیدی علی و سیدمحمدجواد فرهانیان (۱۳۹۰) رفتار توده وار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، فصل نامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۶ صص ۱۷۵ الی ۱۹۸
- \* مشایخی بیتا و پریسا سادات بهبهانی نیا (۱۳۸۸) بررسی فرضیه سرمایه گذار ساده لوح در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی و پژوهشی بصیرت، شماره ۴۲ سال ۱۶، صص ۲۳ تا ۴۷
- \* ۶-یوسفی راحله و ابوالفضل شهرآبادی (۱۳۸۸) بررسی و آزمون رفتار توده وار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار، مدیریت توسعه و تحول، شماره ۲، صص ۵۷ الی ۶۴
- \* 7-Bartov Eli and Partha Mohanram (2012) Does Income Statement Placement Matter to Investors? The Case of Gains/Losses from Early Debt Extinguishment
- \* Leonard N. Stern School of Business, New York University, New York,
- \* 8-Chen, W. H.( 2002) The Functional Fixation Situation in the Taiwan Security Market :
- \* 7- Exemplified by Profit Sharing and Firm Stock Ownership plan. Master's Thesis.
- \* Graduate of Accounting. Chung Yuan Christian University. Chinese Cultural University.
- \* 9- Conrad C. Chang and Chih-Wei Wang (2009) A Research of Investor's Functional Fixation on Employee Bonus National Taipei University, Taiwan
- \* 10- Ghani Erlane K. , Fawzi Laswad , Stuart Tooley(2011) Functional fixation: Experimental evidence on the presentation of financial information through different digital formats, The British Accounting Review Vol. 43 PP.186-199
- \* 11- Juan Juan, Chuanchan Ma, William Peng He(2013) Investor herding behaviour of Chinese stock market, International Review of Economics and Finance, Forthcoming

متغیرها نیز استفاده کنند. هم چنین از آنجایی که بین مدیریت سود و قیمت سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد. از این رو به تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود تا هنگام خرید سهام به شاخص هموارسازی سود که از طریق نسبت انحراف معیار سود خالص به انحراف معیار جریان نقدی عملیاتی به دست می‌آید نیز توجه کنند و این شاخص را نیز در تحلیل‌های خود بکار گیرند. برای تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود تا بیش اعتمادی سرمایه‌گذاران با ثبات رفتاری را بررسی نمایند. از محدودیت های این تحقیق آن است که عوامل دیگری ممکن است بر تصمیم گیری سرمایه گذاران تاثیر گذار باشد که در این پژوهش به آنها پرداخته نشده است. مثلاً ممکن است تصمیم گیری سرمایه گذاران تحت تاثیر شایعات و اخبار غیر حسابداری باشد که در این تحقیق قابل اندازه گیری نبوده و در محاسبات لحاظ نشده است.

#### فهرست منابع

- \* ابزری مهدی و حامد درخشیده (۱۳۹۲) تاثیر شفاف سازی اطلاعات مالی بر رفتار سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار اصفهان، فصلنامه علمی و پژوهشی برنامه ریزی و بودجه، شماره ۱ صص ۵۹ تا ۷۵
- \* برزیده فرخ و علیرضا شهریاری (۱۳۹۱) آزمون فرضیه ثبات کارکردی در بورس اوراق بهادار تهران، مورد خالص دارایی های عملیاتی (پدیده تورم ترازنامه ای)، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، سال دهم شماره ۳۴، صص ۵۵ تا ۷۵
- \* دموری داریوش، سعید اردکانی و احمد فلاح زاده ابرقویی (۱۳۸۷) بررسی عکس‌العمل بیش از اندازه سرمایه‌گذاران به الگوهای عملکرد گذشته

- \* 12- Kothari, S.P. , Andrew L. Leone , and Charles E. Wasley (2005) , "Performance matched discretionary accrual measures" , Journal of Accounting and Economics, 39 , 1:PP.163–197.
- \* 13- Shi Linna and Huai Zhang(2011)Can the earnings fixation hypothesis explain the accrual anomaly? Nanyang Business School, Singapore
- \* 14- Sloan, R., 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings. The Accounting Review 71, 289–316.
- \* 15- Sawicki Julia and Keshab Shrestha(2012) Overvalued equity and the accruals anomaly:Evidence from insider trades, Procedia Economics and Finance 2 PP. 91 – 100
- \* 16- Wang Tawei and Roger Debrecey(2013) How Do Individual Investors React to Earnings Announcements? Evidence from Google Insights, www. ssrn. Com
- \* 17- Wilson George R. and James C. Hansen(2012) Functional Fixation Surrounding the Adoption of SFAS 142, Journal of Business and Policy Research Vol. 7. No. 4. Pp. 1 – 13

یادداشت‌ها

- 1-Wang and Debrecey
- <sup>2</sup> - Yao et al.
- <sup>3</sup> - Sawicki and Shrestha
- <sup>4</sup> -Wilson and Hansen
- <sup>5</sup> - Bartov and Mohanram
- <sup>6</sup> - Shi and Zhang
- <sup>7</sup> - Ghani et al.
- <sup>8</sup> - Hodge et al.
- <sup>9</sup> - Conard and Wang
- <sup>10</sup> - Chen
- <sup>11</sup> - Sloan
- <sup>12</sup> -Kothari et al.