

مالی رفتاری، سوگیری نماگری و متغیرهای بینادی حسابداری: شواهدی از بورس اوراق بهادر تهران

احمد بدري*

ندا گودرزی**

چکیده

مطابق يکی از سوگیری‌های رفتاری، سرمایه‌گذاران بر مبنای عملکرد گذشته شرکت‌ها، طبقه‌بندی‌های ذهنی خاصی را در ذهن خود برای پیش‌بینی رخدادهای آتی انجام داده و در پی یافتن شباهت‌هایی در عملکرد شرکت‌ها هستند. به این دسته از تورش‌های رفتاری، سوگیری "نماگری" اطلاق می‌گردد. این سوگیری موجب می‌شود، تا سرمایه‌گذاران روندها را به صورت نادرست تفسیر نمایند. تحقیق حاضر قابلیت پیش‌بینی بازده سهام در کوتاه‌مدت و بلندمدت را با طبقه‌بندی عملکرد تاریخی حسابداری شرکت‌ها بر مبنای نرخ رشد فروش، نرخ رشد سود حسابداری، نرخ رشد سود خالص و با استفاده از روش مطالعه پرتفوی موردنرسی قرارداده است. همچنین تأثیر "ثبت" عملکرد گذشته شرکت‌ها در عکس العمل سرمایه‌گذاران و رفتار قیمتی سهام و نیز اطلاعات آتی تائید کننده یا مخالف روند گذشته مورد آزمون قرار گرفته است.

نمونه آماری موردنرسی شامل ۸۰ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ است. تعداد مشاهدات شامل ۳۲۰۰ شرکت - فصل و ۸۰۰ شرکت - سال بوده است. نتایج آزمون‌های انجام شده نشان می‌دهد که در افق میان‌مدت، پرتفوی مومنتوم مبتنی بر متغیرهای بینادی حسابداری، بازده غیرعادی مثبت و معنی‌دار ایجاد می‌کند، اما در افق بلندمدت منجر به بازده غیرعادی نمی‌گردد. همچنین شواهد ضعیفی از تأثیر ثبات عملکرد گذشته شرکت‌ها بر بهبود پیش‌بینی بازده آتی سهام وجود دارد. افزون بر آن، بر مبنای اطلاعات تائید کننده یا مخالف روندهای گذشته، شواهد کافی مبنی بر وجود تفاوت معنی‌دار بین

* دانشیار دانشگاه شهید بهشتی - نویسنده مسئول Email a-badri@sbu.ac.ir

** کارشناس ارشد دانشگاه شهید بهشتی ngoodar2i66@gmail.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۳/۹/۱۷

تاریخ دریافت: ۱۳۹۳/۵/۲۷

بازده پرتفوئی از شرکت‌های باثبتات و بی‌ثبتات وجود ندارد.

واژه‌های کلیدی: مالی رفتاری، سوگیری نماگری، متغیرهای بنیادی حسابداری، ثبات عملکرد گذشته، اطلاعات مخالف، اطلاعات موافق.

مقدمه

خلاف قاعده‌های مالی^۱، که فرضیه بازار کارا^۲ را به چالش کشیده، شواهد تجربی است که نشان از انحراف بازار از قواعد عقلایی دارد. این شواهد در تنافق با مفروضات بازار کارا و مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای است. بر اساس فرضیه بازار کارا، سرمایه‌گذاران به تمام اطلاعات موجود در بازار دسترسی داشته و آن را به طور کامل و به درستی تفسیر می‌نمایند، اما شواهد تجربی نشان داده است که بسیاری از سرمایه‌گذاران اطلاعات را به طور کامل پردازش نمی‌نمایند، لذا نظریه‌های رفتاری بسیاری در نشان دادن ناکارایی بازار و فرآیند پردازش سوگیرانه اطلاعات معرفی گردیده است. (شلیفر، ۲۰۰۰) [۱۱]

از این‌روی، قیمت‌گذاری نادرست اوراق بهادر را می‌توان ناشی از انعکاس سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در الگوی بازده اوراق بهادر بیان نمود. چان و فرانکل^۳ (۲۰۰۳) [۴] برخی از این تحقیقات که اثر پردازش نادرست اطلاعات شرکت را بر الگوی بازده سهام آزمون نموده‌اند شامل، اثر اندازه ارزش دفتری به ارزش بازار، اثر مومنتوم و ریسک نقد شوندگی است. در شرایط عدم قطعیت، سرمایه‌گذاران به دلیل محدودیت زمان و منابع شناختی، ممکن است قضاوت‌های تورش دار و غیر مستدلی اتخاذ نمایند. مطابق یکی از سوگیری‌های رفتاری، افراد و سرمایه‌گذاران بر مبنای عملکرد گذشته شرکت‌ها، طبقه‌بندی‌های خاصی در ذهن خود برای پیش‌بینی رخدادهای آتی انجام می‌دهند و همچنین تمایل دریافت شbahت‌هایی در عملکرد شرکت‌ها دارند. به این دسته تورش‌های رفتاری، سوگیری "نماگری"^۵، اطلاق می‌گردد. تورسکی و کانمن^۶ (۱۹۷۴) [۱۳] معتقدند که توالي در داده‌های گذشته نقش مهمی در شکل‌گیری طبقه‌بندی‌های مشخصی در ذهن سرمایه‌گذاران دارد، زیرا افراد انتظار دارند توالي و دنباله در پدیده‌هایی که توسط یک فرآیند تصادفی به وجود آمده‌اند، نشان‌دهنده ویژگی و مشخصه اصلی و لا ینفك آن فرآیند باشد، حتی اگر این دنباله برای مدت کوتاهی برقرار باشد. لذا با تمرکز به تشابهات سطحی پدیده‌ها، از تصمیمات و استدلال‌های منطقی بازمی‌مانند. به طور خلاصه می‌توان بیان داشت که سوگیری نماگری به معنی آن است که روند عملکرد گذشته شرکت موجب شکل‌گیری نوعی طبقه‌بندی در ذهن می‌گردد و انتظارات سوگیرانه‌ای در مورد

1- Anomalies

2- Efficient Market Hypothesis

3- Shleifer

4- Chan, Frankel

5- Representative bias

6- Tversky & Kahneman

عملکرد آینده شرکت‌ها پدید می‌آورد.

تحقیق حاضر قابلیت پیش‌بینی بازده آتی سهام را با طبقه‌بندی عملکرد تاریخی حسابداری شرکت‌ها در گروه‌های مشخص، بررسی می‌نماید. همچنین تأثیر "ثبت" عملکرد گذشته شرکت‌ها را در عکس العمل سرمایه‌گذاران و رفتار قیمتی سهام مورد آزمون قرار می‌دهد. از آنجایی که در این تحقیق، فرض بر این است که تصمیمات سرمایه‌گذاران بر مبنای سوگیری نماگری و طبقه‌بندی‌های ذهنی آن‌ها از روند و توالی عملکرد شرکت شکل‌گرفته است، لذا عواملی انتخاب شده‌اند که جهت دهنده بازده آتی سهام باشند. بخش دوم مقاله به بررسی پیشینه مطالعاتی سوگیری نماگری و تأثیر آن بر بازده آتی سهام اختصاص دارد. طرح تحقیق و فرضیه‌های موردنبررسی در بخش سوم ارائه شده است. بخش چهارم شامل، تحلیل نتایج و در بخش پنجم نتیجه‌گیری و پیشنهادها ارائه شده است.

مروری بر پیشینه

افراد در شرایط عدم اطمینان، قضاوت‌های تورش داری می‌نمایند، زیرا محدودیت زمان و منابع شناختی موجب شکل‌گیری غیر مستدلاتی مانند سوگیری نماگری خواهد شد. سوگیری نماگری، تمایل برای یافتن شباهت‌ها در میان دیدگاه‌های افرادی است که شباهت آن‌ها تنها سطحی است و تصور می‌شود که این نمونه، نماینده کل جامعه محسوب می‌شود.(صالحی، ۱۳۹۰).

چان، فرانکل و کوتاری (۲۰۰۳) به بررسی تأثیر سوگیری نماگری با توجه به روند متغیرهای بنیادی حسابداری شرکت‌ها در بازده آتی سهام پرداختند. آن‌ها معتقدند که سوگیری نماگری هسته اصلی تمامی سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران است. زیرا سرمایه‌گذاران بر مبنای سوگیری نماگری هر پدیده جدید را در طبقه‌بندی‌های ذهنی قبلی قرار می‌دهند. محوریت سوگیری نماگری در تئوری‌های مالی بر مبنای سایر سوگیری‌ها قابل توصیف است. به عنوان مثال در "اثر هاله‌ای"^۱ سرمایه‌گذاران با مشاهده برخی ویژگی‌های مطلوب شرکت، در مورد سایر ویژگی‌ها، انتظارات سوگیرانه‌ای اتخاذ می‌نمایند. در "اثر خوش‌های"^۲ نیز سرمایه‌گذاران با مشاهده توالی در مجموعه از بازده‌های تصادفی، آن را روند دائمی شرکت تلقی می‌نمایند. سیری و توفانو^۳ (۱۹۹۸)[۱۲] به این نتیجه رسیدند که جریان‌های نقدی و رودی

1- Hallo effect

2- Clustering illusion

3- Sirri and Tufano

به صندوقهای مشاع سرمایه‌گذاری که دارای عملکرد غیرمنتظره مطلوبی درگذشته بودند، افزایش یافته است. سوگیری نماگری محور بسیاری از مدل‌های اخیر در مالی رفتاری بوده است. اگرچه محققین از فرضیات و رویکردهای متفاوتی برای توسعه مدل خود استفاده نموده است. اما تمام آن‌ها فرض بر غیر عقلانی بودن برخی تصمیمات سرمایه‌گذاران دارند که با مفروضات سوگیری نماگری، هم‌جهت است و به عنوان مثال، باربریز و همکاران^۱ (۱۹۹۸) [۳] فرض نمودند که سرمایه‌گذاران همواره استنباط نادرستی از جریانات درآمدی بر اساس روند اخیر دارند. رشتہ‌ای از اعلام سود خوب منجر به نتیجه‌گیری نادرست سرمایه‌گذاران از روند عملکرد شرکت شده و درنتیجه باعث افزایش بیش از حد قیمت سهام می‌شود.

پژوهش‌های بسیاری بر تأثیر سوگیری نماگری با استفاده از متغیرهای بنیادی در تصمیمات سرمایه‌گذاران و بازده آتی سهام پرداخته‌اند. چان، فرانکل و کوتاری (۲۰۰۳) به بررسی تأثیر سوگیری نماگری با توجه به روند متغیرهای بنیادی حسابداری شرکت‌ها در بازده غیرعادی سهام در افق میان‌مدت و بلندمدت بین سال‌های ۱۹۷۵-۲۰۰۰ پرداختند. متغیرهای بنیادی مورد بررسی، نرخ رشد فروش، نرخ رشد سود عملیاتی و نرخ رشد سود خالص بوده است. نتایج حاصل از تحقیق بیانگر این است که متغیرهای بنیادی حسابداری، در ایجاد طبقه‌بندی ذهنی سرمایه‌گذاران و کسب بازدهی غیرعادی مثبت صرفاً در افق میان‌مدت معنی دار است. اما آن‌ها در تحقیق خود به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران از روند عملکرد گذشته شرکت‌ها برای تصمیمات خود در افق‌های بلندمدت استفاده نمی‌کنند. بازدهی غیرعادی در افق‌های بلندمدت از نظر آماری و اقتصادی معنی دار نبوده است. اگرچه آن‌ها دریافتند که سرمایه‌گذاران به روند یک ساله حسابداری شرکت‌ها واکنش کمتر از اندازه نشان می‌دهند. همچنین به این نتیجه رسیدند که ثبات یا الگوی عملکرد شرکت بر انتظارات سرمایه‌گذاران تأثیرگذار نیست.

لانکونیشوک^۲ (۱۹۹۴) [۹] در تحقیق خود نشان داد که سرمایه‌گذاران نسبت به شرکت‌هایی که در ۵ سال گذشته دارای نرخ رشد بالای سودآوری، فروش و جریانات نقدي بوده‌اند، نظر مثبتی دارند و اعتقاد به تداوم روند در این شرکت‌ها دارند. اما طبق تحقیقات تجربی این شرکت‌ها در آینده بازده کمتر و نرخ رشد کمتر از انتظار داشته‌اند. دانیل و تیت من^۳ (۲۰۰۶) [۵] به بررسی رابطه بین بازده آتی با اطلاعات مشهود و نامشهود پرداختند. درواقع بازده آتی شرکت به دو بخش تقسیم‌بندی شده است. بخش اول بازده همان

1- Barberis,et.al

2- Lakonishok

3- Daniel & Titman

قسمتی است که به عملکرد گذشته شرکت، بر مبنای اطلاعات حسابداری، مرتبط می‌شود. این اطلاعات حسابداری، اطلاعات مشهود نامیده شده‌اند. بخش دوم بازده آتی شرکت به اخبار عملکرد آتی (اطلاعات نامشهود) مرتبط شده است. این دو محقق به این نتیجه رسیدند که هیچ گونه ارتباط معنی‌داری بین بازده آتی شرکت و اطلاعات حسابداری گذشته شرکت وجود ندارد. اما بازده آتی شرکت ارتباط معنی‌دار و منفی با اطلاعات نامشهود (اخبار در مورد وضعیت آینده) دارد.

کروگر، لاندیر و تسمار^۱ [۸] به بررسی اثر سوگیری طبقه‌بندی بر قیمت دارایی‌های مالی پرداختند. در این تحقیق آنها بیان نمودند که برخی فعالان بازار سرمایه تمایل به طبقه‌بندی ذهنی شرکت‌ها بر مبنای صنعت مورد فعالیت دارند. سرمایه‌گذارانی که تمرکز خود را بر مبنای این طبقه‌بندی اسمی صنعت^۲ قرار می‌دهند، اطلاعات بنیادی شرکت موردنظر را نادیده می‌گیرند. لذا این سرمایه‌گذاران با وجود این غیر مستدل که فعالیت یک شرکت کاملاً مشابه "سرفصل صنعت در SIC" است، در پیش‌بینی روند آینده سهام شرکت دچار اشتباه شده و موجب ارزش‌گذاری نادرست در قیمت سهام خواهد شد. روش آزمون این فرضیه بدین صورت انجام شده است: شرکت‌ها به دو گروه تقسیم‌بندی شده‌اند. گروه اول همان شرکت‌هایی هستند که توسط SEC در یک صنعت (کدهای SIC) قرار گرفته‌اند. اما گروه دوم شرکت‌هایی هستند که بر مبنای متغیرهای بنیادی و کسب و کار خود دارای ویژگی‌های مشابه با یکدیگر بوده و لذا در یک طبقه جای گرفته‌اند. سپس بازده این دو گروه، محاسبه شد. آن‌ها نشان دادند که در دوره کوتاه‌مدت (هفتگی) شرکت‌ها شدیداً همگام با صنعت اسمی خود حرکت کرده و با شرکت‌های مشابه از نظر متغیرهای بنیادی هم‌گرایی بسیار کمی دارند. اما در دوره‌های بلند‌مدت خلاف این الگو اثبات شده است. این حرکت معکوس در بلند‌مدت نشان‌دهنده این امر است که به دلیل عدم عقلانیت کامل، فعالان بازار در کوتاه‌مدت به اخبار صنعت (طبقه‌بندی SIC) واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند که این اشتباه در بلند‌مدت تصحیح می‌شود. جهت آزمون این فرضیه پرتفوی‌هایی بر مبنای صنعت اسمی و صنعت بنیادی تشکیل و بازده آن‌ها موردمحاسبه قرار گرفت. خرید پرتفوی هائی بر مبنای صنعت اسمی و فروش پرتفوی‌های بر مبنای متغیرهای بنیادی در کوتاه‌مدت به کسب بازدهی غیرعادی مثبت منجر خواهد شد اما در بلند‌مدت این استراتژی به کسب بازده غیرعادی منفی منتهی می‌شود.

1- Krüger, Landier, and Thesmar
2- Firm's official SIC industry

فتر^۱ (۱۹۹۸)[۶]، بامطالعه ۷۱۶ شرکت جدید الورود به بورس نیوزلند طی سالهای ۱۹۷۷-۱۹۹۲ ارتباط بین سود پیش‌بینی شده و ارزش شرکت و بازده غیرعادی سهام شرکت‌ها در مقطع عرضه اولیه بررسی کرده و به این نتیجه رسید که پیش‌بینی‌های سود در ارتباط بالارزش شرکت‌های دارای عرضه اولیه سهام بوده و از سایر ابزارهایی مانند سود انباشته مؤثرتر است و بین خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی، رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

آکسو^۲ (۲۰۰۳)[۱]، به بررسی تأثیر اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و اطلاعات گذشته بر بازده غیرعادی در شرکت‌های فعال در بورس اوراق بهادار ترکیه پرداخته است. نمونه موردبررسی شامل ۸۶ شرکت بوده است که در خلال دوره ۱۴ ماه قبل از انتشار اطلاعات توسط بورس، بازده غیرعادی داشته‌اند. نتایج به دست آمده از تحقیق نشان می‌دهد که صورت‌های مالی منتشرشده محتوای اطلاعاتی دارد.

بارسولدی^۳ (۱۹۹۸)[۲]، رابطه بین تغییرات در نسبت سود به قیمت سهام با بازده اضافی را بررسی کرده است. در این تحقیق، با استفاده از اطلاعات شرکت‌های بورس کانادا، نشان داده شد که عکس‌العمل شدید نسبت به اطلاعات جدید به این مفهوم است که تغییرات در نسبت سود به قیمت سهام می‌تواند برای پیش‌بینی بازده آتی سهام استفاده شود. استراتژی سرمایه‌گذاری تحقیق این است که شرکتها بر مبنای تغییرات در نسبت‌های سود به قیمت سهام گزارش شده، مرتب شده و از بین شرکت‌هایی که بالاترین کاهش در نسبت سود به قیمت سهام را داشته‌اند، آن‌هایی انتخاب می‌شود که دارای بیشترین نسبت سود به قیمت سهام هستند. این استراتژی بر این امر استوار است که به احتمال زیاد، سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدید، مخصوصاً اطلاعات مربوط به سود، عکس‌العمل شدید نشان می‌دهند.

مرامور و پاهور^۴ (۲۰۰۱)[۱۰]، به بررسی رابطه بین نسبت‌های مالی و بازده غیرعادی پرداختند. در این تحقیق، رابطه بین متغیرها به شکل خطی و غیرخطی بررسی شد و اطلاعات موردنظر از بازارهای دو کشور آمریکا و ژاپن استخراج گردید و ارزیابی‌های مستقیم بازار از نرخ بازده و ریسک با استفاده از مدل CAPM، انجام گرفت. متغیر مستقل این تحقیق از نسبت مالی شامل نسبت بازده دارایی‌ها، حاشیه سود، نسبت فروش به دارائی‌های ثابت، نسبت فروش به دارائی‌ها، نسبت جاری، نسبت گردش مطالبات، نسبت گردش موجودی کالا، نسبت پوشش

1- Firth

2- Aksu

3- Bartholdy

4- Mramor&Pahor

بهره، نسبت بدھی به دارایی، نسبت حقوق صاحبان سهام به دارایی‌ها بوده است. نتایج نشان‌دهنده آن است که بین بازده غیرعادی و نسبت‌های بررسی شده رابطه خطی و غیرخطی وجود دارد. شدت و نوع این رابطه به نوع صنعت بررسی شده وابسته است و از کشوری به کشور دیگر متفاوت است.

جهان خانی و رحیمی (۱۳۷۴) [۱]، ۶۷ شرکت را بر اساس ضریب P/E موردنظری قراردادند. به ترتیبی که پرتفوی شماره یک مشکل از شرکت‌های با کمترین ضریب P/E و پرتفوی آخر مشکل از شرکت‌های با بالاترین ضریب P/E بود. نتایج حاکی از آن بود که سهام با ضریب P/E پائین، بازدهی بیشتری نسبت به سهام با ضریب P/E بالا ایجاد می‌نماید.

ثقفی و سلیمی (۱۳۸۴) [۲] به بررسی رابطه بین برخی متغیرهای بنیادی حسابداری و بازده سهام پرداخته و مدلی برای پیش‌بینی ارائه کرده است. داده‌های پژوهش ترکیبی از متغیرهای مالی و غیرمالی ۵۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در خلال ۵ سال اخیر است. متغیرهای پژوهش دربرگیرنده تغییرات در سودآوری، دارایی‌ها و نوع گزارش حسابرس مستقل است. تغییر در هر یک از متغیرهای گزینشی برای هر شرکت در هرسال به علاوه خوب (بد) طبقه‌بندی و امتیاز یک(صفر) به آن‌ها اختصاص یافته است. مجموعه امتیاز اکتسابی هر شرکت (بیشتر از ۹امتیاز) وضعیت قوت شرکت را نشان می‌دهد. نتیجه پژوهش نشان داد که تغییر در سودآوری (ΔE) و تغییر در جمع دارایی‌ها ($\Delta Assets$) با بازده غیرعادی سهام رابطه معنی‌داری دارد و درمجموع ۴۸ درصد از تغییرات بازده غیرعادی را توضیح می‌دهند. دراین‌بنین، بیشترین ضریب را متغیر تغییرات سودآوری دارد. رقم سود به عنوان برآیند همه تلاش‌های بالفعل شرکت همیشه مورد توجه سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران و رشد آن محرك قیمت سهام بوده است. هم‌چنین بهمنظور بهبود مدل ارائه شده، اثر تورم در سال‌های انتخابی نشان داد که در دوره‌های مالی با تورم بالا، ضریب تعدیل شده همبستگی از ۴۸ درصد به ۵۹ درصد افزایش یافت، ولی در دوره‌های مالی با تورم پایین، میزان همبستگی تغییر با اهمیتی نداشته است.

پور حیدری و عطارد (۱۳۸۷) [۳] به بررسی ارتباط تحلیل‌های بنیادی و بازده غیرعادی سهام در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۷۹ تا پایان ۱۳۸۰ پرداختند. متغیرهای بنیادی موردنظری با توجه به داده‌های حسابداری و مالی، شامل موجودی کالا، حساب‌های دریافتی، مخارج سرمایه‌ای، حاشیه سود ناخالص، بهره‌وری نیروی کار، هزینه‌های اداری و فروش، نرخ مؤثر مالیات، کیفیت حسابرسی و هزینه‌های مالی است. نتایج حاصل، بیانگر آن است که متغیرهای بنیادی، اطلاعات درخور توجیهی درباره بازده‌های آتی ارائه نمی‌دهد.

روش‌شناسی

تحقیق حاضر از نوع تحقیقات پس رویدادی است که بر مبنای روش مطالعه پرتفوی (Portfolio Study) شده انجام شده است.

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: مطابق سوگیری نماگری؛ در افق میان‌مدت، پرتفوی مومنtom مبتنی بر متغیرهای بنیادی حسابداری، بازده غیرعادی مثبت و معنی دار ایجاد می‌کند.

در مورد شکل‌گیری انتظارات سرمایه‌گذاران بر مبنای عملکرد شرکت در میان‌مدت، نتایج تحقیقات گذشته مبهم بوده است. مطالعات برخی از محققین به کسب بازدهی غیرعادی مثبت و معنی دار بر اساس استراتژی خرید سهام برنده و فروش سهام بازنده گذشته در میان‌مدت منتهی شده است و بیان داشته‌اند که بازار به اطلاعات در افق کوتاه‌مدت شرکت‌ها عکس‌العمل کمتر از اندازه نشان می‌دهند. درحالی که عده‌دیگری از محققین معتقد به فرا واکنشی سرمایه‌گذاران در افق زمانی میان‌مدت نسبت به روند بنیادی شرکت دارند.

فرضیه دوم: مطابق سوگیری نماگری؛ در افق بلندمدت، پرتفوی مومنtom مبتنی بر متغیرهای بنیادی حسابداری، بازده غیرعادی منفی و معنی دار ایجاد می‌کند.

اجماع نظریه‌پردازان مالی رفتاری نسبت به عملکرد بلندمدت شرکت به راین نظر استوار است که سرمایه‌گذاران، عملکرد بلندمدت تاریخی شرکت را به صورت یک‌رونده طبقه‌بندی کرده و در افق بلندمدت، خوش‌بینی بیش از حد یا بدینی بیش از اندازه به آن نشان می‌دهند، لذا این امر منجر به روند معکوس قیمت‌ها در بلندمدت خواهد شد.

فرضیه سوم: مطابق سوگیری نماگری؛ پرتفوی مومنtom مبتنی بر ثبات عملکرد، بازدهی غیرعادی منفی و معنی دار ایجاد می‌کند.

یک عملکرد باثبات موجب می‌شود سرمایه‌گذاران طبقه‌بندی‌های مشخص‌تری را در ذهن خود تشکیل دهند. لذا به آزمون این نظریه پرداخته خواهد شد که آیا عملکرد مالی باثبات در طول مقطع زمانی مشخص، موجب فرا واکنشی قیمت و در ادامه بازگشت قیمت خواهد شد؟ درواقع طبق سوگیری نماگری، زمانی که روند باثباتی از عملکرد حسابداری شرکت در تمام مقاطع زمانی مشاهده می‌شود، سرمایه‌گذاران به دلیل قرار دادن آن در طبقه‌بندی ذهنی خاصی (شرکت باثبات همیشه موفق، شرکت باثبات همواره ناموفق) به آن واکنش بیش از اندازه نشان خواهند داد و در ادامه این امر موجب برگشت قیمت‌ها در تمام مقاطع خواهد شد.

فرضیه چهارم: مطابق سوگیری نماگری؛ با انکا به یک دوره اطلاعات تأیید کننده یا مخالف روندهای گذشته، بین بازده پرتفوی‌های مشکل از شرکت‌های باثبات و بیثبات، تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

طبق سوگیری نماگری روند گذشته به شکل گیری انتظارات و نگرش‌های در سرمایه‌گذاران می‌انجامد که اثر اطلاعات آتی نیز بر مبنای روندهای گذشته سنجیده خواهد شد. سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی را که برخوردار از روند عملکردی باثبات هستند باور داشته و بنابراین در صورتی که اطلاعات آتی ناقض روند گذشته شرکت‌ها باشد، آن‌ها حاضر به تغییر به باورهای گذشته خود نبوده و به‌آرامی به این اطلاعات واکنش نشان می‌دهند.

اما شرکت‌هایی که دارای روند مشخصی در عملکرد گذشته خود نباشند، در صورتی که اطلاعات آینده سیگنال‌هایی متناقض با عملکرد گذشته این شرکت‌ها ارائه دهد، سرمایه‌گذاران به آن عکس العمل بیش از اندازه نشان خواهند داد.

در واقع، مطابق سوگیری نماگری، شرکت‌هایی که دارای عملکرد باثبات در گذشته بوده‌اند، موجب فرا واکنشی سرمایه‌گذاران خواهد شد، حال اگر اطلاعات دوره بعد تأیید کننده روند باثبات گذشته باشد، به مومتوم بازده منجر خواهد شد. اما اگر اطلاعاتی مخالف روند باثبات گذشته شرکت باشد، رفتار فرا واکنشی اصلاح خواهد شد و موجب برگشت قیمت‌ها می‌شود.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری مورد بررسی در تحقیق حاضر را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادران تهران طی دوره ۱۳۸۰-۱۳۹۰ تشکیل می‌دهد.

برای انجام محاسبات در افق میان‌مدت از اطلاعات فصلی شرکت‌ها برای دوره ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ استفاده خواهد شد و در نمونه موردنظر شرکت‌هایی لحاظ می‌گردد که برای حداقل ۷ فصل گذشته نسبت به فصل موردنظر دارای اطلاعات مالی منتشرشده باشند. (برای محاسبه نرخ رشد سالیانه با استفاده از داده‌های فصلی باید جمع متغیرهای حسابداری برای سال t (فصل ۵، ۶، ۷، ۸) را نسبت به مجموع فصول سال گذشته (t-1) (۱، ۲، ۳، ۴) سنجیده شود.

برای انجام محاسبات در افق زمانی بلندمدت از داده‌های سالیانه شرکت‌ها طی مهر و موم‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ استفاده شده و در نمونه موردنظر شرکت‌هایی لحاظ می‌گردد که ۵ سال گذشته محاسبات برای افق بلندمدت تاریخی) نسبت به سال موردنظر اطلاعات مالی در دسترس داشته باشند.

در نهایت، نمونه تحقیق با اعمال محدودیت‌های فوق، مشتمل بر ۸۱۰ شرکت - سال و ۲۴۰، ۲۳

شرکت - فصل است.

متغیرها و تعریف عملیاتی آنها

افق‌های زمانی موردنبررسی در این تحقیق: دوره ۱ ساله (متشكل از ۴ فصل متوالی^۱) و دوره ۵ ساله (با استفاده از داده‌های سالیانه) است.

با استفاده از پیشینه تحقیق بر اساس مدل چان، فرانکل و کوتاری (۲۰۰۳) متغیرهای حسابداری ذیل برای طبقه‌بندی استفاده می‌شود.

- ❖ فروش هر سهم^۲: در هر دوره مبلغ فروش به تعداد سهام شرکت در دوره مذکور تقسیم می‌شود.

- ❖ سود خالص هر سهم^۳: که بر حسب میزان دارائی در دوره مبنا هم مقیاس می‌شود.

- ❖ سود عملیاتی هر سهم^۴: که بر حسب میزان دارائی در دوره مبنا هم مقیاس می‌شود.

- ❖ بازده (RET): بازده ناشی از خرید و نگهداری یک دوره ۹، ۳، ۶ و ۱۲ ماهه از تاریخ تشکیل پرتفوی. تاریخ تشکیل پرتفوی برابر است با تاریخ سال مالی تقویمی بعلاوه یک وقفه ۶ ماهه (۳ ماهه) در ارائه صورت‌های مالی برای افق زمانی بلندمدت (کوتاه‌مدت).

- ❖ نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (B/M): ارزش بازاری (M) بر مبنای تاریخ آخرین روز معاملاتی در بازه زمانی بین پایان سال (فصل) تقویمی با یک وقفه ۶ ماهه برای محاسبات سالیانه و یک وقفه ۳ ماهه برای محاسبات فصلی، به دست آمده و ارزش دفتری (B) نیز از صورت‌های مالی حسابرسی شده هر سال استخراج شده است.

جدول ۱. روش محاسبه نرخ رشد متغیرهای حسابداری در دوره میان‌مدت و بلندمدت را نشان

می‌دهد:

1- Rolling

2- Sales Per share

3- Net Income Per share

4- Operating Income Per share

جدول ۱. متغیرهای بنیادی حسابداری

محاسبه نرخ رشد متغیرهای حسابداری	افق کوتاه‌مدت	افق بلندمدت
نرخ رشد فروش	$\frac{(S_t + S_{t-1} + S_{t-2} + S_{t-3}) - (S_{t-4} + S_{t-5} + S_{t-6} + S_{t-7})}{(S_{t-4} + S_{t-5} + S_{t-6} + S_{t-7})}$	$\frac{S_t - S_{t-5}}{S_{t-5}}$
نرخ رشد سود عملیاتی	$\frac{(OI_t + OI_{t-1} + OI_{t-2} + OI_{t-3}) - (OI_{t-4} + OI_{t-5} + OI_{t-6} + OI_{t-7})}{A_{t-4}}$	$\frac{OI_t - OI_{t-5}}{OI_{t-5}}$
نرخ رشد سود خالص	$\frac{(NI_t + NI_{t-1} + NI_{t-2} + NI_{t-3}) - (NI_{t-4} + NI_{t-5} + NI_{t-6} + NI_{t-7})}{A_{t-4}}$	$\frac{NI_t - NI_{t-5}}{NI_{t-5}}$

طرح تحقیق

در تحقیق حاضر از روند کوتاه‌مدت و بلندمدت سه متغیر حسابداری برای نشان دادن عوامل تأثیرگذار در شکل‌گیری طبقه‌بندی مشخص در ذهن سرمایه‌گذاران برای اتخاذ استراتژی‌های سرمایه‌گذاری استفاده شده است.

آزمون تعیین تأثیر روند گذشته متغیرهای حسابداری در استراتژی سرمایه‌گذاری

برای آزمون تأثیر روند عملکرد حسابداری شرکت‌ها بر استراتژی سرمایه‌گذاران، شرکت‌های نمونه بر مبنای نرخ رشد متغیرهای حسابداری (فروش، سود عملیاتی و سود خالص) در هر فصل (سال)، رتبه‌بندی می‌شوند. سپس ۳۰٪ بالای هر گروه به عنوان شرکت‌های "موفق" و ۳۰٪ پائین آن به عنوان شرکت‌های "ناموفق" طبقه‌بندی می‌شوند.

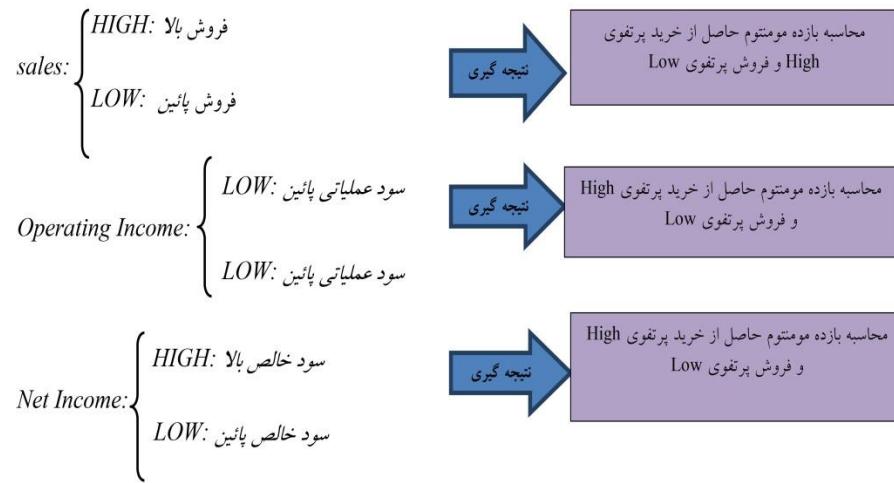
پس از آن اقدام به تشکیل پرتفوی نموده و سپس میانگین بازدهی پرتفوی‌های حاصل در دوره‌های نگهداری ۳ ماهه، ۶ ماهه، ۹ ماهه و ۱۲ ماهه محاسبه می‌شود. درنهایت آلفای جنسن را با مدل سه عاملی فاما-فرنج (که شامل صرف ریسک، اندازه و نسبت B/M است) برآورد می‌کنیم.

$$R_{it} = \beta_1 + \beta_2(R_{Mt} - R_{Ft}) + \beta_3SMB_t + \beta_4HML_t + \varepsilon_{it}$$

R_{it} : بازده پرتفوی i با وزن مساوی در زمان t (با یک وقفه ۱ فصلی برای آزمون داده‌ها

در میان‌مدت و یک وقفه ۶ ماهه برای آزمون داده‌ها در بلندمدت)

- R_{Ft} : نرخ بازده دارائی بدون ریسک در زمان t
- R_{Mt} : بازده پرتفوی موزون بازار (M) در زمان t
- SMB_t : تفاوت بازده پرتفوی مشکل از شرکت‌های بالرزش بازار کوچک^۱ نسبت به بازده پرتفوی مشکل از شرکت‌های بالرزش بازار بزرگ^۲
- HML_t : بازده پرتفوی مشکل از شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به حقوق صاحبان سهام (B/M) بالا از بازده پرتفوی مشکل از شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به حقوق صاحبان سهام (B/M) پائین در زمان t
- e_{it} جزء اخلال
- سپس برای کنترل مومنتوم بازده^۳، عامل چهارم، که تفاوت بازده پرتفوهای از شرکت‌های بازده بالا و بازده پائین در ۱۲ ماه گذشته بوده‌اند، را وارد مدل چهار عاملی می‌نماییم. بنابراین با کنترل عوامل اندازه، ارزش دفتری به بازار و مومنتوم بازار، معنی‌داری بازده غیرعادی حاصل سنجیده می‌شود.
- شیوه تشکیل پرتفوها به شکل زیر خواهد بود:



1- Small cap

2- Big cap

3- Return momentum

ماتریس پرتفوی‌های تشکیل شده، در جدول ۲ قابل مشاهده است:

جدول ۲. ماتریس پرتفوی‌های تشکیل شده

نام پرتفوی	RESULT
High sales	پرتفوی A R = R(A) - R(B)
Low sales	
High Operating income	پرتفوی A' R' = R(A') - R(B')
LOW Operating income	
High Net income	پرتفوی A'' = R(A'') - R(B'') "R
Net income LOW	

آزمون تأثیر عامل "ثبتات" در روند عملکرد تاریخی حسابداری شرکت‌ها بر رفتار آتی قیمت سهام و استراتژی معاملاتی سرمایه‌گذاران

برای تعیین عامل ثبات در این مرحله، نرخ رشد سالیانه (فصلی) تمامی شرکت‌های نمونه محاسبه شده و سپس میانه نرخ رشد سالیانه (فصلی) شرکت‌ها تعیین می‌شود. سپس شرکت‌ها بر مبنای میانه نرخ رشد طبقه‌بندی می‌شود. فصل مشترک شرکت‌هایی که در بالای میانه رشد قرار دارند و شرکت‌هایی که در پائین گروه میانه رشد قرار دارند و شرکت‌هایی که در طبقه شرکت‌های با ثبات جای می‌گیرند. همچنین فصل مشترک شرکت‌هایی که در پائین نرخ رشد حسابداری به عنوان شرکت‌های ناموفق قرار گرفته بودند، نیز در طبقه شرکت‌های با ثبات جای می‌گیرند. اما فصل مشترک شرکت‌هایی که در بالای گروه میانه رشد قرار دارند اما دریک سوم پائین نرخ رشد حسابداری به عنوان شرکت‌های ناموفق قرار گرفته بودند، در گروه شرکت‌های بی ثبات جای می‌گیرند. همچنین فصل مشترک شرکت‌هایی که در پائین گروه میانه رشد قرار دارند اما دریک سوم بالای نرخ رشد حسابداری به عنوان شرکت‌های موفق قرار گرفته بودند، در طبقه شرکت‌های بی ثبات جای می‌گیرند. سپس مابه التفاوت بازدهی بین خرید شرکت‌های با ثبات و فروش شرکت‌های بی ثبات در هر دوره ۱۲، ۹، ۶، ۳ ماه محاسبه شده و معنی‌داری بازده حاصل مورد آزمون قرار می‌گیرد.

آزمون تأثیر "اطلاعات موافق یا مخالف" روند حسابداری شرکت‌ها بر استراتژی معاملاتی سرمایه‌گذاران و رفتار قیمت سهام:

در این مرحله پس از تقسیم‌بندی شرکت‌ها به گروه با ثبات و بی ثبات، یک گام جلوتر

می‌نهیم و نرخ رشد یک دوره آتی شرکت‌ها را موردنبررسی قرار می‌دهیم. در این مرحله، به بازده اوراق بهادر بر مبنای نرخ رشد دوره آینده که تائید کننده یا مخالف روند ثبات (بی‌ثباتی) گذشته است، توجه می‌شود.

سیگنال مخالف در این آزمون، نرخ رشد متغیرهای موردنبررسی برای یک دوره (فصل، سال) آتی است که در جهت مخالف روند گذشته باشد. درواقع در این آزمون، سیگنال‌های مخالف بر اساس آزمون خارج از نمونه^۱ حاصل می‌شوند. نحوه تشکیل پرتفوی در این آزمون به شرح ذیل است:

شرکت‌های موفق، باثبات و با اطلاعات تائید کننده در یک پرتفوی قرار می‌گیرند. شرکت‌های ناموفق باثبات و با اطلاعات تائید کننده نیز در یک پرتفوی قرار می‌گیرند. سپس مابه التفاوت بازده حاصل از خرید و فروش دو پرتفوی فوق الذکر محاسبه می‌شود که پرتفوی ("A") نامیده می‌شود.

شرکت‌های موفق، بی‌ثبات و با اطلاعات تائید کننده در یک پرتفوی و شرکت‌های ناموفق بی‌ثبات و با اطلاعات تائید کننده نیز در یک پرتفوی قرار می‌گیرند. سپس مابه التفاوت بازده حاصل از خرید و فروش دو پرتفوی فوق الذکر محاسبه می‌شود که پرتفوی ("B") نامیده می‌شود. سپس بازده حاصل از خرید پرتفوی "A" و فروش پرتفوی "B" موردمحاسبه قرار می‌گیرد و معنی‌داری بازده غیرعادی به دست آمده از این استراتژی بررسی می‌شود.

شرکت‌های موفق، باثبات و با اطلاعات مخالف در یک پرتفوی و شرکت‌های ناموفق باثبات و با اطلاعات مخالف نیز در یک پرتفوی قرار می‌گیرند. سپس مابه التفاوت بازده حاصل از خرید و فروش دو پرتفوی فوق الذکر محاسبه می‌شود که پرتفوی ("AA") نامیده می‌شود.

شرکت‌های موفق، بی‌ثبات و با اطلاعات مخالف در یک پرتفوی قرار می‌گیرند. شرکت‌های ناموفق بی‌ثبات و با اطلاعات مخالف نیز در یک پرتفوی قرار می‌گیرند. سپس مابه التفاوت بازده حاصل از خرید و فروش دو پرتفوی فوق الذکر محاسبه می‌شود که پرتفوی ("BB") نامیده می‌شود. سپس بازده حاصل از خرید پرتفوی "AA" و فروش پرتفوی "BB" موردمحاسبه قرار می‌گیرد و معنی‌داری بازده غیرعادی از این استراتژی بررسی می‌شود.

یافته‌ها

جدول ۳ و ۴ آمار توصیفی متغیرهای سالیانه و فصلی را نشان می‌دهد.

جدول ۳. آمار توصیفی متغیرها (محاسبه داده‌های سالیانه)

MVAL	NI/Asset	OI/Asset	sales	RET	آماره
۱,۶۱۹	۰,۰۸	۰,۰۲-	۰,۲	۰,۳	میانگین
۱,۵۴۹	۰,۰۱-	۰,۰۳-	۰,۱۵	۰,۲۷	میانه
۲,۰۶۷	۰,۵۸	۰,۰۱	۰,۴۴	۰,۵۵	بزرگ‌ترین داده
۱,۲۰۷	۰,۰۶-	۰,۰۴-	۰,۰۴	۰,۰۹	کوچک‌ترین داده
۳۳۳,۰۸۲	۰,۲۵-	۰,۰۲	۰,۱۵	۰,۱۹	انحراف معیار
۰,۲۳	۱,۷۴	۰,۸	۰,۶۶	۰,۳	چولگی
۱,۶۳	۴,۱۱	۲,۲۵	۲,۰۶	۱,۵۲	کشیدگی
۰,۵۲	۳,۳۳	۰,۷۸	۰,۶۶	۰,۶۴	جارک - برا
۰,۷۷	۰,۱۹	۰,۶۸	۰,۷۲	۰,۷۳	احتمال آماره جارک - برا

برابر است با بازدهی میانگین سالانه شرکتها، $Sales$: نرخ رشد سالانه فروش (برای هر سهم) $OI/Asset$: نرخ رشد سالانه سود عملیاتی(برای هر سهم) تقسیم بر نرخ رشد سالانه دارائی(برای هر سهم) $NI/Asset$: نرخ رشد سالانه سود خالص(برای هر سهم) تقسیم بر نرخ رشد سالانه دارائی(برای هر سهم) B/M : نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، $MVAL$: ارزش بازار شرکت و برابر است با تاریخ آخرین روز معاملاتی پایان سال تقویمی با یک وقفه ۶ ماهه و ارزش دفتری (B) نیز از صورت‌های مالی حسابرسی شده هر سال استخراج شده است.

جدول ۴. آمار توصیفی متغیرها (محاسبه داده‌های فصلی)

MVAL	NI/Asset	OI/Asset	sales	RET	آماره
۱,۲۸۰	۰,۶۳	۰,۸۵	۰,۰۶۲	۰,۱۳۹	میانگین
۱,۳۱۰	۰,۷۵	۱,۰۵	۰	۰,۱۵	میانه
۱,۷۶۰	۱,۹۵	۳,۴۶	۰,۵۸	۰,۴۴	بزرگ‌ترین داده
۸,۴۴۰	۱,۵۹-	۴,۵۹-	۰,۲-	۰,۰۸-	کوچک‌ترین داده
۲,۳۸	۰,۷۲	۱,۰۸	۰,۱۹	۰,۱۲	انحراف معیار
۱,۰۸-	۱,۳۸-	۱,۹۶-	۱,۰۶۷	۰,۱۸۷	چولگی
۲,۲۱۳۴۱۱	۵,۵۲	۷,۸۵	۳,۵	۲,۴۱	کشیدگی
۰,۸۵۹۲۹۶	۱۸,۲۳	۵۰,۳۵	۶,۱	۰,۶۲	جارک - برا
۰,۶۵	۰,۰۰۰۱۱	۰	۰,۰۶	۰,۷۳	ارزش احتمال آماره جارک - برا

متغیر RET متوسط بازدهی ۴ فصل گذشته (به عبارتی بازدهی سال ۱۲ به ۱۱ بر مبنای ۴ فصل حاضر به ۴ فصل گذشته محاسبه شده است. نرخ رشد فصلی فروش (برای هر سهم) Sales: OI/Asset: نرخ رشد فصلی سود عملیاتی (برای هر سهم) تقسیم بر نرخ رشد فصلی دارائی (برای هر سهم) NI/Asset: نرخ رشد فصلی سود خالص (برای هر سهم) تقسیم بر نرخ رشد فصلی دارائی (برای هر سهم) B/M: نسبت ارزش دفتری به بازار، MVAL: ارزش بازار شرکت و برابر است با تاریخ آخرین روز معاملاتی پایان سال تعویمی با یک وقفه ۳ ماهه و ارزش دفتری (B) نیز از صورت‌های مالی حسابرسی شده هرسال استخراج شده است.

جدول ۵. تأثیر نرخ رشد تاریخی فصلی متغیرهای حسابداری بر بازده آتی سهام

آزمون فرضیه اول در افق فصلی: متغیر نرخ رشد سود خالص				آزمون فرضیه اول در افق فصلی: متغیر نرخ رشد سود عملیاتی				آزمون فرضیه اول در افق فصلی: متغیر نرخ رشد فروش				دوره کمهداری
آلفا در مدل عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنچ	بازده عادی	آلفا در مدل عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنچ	بازده عادی	آلفا در مدل عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنچ	بازده عادی				
۳,۶۳	۲,۵۴	۳,۹۴	۳,۱۷	۱,۷۲	۲,۸۷	۴,۱۹	۴,۱۳	۶,۰۶	۳			
۴,۵۶	۳,۴۷	۴,۶	۳,۸۱	۲,۴۷	۲,۸۳	***۶,۵	***۶,۸۵	۷,۸۷	۶			
۷,۸	**۷,۸۳	۷,۹۷	**۷,۶۵	۵,۱۲	۵,۴۲	*۱۱,۱۸	***۱۱,۱۳	۱۰,۶۴	۹			
***۱۳,۴۶	*۸,۶۴	۸,۵۷	**۸,۰۲	۴,۳۵	۴,۳۳	***۱۲,۵	***۱۲,۵۳	۱۱,۴	۱۲			

آزمون فرضیه اول

فرضیه اول در این تحقیق بیان می‌کند که "طبق سوگیری نماگری، در افق میانمدت، پرتفوی مومنتوم مبتنی بر متغیرهای بنیادی حسابداری، بازده غیرعادی مثبت و معنی‌داری ایجاد می‌کند." در جدول ۵ مابه التفاوت بازده پرتفوی شرکت‌های موفق و ناموفق بر مبنای نرخ رشد متغیرهای حسابداری در ۴ فصل گذشته نشان داده شده است. بازده‌ها بر مبنای استراتژی خرید میانگین موزون پرتفوئی از شرکت‌های موفق و فروش میانگین موزون پرتفوئی از شرکت‌های ناموفق محاسبه شده است.

طبق این فرضیه سرمایه‌گذاران به اطلاعات در افق میانمدت عکس العمل کمتر از اندازه نشان می‌دهند.

همان‌طور که در جداول فوق نشان داده شده است، شواهد قوی مبنی بر وجود بازدهی غیرعادی مثبت و معنی‌دار در استراتژی پرتفوی مومنتوم مبتنی بر نرخ رشد فصلی فروش در تمامی دوره‌های نگهداری ۹، ۶، ۳ و ۱۲ ماهه وجود دارد، اما شواهد، وجود بازدهی غیرعادی مثبت و معنی‌دار با توجه به متغیرهای رشد سود خالص و سود عملیاتی را تائید نمی‌کند.

آزمون فرضیه دوم:

فرضیه دوم در این تحقیق بیان می‌کند که "طبق سوگیری نماگری در افق بلندمدت، پرتفوی مومنتوم مبتنی بر متغیرهای بنیادی حسابداری، بازده غیرعادی منفی و معنی‌دار ایجاد خواهد نمود." جدول ۶، عملکرد مابه التفاوت بازده پرتفوی شرکت‌های موفق و ناموفق بر مبنای نرخ رشد متغیرهای حسابداری در ۵ سال گذشته را نشان می‌دهد. بازده‌ها بر مبنای استراتژی خرید میانگین موزون پرتفوئی از شرکت‌های موفق و فروش میانگین موزون پرتفوئی از شرکت‌های ناموفق محاسبه شده است.

همان‌طور که در جدول ۶ نشان داده شده است، شواهدی مبنی بر وجود بازدهی معکوس در خرید پرتفوی موفق و فروش پرتفوی ناموفق مبتنی بر نرخ رشد ۵ ساله متغیرهای حسابداری وجود ندارد. بازدهی غیرعادی بر مبنای استراتژی فوق در اکثر دوره‌های نگهداری ۹، ۶، ۳ و ۱۲ ماهه مثبت است، نه منفی. اگرچه طبق جداول ارائه شده، استراتژی مومنتوم مبتنی بر نرخ رشد ۵ ساله متغیرهای حسابداری در دوره‌های ۳ ماهه و ۶ ماهه منجر به بازدهی مثبت و معنی‌دار شده است که نشان‌دهنده استمرار روند عملکرد بلندمدت گذشته شرکت در بازدهی کوتاه‌مدت آتی آن دارد.

جدول ۶. تأثیر نرخ رشد تاریخی سالیانه متغیرهای حسابداری بر بازده آتی سهام

آزمون فرضیه دوم در افق سالیانه: متغیر نرخ رشد سود خالص			آزمون فرضیه دوم در افق سالیانه: متغیر نرخ رشد سود عملیاتی			آزمون فرضیه دوم در افق سالیانه: متغیر نرخ رشد فروش			دوره گاهداری
آلفا در مدل ۴ عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنچ	بازده عادی	آلفا در مدل ۴ عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنچ	بازده عادی	آلفا در مدل ۴ عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنچ	بازده عادی	
۱۸,۷۸	۲۱,۹۲	۹	۳۲,۵۲	۱۳,۳۸	۱۰,۳۳	۱۷,۲۸	۴,۸۵	۵,۵	۳
۷۸,۲۵	۱۴,۰۱	۱۰,۴۲	۳۹,۷۵	۱۴,۹۱	۱۳,۱۳	۲,۸۶	۱۰	۹,۷	۶
۴۰,۲	۹,۱	۱۶,۳۶	۷۲,۲۹	۱۱,۳	۱۵,۰۸	۵۷,۲۸	۱۱,۶۸	۱۷,۲	۹
۴۸,۶۱	۱۵,۱۷	۱۴,۵۸	۷۹,۷۵	۶,۹	۱۳,۸۴	۵۷,۶۳	-۰,۲۵	۱۷,۳	۱۲

آزمون فرضیه سوم:

آزمون فرضیه سوم، در مورد تأثیر عملکرد ثبات بنیادی شرکت‌ها در پیش‌بینی پذیری بازدهی سهام شرکت‌ها است.

برای تعیین عامل ثبات در این مرحله، نرخ رشد سالیانه (فصلی) تمامی شرکت‌های نمونه و سپس میانه نرخ رشد سالیانه (فصلی) شرکت‌ها محاسبه شده است. سپس شرکت‌ها بر مبنای میانه نرخ رشد طبقه‌بندی می‌شود. فصل مشترک شرکت‌هایی که در بالای میانه رشد قرار دارند و شرکت‌هایی که دریک سوم بالای نرخ رشد حسابداری به عنوان شرکت‌های موفق قرار گرفته بودند، در طبقه شرکت‌های باثبات جای می‌گیرند. همچنین فصل مشترک شرکت‌های باثبات جای می‌گیرند. اما فصل مشترک شرکت‌هایی که در بالای گروه میانه رشد قرار دارند اما دریک سوم پائین نرخ رشد حسابداری به عنوان شرکت‌های ناموفق قرار گرفته بودند، در گروه شرکت‌های بی‌ثبات جای می‌گیرند. همچنین فصل مشترک شرکت‌هایی که در پائین گروه میانه رشد قرار دارند اما دریک سوم بالای نرخ رشد حسابداری به عنوان شرکت‌های موفق قرار گرفته بودند، در طبقه شرکت‌های بی‌ثبات جای می‌گیرند. سپس مابه التفاوت بازدهی بین خرید شرکت‌های باثبات و فروش شرکت‌های بی‌ثبات در دوره نگهداری ^{۳،۶،۹،۱۲} ماهه محاسبه شده و معنی داری بازده حاصل موردن آزمون قرار گرفته است.

این انتظار وجود دارد که طبق پیشینه تحقیق، عملکرد باثبات مالی به مومنتوم کمتر و بازگشت بازده بیشتر نسبت به عملکرد بی‌ثبات مالی منجر شود.

جدول ۱-۷. آزمون تأثیر ثبات در نرخ رشد تاریخی فصلی متغیرهای حسابداری بر بازده آتی سهام

جدول ۲-۷. آزمون تأثیر ثبات در نرخ رشد تاریخی فصلی متغیرهای حسابداری بر بازده آتی سهام

آزمون فرضیه سوم در افق سالیانه: متغیر نرخ رشد سود خالص				آزمون فرضیه سوم در افق سالیانه: متغیر نرخ رشد سود عملیاتی				آزمون فرضیه سوم در افق سالیانه: متغیر نرخ رشد فروش				دوره نگهداری
آلفا در مدل ۴ عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنچ	بازده عادی	آلفا در مدل ۴ عاملی	آلفا در مدل ۴ عاملی	بازده عادی	آلفا در مدل ۴ عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنچ	بازده عادی				
۳۲,۴۷	۱,۱	۱,۳۱	-۱۶,۳۵	-۱,۳۶	-۲,۷۵	۳,۲۹	۰,۵۱	۳,۶۸	۳			
۲۰۳,۲	۱۴,۱	۱۷,۵۴	-۵۱,۹۳	۴,۹۶	۳,۰۸	۲	۲,۳۳	۱,۷۲	۶			
NA	۱۰,۳۹	۶,۹۶	NA	۳,۵	۵,۱	-۲,۲۸	۰,۴۵	۰,۲۶	۹			
NA	NA	۲۴,۴۲	NA	۱۸,۷	۱۷,۴۵	۲,۸	۰,۸۶	۰,۹	۱۲			

آزمون فرضیه چهارم

فرضیه دیگری که می‌توان در مورد تأثیر عامل ثبات در روند قیمت اوراق بهادار بررسی نمود، ارزیابی بازدهی سهام با شناسایی یک دوره تائید کننده یا مخالف عملکرد با ثبات (بی‌ثبات) گذشته است. در این مرحله پس از تقسیم‌بندی شرکت‌ها به گروه با ثبات و بی‌ثبات، یک گام جلوتر می‌نهیم و نرخ رشد یک دوره آتی شرکت‌ها را موردنبررسی قرار می‌دهیم. درواقع برای تأثیر ثبات در قیمت اوراق بهادار، به بازده اوراق بهادار با توجه به نرخ رشد دوره آینده که تائید کننده یا مخالف روند ثبات (بی‌ثباتی) گذشته است، توجه می‌شود. سیگنال مخالف در این آزمون، نرخ رشد مالی سال (فصل) آتی است که در جهت مخالف روند گذشته شرکت باشد.

طبق تحقیقات گذشته، انتظار داریم که مشاهده سیگنال آتی مخالف روند گذشته در شرکت‌های با ثبات به بازگشت بازدهی منجر شود، زیرا سرمایه‌گذاران باورهای خود را در مورد یافته‌های با ثبات ذهنی خود به‌آرامی تغییر می‌دهند. بنابراین، اگر سیگنال آینده، تائید کننده باورهای ذهنی سرمایه‌گذاران باشد، اثر مشبت کمتری خواهد داشت، اما اگر سیگنال نرخ رشد حسابداری آینده شرکت‌ها مغایر با روند گذشته آن‌ها باشد منجر به بازگشت بازدهی خواهد شد. درواقع، انتظار داریم که یک دوره آتی عملکرد تائید کننده در شرکت‌های با ثبات، منجر به مومنتوم کمتر شود زیرا اطلاعات جدید منطبق با ساختار شکل‌گرفته ذهنی سرمایه‌گذاران در مورد شرکت‌های با ثبات است. همچنین انتظار می‌رود که پس از یک دوره اطلاعات مخالف روند گذشته شرکت‌های با ثبات، شاهد بازگشت بازدهی در تمامی افق‌های زمانی شویم، زیرا سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید که مخالف روند گذشته ثبات شرکت است مقاومت می‌کنند و تمایل ندارند که باور کنند که روند گذشته در آینده ادامه نخواهد یافت و طبقه‌بندی ذهنی آن‌ها اشتباه بوده است.

شرایط فوق، برای شرکت‌های با نرخ رشد بی‌ثبات، برعکس است. بدین صورت که، سرمایه‌گذاران اطمینان کمتری نسبت به روند گذشته نرخ رشد شرکت‌های بی‌ثبات دارند و بنابراین نسبت به سیگنال‌های مخالف آمادگی بیشتری دارند. اما از طرف دیگر، نسبت به سیگنالی که تائید کننده روند بی‌ثبات شرکت باشد، مشکوک بوده و لذا عکس‌عمل کمتر از حد ۱ به آن نشان می‌دهند.

جداول ۱-۸ و ۲-۸ نتایج حاصل از تأثیر اطلاعات آتی تائید کننده روند گذشته میان مدت و بلندمدت بر بازده آتی سهام را نشان می دهد.

جدول ۱-۸ آزمون تأثیر اطلاعات تائید کننده روند میان‌مدت متغیرهای حسابداری بر بازده آتی سهام

جدول ۸-۲ آزمون تأثیر اطلاعات تائید کننده روند سالیانه متغیرهای حسابداری بر بازده آتی سهام

آزمون فرضیه چهارم در افق سالیانه: متغیر نرخ رشد سود خالص				آزمون فرضیه چهارم در افق فصلی: نرخ رشد سود عملیاتی				آزمون فرضیه چهارم در افق فصلی: متغیر نرخ رشد فروش			
بازدۀ عادی فاما - فرنچ عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنچ عاملی	بازدۀ عادی	آلفا در مدل عاملی	بازدۀ عادی فاما - فرنچ عاملی	آلفا در مدل عاملی	بازدۀ عادی فاما - فرنچ عاملی	آلفا در مدل عادی				
NA	NA	-۱۲۲,۳۹	NA	NA	-۴,۱۵	NA	۷۰,۱۸ ۶,۲۷				

طبق نظریات مالی رفتاری، بازدۀ ناشی از استراتژی مومنتوم مبتنی بر اطلاعات تائید کننده روند پایبات سالیانه گذشته شرکت، باید مثبت باشد که طبق جداول بالا در هیچ‌کدام از متغیرهای حسابداری معنی داری بازدۀ غیرعادی تائید نشد.

طبق پیش‌بینی فرضیه چهارم - الف، تفاوت بازده خرید پرتفوی با ثبات و فروش پرتفوی بی‌ثبات پس از یک دوره اطلاعات تائید کننده در تمامی افق‌های زمانی (فصلی و سالیانه) باید مثبت باشد، اما شواهدی مبنی بر این امر یافت نشد.

جدول ۹-۱ و ۹-۲ نتایج حاصل از تأثیر اطلاعات آتی مخالف روند گذشته میان‌مدت و بلندمدت بر بازده آتی سهام را نشان می‌دهد.

جدول ۹-۱. آزمون تأثیر اطلاعات مخالف روند نرخ رشد تاریخی فصلی متغیرهای حسابداری بر بازده آتی سهام

آزمون فرضیه چهارم در افق فصلی: متغیر نرخ رشد فروش		آزمون فرضیه چهارم در افق فصلی: متغیر نرخ رشد سود عاملیاتی		آزمون فرضیه چهارم در افق فصلی: متغیر نرخ رشد سود خالص		آزمون فرضیه چهارم در افق فصلی: متغیر نرخ رشد عادی		آزمون فرضیه چهارم در افق فصلی: متغیر نرخ فاما - فرنچ		آزمون فرضیه چهارم در افق فصلی: متغیر نرخ بازده عادی		نتیجه گیری
آلفا در مدل عاملی ۴	آلفا در مدل فاما - فرنچ	آلفا در مدل عادی	آلفا در مدل فاما - فرنچ	آلفا در مدل عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنچ	آلفا در مدل عادی	آلفا در مدل فاما - فرنچ	آلفا در مدل عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنچ	آلفا در مدل عادی	آلفا در مدل فاما - فرنچ	
-۱۷,۷۸	-۳,۴۸	۰,۶۵	-۲۳,۲۶	-۵,۸۶	-۴,۱۹	-۲,۲۵	-۱,۹۹	-۱,۹				

طبق نظریات مالی رفتاری، بازده ناشی از استراتژی مومنتوم مبتنی بر اطلاعات مخالف روند با ثبات فصلی گذشته شرکت، باید منفی باشد که طبق جداول بالا در هیچ‌کدام از متغیرهای حسابداری معنی‌داری بازده غیر‌عادی منفی تائید نشد.

جدول ۹- آزمون تأثیر اطلاعات مخالف روند نرخ رشد تاریخی سالیانه متغیرهای حسابداری بر بازده آتی سهام

آزمون فرضیه چهارم در افق سالیانه: متغیر نرخ رشد سود عملیاتی								
آزمون فرضیه چهارم در افق سالیانه: متغیر نرخ رشد سود خالص			آزمون فرضیه چهارم در افق سالیانه: متغیر نرخ رشد فروش			آزمون فرضیه چهارم در افق سالیانه: متغیر نرخ رشد فروش		
آلفا در مدل ۴ عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنج	بازده عادی	آلفا در مدل ۴ عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنج	بازده عادی	آلفا در مدل ۴ عاملی	آلفا در مدل فاما - فرنج	بازده عادی
NA	۰,۹	۱۷,۳	NA	***-۲۹۸,۱۶	۵,۳۹	NA	***-۵۵	-۲۰,۲۴
طبق نظریات مالی رفتاری، تفاوت شرکت‌های باثبتات و بی‌ثبتات پس از یک دوره اطلاعات مخالف روند باثبتات سالیانه گذشته باید منفی باشد که این امر در مورد متغیرهای نرخ رشد فروش و نرخ رشد سود عملیاتی صدق می‌کند و از نظر آماری معنی‌دار نیز است. همان‌طور که در جدول بالا مشاهده می‌شود، تفاوت بازدهی در مورد نرخ رشد سود خالص ارائه نشده است، این امر به دلیل محدود بودن داده‌ها بوده است که در برخی از دوره‌ها شرکت‌هایی باثبتات و یا بی‌ثبتات که همچنین ۱ سال آینده‌شان اطلاعاتی مخالف روند گذشته آن‌ها باشد وجود نداشته‌اند لذا در برخی سال‌ها تفاوت بازدهی بین شرکت‌های باثبتات و بی‌ثبتات نداشته‌ایم.								

نتیجه‌گیری

طبق پیش‌بینی فرضیه چهارم - ب، تفاوت بازده خرید پرتفوی باثبات و فروش پرتفوی بی‌ثبات پس از یک دوره اطلاعات مخالف در تمامی افق‌های زمانی (فصلی و سالیانه) باید منفی باشد، زیرا سرمایه‌گذاران به سختی می‌توانند باورهای شکل‌گرفته خود را تغییر دهند. درواقع این امر بدان معنا است که سرمایه‌گذاران به اطلاعات مخالف عملکرد باثبات شرکت، عکس العمل بیشتر از اندازه نشان می‌دهند. طبق جدول نتایج به دست آمده این استراتژی در افق بلندمدت در مورد نرخ رشد فروش و نرخ رشد سود عملیاتی صادق است اما به دلیل کمبود مشاهدات از نظر آماری محکم نیست.

بررسی تطبیقی یافته‌ها

فرضیه اول در این تحقیق بیان می‌کند که "طبق سوگیری نماگری، در افق میان‌مدت، پرتفوی مومنتوم مبتنی بر متغیرهای بنیادی حسابداری، بازده غیرعادی مثبت و معنی‌داری ایجاد می‌کند." که در تحقیق حاضر، این فرضیه مورد تائید قرار گرفت.

طبق این فرضیه سرمایه‌گذاران به اطلاعات در افق کوتاه‌مدت عکس العمل کمتر از اندازه نشان خواهند داد. نتیجه تحقیق حاضر منطبق با نتایج تحقیقات لاکونیشکوک (۱۹۹۴) است.^۱ لاکونیشکوک (۱۹۹۴) به این نتیجه رسید که طبقه‌بندی شرکت‌ها بر مبنای نرخ رشد فروش گذشته شرکت، قادر به کسب بازدهی غیرعادی مثبت و معنی‌دار در کوتاه‌مدت خواهد بود. تحقیق کروگر و همکاران (۲۰۱۲) حاکی از آن بوده است که طبق سوگیری نماگری، خرید پرتفوی‌هایی بر مبنای عملکرد صنعت اسمی شرکت (طبقه‌بندی شرکتها در صنعت مندرج در سازمان بورس اوراق بهادار) و فروش پرتفوی‌هایی بر مبنای متغیرهای بنیادی شرکت) در کوتاه‌مدت به کسب بازدهی غیرعادی و مثبت مندرج خواهد شد. مطالعات جیگادیش و تیت من (۱۹۹۳) نیز مؤید وجود بازدهی مثبت و معنی‌دار بر مبنای طبقه‌بندی شرکتها بر اساس بازدهی گذشته است.

اگرچه طبق تحقیق کنراد و همکاران (۱۹۸۹) در بازه‌های کوتاه‌مدت شواهدی مبني بازگشت بازدهی به میانگین و کسب بازدهی غیرعادی منفی و معنی‌دار بر مبنای طبقه‌بندی شرکتها بر اساس بازدهی گذشته وجود داشته است.

فرضیه دوم در این تحقیق بیان می‌کند که "طبق سوگیری نماگری در افق بلندمدت، پرتفوی مومنتوم مبتنی بر متغیرهای بنیادی حسابداری، بازده غیرعادی منفی و معنی‌دار ایجاد خواهد

۱- Total sales

نمود." که در این تحقیق مورد تائید قرار نگرفت.

همان‌طور که در جداول فصل چهار نشان داده شده است، شواهدی مبنی بر وجود بازدهی معکوس در خرید پرتفوی موفق و فروش پرتفوی ناموفق مبنی بر نرخ رشد ۵ ساله متغیرهای حسابداری وجود ندارد. بازدهی غیرعادی بر مبنای استراتژی فوق در اکثر دوره‌های نگهداری ۳، ۶، ۹ و ۱۲ ماهه مثبت است، نه منفی. اگرچه طبق جداول ارائه شده، استراتژی مومنتوم مبنی بر نرخ رشد ۵ ساله متغیرهای حسابداری در دوره‌های ۳ ماهه و ۶ ماهه منجر به بازدهی مثبت و معنی‌دار شده است که نشان‌دهنده استمرار روند عملکرد بلندمدت گذشته شرکت در بازدهی کوتاه‌مدت آتی آن دارد.

نتیجه این نتیجه مطابق با تحقیق چان، فرانکل و کوتاری (۲۰۰۳) است. آن‌ها با تشکیل پرتفوی‌هایی مبنی بر نرخ رشد عوامل حسابداری سعی بر آزمون پیش‌بینی پذیر بودن بازده سهام در افق کوتاه‌مدت و بلندمدت داشتند. تحقیق حاکی از آن بود که پرتفوی مبنی بر متغیرهای بنیادی حسابداری، در بلندمدت بازده معنی‌داری ایجاد نخواهد نمود.

نتیجه تحقیق حاضر مخالف دی‌بونت و تالر (۱۹۸۵) است. آن‌ها نشان دادند که تشکیل پرتفوی هائی بر مبنای بازدهی سهام گذشته، منجر به کسب بازدهی غیرعادی منفی در بلندمدت خواهد شد. اگرچه تحقیق دی‌بونت و تالر توسط زروین (۱۹۸۹) به چالش کشیده شد. وی اظهار داشت که اگرچه در مطالعات دی‌بونت و تالر پرتفوی ناموفق در دوره آزمون بازده غیرعادی داشته و بازده غیرعادی پرتفوی ناموفق بیشتر از پرتفوی موفق بوده است ولی این اختلاف ناشی از اثر اندازه بوده است. وی مطالعات دی‌بونت و تالر را مجددًا تکرار نمود و به این نتیجه رسید که وقتی عامل اندازه در آزمون کنترل می‌شود اختلاف عملکرد بین پرتفوی‌های موفق و ناموفق محروم شود.

فرضیه سوم یعنی "پرتفوی مومنتوم مبنی بر ثبات عملکرد، بازدهی غیرعادی منفی و معنی‌دار ایجاد خواهد نمود." در این تحقیق مورد تائید قرار نگرفت. این نتیجه نیز در جهت نتایج تحقیق چان، فرانکل و کوتاری (۲۰۰۳) است. آن‌ها در تحقیق خود تأثیر عامل ثبات عملکرد شرکت‌ها بر الگوی بازده سهام بررسی نمودند و به این نتیجه رسیدند که شواهد بسیار ضعیفی وجود دارد که ثبات عملکرد گذشته قادر به بهبود پیش‌بینی بازده آتی سهام باشد.

فرضیه چهارم یعنی "در صورتی که یک دوره اطلاعات تائید کننده یا مخالف روندهای گذشته را مدنظر قرار دهیم، بین بازده پرتفوئی از شرکت‌های باثبات و بازده پرتفوئی از شرکت‌های بی‌ثبات، تفاوت معنی‌داری وجود دارد"

طبق پیش‌بینی فرضیه چهارم - الف، تفاوت بازده خرید پرتفوی باثبات و فروش پرتفوی بی‌ثبات

پس از یک دوره اطلاعات تائید کننده در تمامی افق‌های زمانی (فصلی و سالیانه) باید مثبت باشد، اما شواهدی مبنی بر این امر یافت نشد. اما طبق نتیجه تحقیق نیکو مرام و همکاران (۱۳۹۲) سهامی که در گذشته روند قوی داشته‌اند (بر مبنای بازدهی گذشته) و اخیراً اخبار خوب دریافت کرده‌اند، بیشتر از اندازه واقعی ارزشیابی می‌شوند و منجر به کسب بازدهی مثبت و معنی‌دار شده است.

طبق پیش‌بینی فرضیه چهارم-ب، تفاوت بازده خرید پرتفوی با ثبات و فروش پرتفوی بی‌ثبات پس از یک دوره اطلاعات مخالف در تمامی افق‌های زمانی (فصلی و سالیانه) باید منفی باشد، زیرا سرمایه‌گذاران به سختی می‌توانند باورهای شکل‌گرفته خود را تغییر دهند. درواقع این امر بدان معنا است که سرمایه‌گذاران به اطلاعات مخالف عملکرد با ثبات شرکت، عکس العمل بیشتر از اندازه نشان می‌دهند. طبق جدول نتایج به دست آمده این استراتژی در افق بلندمدت در مورد نرخ رشد فروش و نرخ رشد سود عملیاتی صادق است اما به دلیل کمبود مشاهدات از نظر آماری محکم نیست.

نتیجه گیری

طبق تحقیقات گذشته، سوگیری نماگری هسته اصلی نظریات قیمت‌گذاری نادرست دارایی‌های مالی است. (دانیل، هرشلیفر، تئوه ۲۰۰۲) درواقع افراد به دلیل تمرکز بر شباهت‌های بین پدیده‌ها، آن‌ها را در طبقات ذهنی مشخصی جای می‌دهند. طبق این قاعده سرمایه‌گذاران تصور می‌کنند رویدادها و روندهای جدید تداوم خواهند یافت. درواقع زمانی که افراد یک پدیده غیرمنتظره در یک سری داده را خوب درک نمی‌کنند به سرعت و با تکیه بر داده‌های اندک در دسترس، مفروضاتی در مورد آن پدیده خلق می‌کنند و صرفاً با اتكا به نمونه‌های کوچک، به سرعت عمل می‌کنند.

در پیشینه تحقیق به تحقیقاتی پرداخته شد که سعی در ارائه شاخصی برای قابلیت پیش‌بینی بازدهی آتی سهام بر مبنای سوگیرهای رفتاری سرمایه‌گذاران داشته‌اند، مانند: روند بازدهی گذشته سهام، جریان نقدی عملیاتی شرکت، سود پیش‌بینی شده، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، تغییرات در نسبت سود به قیمت سهم، نسبت‌های مالی، سودهای غیرمنتظره، انتظارات تحلیل گران در مورد بازده آتی سهام بر مبنای معیارهای ذهنی آن‌ها و اثرات اندازه که درواقع تمامی این شاخص‌ها می‌توانند به عنوان معیارهای سرمایه‌گذاران برای شکل‌گیری طبقات مشخص ذهنی آن‌ها عنوان شود.

طبق نتیجه این تحقیق، بازدهی اضافی مثبت و معنی‌دار به دست آمده در کوتاه‌مدت قابل

توجهیه بر مبنای شاخص متغیرهای بنیادی حسابداری شرکتها (نرخ رشد فروش، نرخ رشد سود عملیاتی، نرخ رشد سود خالص) بوده است. اما در افق بلندمدت، پرتفوی مومنتوم مبتنی بر متغیرهای بنیادی حسابداری، بازده غیرعادی منفی و معنی دار ایجاد ننموده است و استفاده از متغیرهای بنیادی حسابداری در توضیح بازده غیرعادی بلندمدت شرکتها بی تأثیر بوده است. یکی از علل این امر را می توان ناشی از نوسانات زیاد و تغییرات روند متغیرهای کلان اقتصادی، کشور در دوره های کوتاه مدت دانست. که از آن جمله می توان تغییر رشد اقتصادی، نرخ تورم، نرخ برابری ارز و سیاست های کلان دولت اشاره نمود که تأثیر مستقیمی بر فروش، سود عملیاتی و سود خالص شرکتها خواهد داشت. از این رو، یکی از دلایل عدم همخوانی نتایج بررسی فصلی و ۵ ساله (بلندمدت) رامی توان توجیه نمود. همان طور که نشان داده شد، در بازه کوتاه مدت اثر تداوم روند بر بازدهی آتی معنی دار بوده است اما در بازه بلندمدت علیرغم وجود رابطه مثبت بین بازدهی غیرفرمال و روند گذشته شرکتها (برخلاف تحقیقات گذشته) معنی داری بازده غیرعادی رد شده است.

در نهایت می توان بیان نمود که سوگیری نماگری بر مبنای متغیرهای حسابداری در کوتاه مدت منجر به بازدهی مثبت و معنی دار شده است ولی در دورهای بلندمدت سوگیری نماگری فوق تأثیرگذار نبوده است و ممکن است شاخص های دیگری را که در طبقه بندی ذهنی سرمایه گذاران مؤثر هستند و یا متغیرهای اقتصادی در این رابطه توان توضیح دهنده باشند.

پیشنهاد برای تحقیقات آتی

در این مدل نرخ رشد سه متغیر حسابداری برای پیش بینی بازده آتی سهام در نظر گرفته شد. لذا می توان از سایر متغیرهای حسابداری مانند جریان نقدی عملیاتی شرکت برای لحاظ نمودن تأثیرات مخارج سرمایه ای، معیارهای ارزش افزوده اقتصادی^۱، ساختار سرمایه شرکت (استقراراض و انتشار سهام) برای ارزیابی تأثیر آنها بر قابلیت پیش بینی بازده آتی سهام استفاده نمود. همچنین پیشنهاد می شود اثر سود غیرمنتظره^۲ اعلامی به بازار بر بازدهی سهام نیز در تحقیقات آتی مورد توجه قرار گیرد.

1- Economic Value Added
2- Earning surprise effect

منابع و مأخذ

۱. رحیمی، علی (۱۳۷۴). "بررسی رابطه بین بازده سهام و ضریب P/E شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان‌نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی.
۲. تقی، علی و محمدجواد سلیمی (۱۳۸۴)، متغیرهای بنیادی حسابداری و بازده سهام، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره بیست و دوم، شماره دوم
۳. پور حیدری امید، عطارد حسن (۱۳۸۷)، بررسی تحلیل‌های بنیادی در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهشنامه اقتصادی، دوره ۸، شماره ۲ (ویژه‌نامه بازار سرمایه): ۱۵-۳۹
4. Aksu,H. (2003). "The effect of size, book-to-market ratio and prior distress information on the market reaction to troubled debt restructuring announcements," Graduate School of Business, Koc University
5. Bartholdy. J (1998). "Changes in earnings – price ratios and excess returns", International Review of Financial Analysis.
6. Barberis, N., Shleifer, A., Vishny, R., 1998, A model of investor sentiment, Journal of Financial Economics 49, 307-343
7. Chan, Frankel, et al. – 2004, Testing behavioral finance theories using trends and sequences in financial performance , Journal of Accounting and Economics
8. Daniel, K., Titman, S., 2001, Market reactions to tangible and intangible information, Northwestern University Working paper
9. Firth, M., (1998), "IPO profit forecasts and their role in signaling firm value and explaining post-listing returns". Applied financial Economics, pp. 29-39.
10. Jagadeesh, N., Titman, S., 1993, Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency, Journal of Finance 48, 65-91.
11. Krugger,P, Landier., A., and Thesmar,D., 2012, Categorization Bias in the Stock Market,Catolica Lisbon, school of business and economics
12. Lakonishok, J., Shleifer, A., Vishny, R., 1994, Contrarian investment, extrapolation, and risk, Journal of Finance 49, 1541-1578.
13. Maramor, Pahor (2001) . "liner versus non-linear relationships between financial ratios and stock returns", Review of Accounting and Finance.
14. Shleifer, A., 2000, Inefficient markets: An introduction to behavioral finance, Oxford University Press, Oxford, United Kingdom.
15. Sirri E., Tufano P., 1998, Costly search and mutual fund flows, Journal of Finance 53, 1589-1622.
16. Tversky, A., Kahneman, D., 1974, Judgement under uncertainty: Heuristics and biases, Science 185, 1124-1131