



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری
سال دهم / شماره چهارم / زمستان ۱۴۰۰

تأثیر مدیریت سود واقعی بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه: آزمون نقش تعدیلی نوسان‌های بیش از حد سهام

لیلا زمانیان فر

دانشجوی دکتری حسابداری، گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و اقتصاد، واحد علوم و تحقیقات، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران
l.zamaniafar@yahoo.com

بهمن بنی مهد

دانشیار گروه حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، واحد کرج، دانشگاه آزاد اسلامی، کرج، ایران (نویسنده مسئول)
dr.banimahd@gmail.com

زهرا دیان‌تی دیلمی

دانشیار گروه حسابداری، دانشکده علوم مالی، دانشگاه خوارزمی، تهران، ایران
dianati@khu.ac.ir

تاریخ دریافت: ۹۸/۰۶/۳۱ تاریخ پذیرش: ۹۸/۱۰/۱۸

چکیده

ادراک سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه، نه تنها بر تصمیم‌گیری فردی و تخصیص منابع پولی برای سرمایه‌گذاری بر روی سهام شرکت‌ها تأثیرگذار خواهد بود، بلکه بر کل بازار سرمایه نیز از آن تأثیر می‌پذیرند. وجود نامتقارن بودن ادراک‌های سرمایه‌گذاران بدلیل گستردگی معمولاً از یک معیار تأثیرپذیر نیستند اما در یک بخش بندی کلی می‌توان آن را ثمره ابعاد کلان اقتصادی و معیارهای سطح صنعت قلمداد نمود. هدف این پژوهش بررسی تأثیر مدیریت سود واقعی بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه با توجه به نقش تعدیلی نوسان‌های بیش از حد سهام می‌باشد. در این پژوهش تعداد ۱۰۲ شرکت بورس اوراق بهادار تهران که از طریق نمونه‌گیری حذف سیستماتیک انتخاب شده بودند در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ مورد بررسی قرار گرفتند. با توجه به دوجهی بودن سنجش متغیر وابسته این پژوهش یعنی ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران، از رگرسیون لوجستیک استفاده شد. نتایج نشان داد، مدیریت سود واقعی بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران تأثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین مشخص گردید، نوسان‌های بیش از حد سهام تأثیر مثبت مدیریت سود واقعی بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران را تشدید می‌کند.

واژه‌های کلیدی: مدیریت سود واقعی، ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران، نوسان‌های بیش از حد سهام.

۱- مقدمه

بیشتر نظریه‌های اقتصادی و مالی بر این فرض استوارند که سرمایه‌گذاران در زمان تصمیم‌گیری کاملاً عقلایی عمل می‌کنند (فارلین^۱، ۲۰۰۶؛ کیم و نوفسینگر^۲، ۲۰۰۸) که این فرض با نظریه «انسان اقتصادی عقلایی»^۳ منطبق است. سرمایه‌گذاران هنگام سرمایه‌گذاری تمام جوانب را در نظر می‌گیرند و عقلایی‌ترین تصمیم را به کار می‌بندند (بولهویس^۴، ۲۰۰۵). اما مشکل این است که مفهوم انسان عقلایی، مفهوم کاملاً روشن و بی‌ابهامی نیست و تصمیم‌گیری‌های انسان به طریقی از فرض‌های استاندارد علم اقتصاد منحرف می‌شود (گل‌رضی و ضیاچی، ۱۳۹۳). بیشتر تصمیم‌گیری‌ها مشکل هستند؛ چون عوامل روانی نیز در این فرآیند سهیم می‌باشند (موناها^۵، ۲۰۰۰). گاهی عواملی سبب بروز رفتار غیرعقلایی می‌شوند و چگونگی تصمیم‌گیری آن‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهند که این اتفاق نشان دهنده کارا نبودن بازارهای مالی است (توماس^۶، ۲۰۰۳). گاهی شرایطی به وجود می‌آید که امکان رفتار عقلایی را از تصمیم‌گیرنده سلب می‌کند. عوامل غیرعقلایی همچون احساسات (براندین و گوستافسون^۷، ۲۰۱۳)؛ فرهنگ (ساندالی و همکاران^۸، ۲۰۱۲)؛ تجربه و شخصیت (روبرتز و همکاران^۹، ۲۰۰۵)؛ هادسون و همکاران^{۱۰}، ۲۰۱۲) و جنسیت (بوگان و همکاران^{۱۱}، ۲۰۱۳) همگی از جمله عواملی هستند که تأثیر به‌سزایی در ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری سهامداران خواهند داشت. به عنوان یک رویکرد استراتژیک می‌توان انتظار داشت، از طریق شناسایی ویژگی‌های شخصیتی و انحرافات رفتاری سرمایه‌گذاران و ارائه برنامه‌هایی که تأثیر این انحرافات را در مالی رفتاری کاهش می‌دهد، میزان انحراف از تصمیمات بلندمدت را کاهش داد (جلیوند و همکاران، ۱۳۹۵). اما همیشه ادراک سرمایه‌گذاران تحت تأثیر ویژگی‌های فردی یا عرفی و اجتماعی قرار نمی‌گیرد، بلکه وجود تغییرات، شوک‌های بازار، ثبات یا عدم‌ثبات اقتصادی و تصمیم‌گیری مدیران شرکت‌ها نیز جزء عوامل مهمی هستند که می‌تواند باعث ایجاد نامتقارن شدن ادراک سرمایه‌گذاران شود. مدیریت سود به عنوان یکی از تصمیم‌های مدیریتی است که می‌تواند ضمن ایجاد گمراهی در تصمیم‌گیری باعث کاهش اعتماد در سطح سهامداران و حتی فراتر از آن جذابیت‌های سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه گردد. در واقع، رقم سود گزارش شده برای سرمایه‌گذاران مهم است و بر تصمیم‌های آنها تأثیر می‌گذارد، اما مدیران با توجه به انگیزه‌های خاص برای رسیدن به سودهای هدف از مدیریت فعالیت‌های واقعی برای دستکاری سودها استفاده می‌کنند. دستکاری سود به وسیله مدیریت می‌تواند بر اجزا سود شامل جز نقدی و جز تعهدی سود تأثیر گذاشته و باعث شود که سرمایه‌گذاران نتوانند درک و شناخت صحیحی از پیش‌بینی سود دوره آتی و ارزش‌گذاری سهام شرکت‌ها داشته باشند از آنجایی که بین سود و بازده رابطه مثبتی وجود دارد، بنابراین، بازده آتی و به دنبال آن ارزش‌گذاری سهام نیز تحت تأثیر تفسیر اشتباه سرمایه‌گذاران از محتوای سود قرار می‌گیرد که نتیجه آن وزن‌دهی اشتباه به اجزا سود (شامل جز نقدی و جز تعهدی) یا به عبارتی کج قیمت‌گذاری اجزا سود (شامل جز نقدی و جز تعهدی) توسط سرمایه‌گذاران خواهد بود (افلاطونی و نیکبخت، ۱۳۹۳). این موضوع زمانی می‌تواند باعث تشدید تصمیم‌گیری‌های سهامداران شود، که نوسانات بیش از اندازه‌ای بر بازار سهام حاکم باشد. در تحت این شرایط بر طبق پژوهش‌هایی همچون لوف^{۱۲} (۲۰۱۵) و چیورت^{۱۳} (۲۰۰۲) به دلیل ایجاد شکاف در بازده‌های موردانتظار سرمایه‌گذاران، شرکت‌ها تلاش می‌کنند برای جلوگیری از ایجاد

هیجانان در بازار رفتارهای کنترلی در سود ایجاد نمایند. رفتارهایی که با افزایش یا کاهش دستکاری در سود شاید بتواند در کوتاه‌مدت تسکینی بر بازار باشد، اما در بلندمدت باعث ایجاد ادراک‌های نامتقارن در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران خواهد شد. در واقع وجود نوسانات بیش از اندازه^{۱۴} باعث ایجاد معاملات اختلال‌زای^{۱۵} می‌گردد که این موضوع وقتی با مدیریت سود همراه باشد، توانایی پیش‌بینی بازده موردانتظار سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌ها را به شدت کاهش می‌دهد و باعث تفاوت‌های ادراکی در تصمیم‌گیری‌ها به دلیل وجود اطلاعات گمراه‌کننده خواهد شد. با توجه به توضیح‌های داده شده، هدف این پژوهش بررسی تأثیر مدیریت سود بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه با توجه به نقش تعدیلی نوسان‌های بیش از حد سهام می‌باشد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

۲-۱- نوسانات بیش از حد سهام

نوسانات سهام معمولاً در بازار سرمایه بدلیل ساختارهای اقتصادی و عدم نظارت‌های یکپارچه بر افشای اطلاعات معمولاً غیرقابل اجتناب و جزء لاینفک بازده‌های سهام سرمایه‌گذاران به خصوص در بازارهای سرمایه ساختارنیافته می‌باشد که باعث افزایش سطح ریسک‌پذیری سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه می‌شود (اسکندری، ۱۳۹۶). نوسان‌پذیری بازده سهام به دلیل اینکه بر نحوه عملکرد و ایجاد جذابیت‌های بازار سرمایه تأثیرگذار می‌باشد همواره به عنوان یکی از موضوعات بحث برانگیز مالی بوده است (لانگ^{۱۶}، ۲۰۰۸). سودمندی مطالعه نوسان‌پذیری بازده سهام از طرف سرمایه‌گذاران به این دلیل است که نوسان‌پذیری بازده سهام را معیاری از ریسک دانسته و سیاست‌گذاران بازار سرمایه نیز می‌توانند نوسان‌پذیری بازده سهام را ابزاری برای اندازه‌گیری میزان آسیب‌پذیری بازار سهام به شما آورند (حساس‌یگانه و همکاران، ۱۳۹۶). اصولاً سرمایه‌گذاران معتقدند که سود یکنواخت در مقایسه با سودهای دارای نوسان، پرداخت سود تقسیمی بالاتری را تضمین می‌کند. همچنین نوسان‌های سود به عنوان معیار مهم ریسک کلی شرکت قلمداد می‌گردد و واحدهای تجاری با سود هموارتر دارای ریسک کمتری هستند. نقش نوسانات بازده سهام در تصمیم‌های سرمایه‌گذاری به حدی است که هنگامی که شرکت‌ها برای ارزیابی طرح‌های سرمایه‌گذاری خود تصمیم‌گیری می‌کنند، هرگونه انحراف از میزان ارزش‌افزایی بازده به دلیل عدم‌قابلیت پیش‌بینی منافع حاصل از طرح سرمایه‌گذاری می‌تواند نوسانات نامتعارف و غیرقابل پیش‌بینی را به همراه داشته باشد. به عبارت دیگر شرکت‌ها بازده حاصل از سرمایه‌گذاری در زمان جاری را با منافع ناشی از به تأخیر انداختن سرمایه‌گذاری به آینده، یعنی زمانی که اطلاعات موردنیاز و یا شرایط کسب و کار ممکن است بهتر شود، مقایسه و برآورد می‌نمایند. با در نظر گرفتن منافع به تعویق انداختن، با امید به کسب بازده بیشتر، ممکن است شکاف بین بازده مورد انتظار با بازده واقعی زیاد شود و این موضوع باعث تغییرات بیش از اندازه قیمت سهام گردد (عاریف و همکاران^{۱۷}، ۲۰۱۶). در واقع نوسانات بازده سهام که نوعی اختلال‌زایی در روند سرمایه‌گذاری بازار سهام می‌باشد، موجب انحراف قیمت‌داری از ارزش‌های بنیادی، تحت عنوان ریسک

غیربنیادی می‌شوند. این اختلالات حداقل به دو دلیل زیر می‌توانند ریسک غیربنیادی را ایجاد نمایند که باعث افزایش بیش از حد نوسانات بازده سهام می‌شود:

- **الف) درک نادرست از بازده آتی:** اگر سرمایه‌گذاران و معامله‌گران در مورد بازده یک سهم بدبین^{۱۸} باشند، در نتیجه ارزش آن سهم با ریسک افول قیمت مواجه خواهد بود. حال اگر آربیتراژیست‌ها^{۱۹} اقدام به خرید این سهم نمایند، و بدبینی در بین معامله‌گران بیشتر شود، ضمن کاهش قیمت سهم میزان نوسانات بازده سهام نیز افزایش خواهد یافت، چراکه درک درستی از روند نزولی قیمت و بازده سهام در بازار سرمایه مبنی بر دخالت آربیتراژیست‌ها در بین سرمایه‌گذاران و معامله‌گران وجود ندارد (خانی و همکاران، ۱۳۹۳).
- **ب) تمایل احساساتی و گروهی سرمایه‌گذاران انفرادی^{۲۰}:** دو دیدگاه در مورد حرکت همزمان بازده سهام^{۲۱} وجود دارد. براساس دیدگاه متداول، قیمت جاری سهم، نشان دهنده ارزش فعلی جریان‌ات و جوه نقد آتی می‌باشد. بنابراین، همبستگی بین بازده دو سهم ناشی از همبستگی تغییر در ارزش بنیادی آن دو می‌باشد (رحمتی و همکاران، ۱۳۹۷). در این حالت اقدامات آربیتراژیست‌ها از شوک یا تغییر جهت تمایل سرمایه‌گذار به سمت گروهی از دارایی و تغییر ارزش غیربنیادی آن‌ها جلوگیری می‌نماید. در دیدگاه دوم اثرمتقابل سرمایه‌گذاران نسبت به وجود عدم‌تقارن‌های اطلاعاتی است که باعث می‌گردد با یک شایعه یا خبر بد اقدام به تصمیم احساسی برای فروش سهام خود نمایند. بنابراین علاوه بر تغییر در عوامل بنیادی، افزایش میزان وابستگی به اخبار نامتقارن منتشر شده باعث کاهش بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری‌ها می‌شود و این موضوع به ایجاد نوسانات بازده سهام بیشتر دامن می‌زند (چپاریلا و همکاران^{۲۲}، ۲۰۱۲).

۲-۲- ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران

پژوهش‌های زیادی در زمینه رفتار سرمایه‌گذاران و عواملی که ممکن است تصمیم‌گیری آن‌ها را تحت تأثیر قرار دهند، انجام شده است و به این نتیجه رسیده اند که اگر معامله‌گران می‌توانستند پرتفوی خود را به خوبی مدیریت کنند (یعنی با قیمت زیاد بفروشند و با کمترین قیمت خریداری کنند)، می‌توان ادعا کرد که رفتار عقلایی دارند (جلیلود و همکاران، ۱۳۹۵). با این وجود تحقیقات اخیر نشان دادند که اغلب سرمایه‌گذاران، حتی ماهرترین و آموزش دیده‌ترین 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، اعتمادبه‌نفس 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 (قوسی، ۱۳۹۸). لذا ناهمگونی و عدم‌تقارن در باورهای سرمایه‌گذاری معامله‌گران در بازار سرمایه، یعنی اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاران در بورس درباره قیمت سهام غالباً نامتجانس است و معمولاً دلیل

آن نبودتقارن اطلاعات و شفافیت‌های عملکردی در بازار سرمایه می‌باشد (ناگیل^{۲۳}، ۲۰۰۵). در گذشته برای قیمت‌گذاری اوراق بهادار از مدل‌هایی مانند مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای و مدل قیمت‌گذاری آربیتراژ 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 اختیاردارند، ممکن است این اطلاعات را به روش‌های مختلفی تفسیر یا استفاده کنند این کار ممکن است بر بازده سهام تأثیرگذار باشد (راعی و همکاران، ۱۳۹۰). 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 عقاید، باعث کاهش بازدهی آتی می‌شود. در تئوری دیگری، که ابتدا توسط ویلیام (۱۹۷۷) مطرح شد باورهای ناهمگن میان سرمایه‌گذاران باعث ایجاد عدم‌اطمینان 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 ژانگ^{۲۴}، ۲۰۱۳؛ جانوس و همکاران^{۲۵}، ۲۰۱۳؛ پنگ و همکاران^{۲۶}، ۲۰۱۶).

۲-۳- پیشینه پژوهش

شوم^{۲۷} (۲۰۱۹) پژوهشی تحت عنوان مدل سازی شرطی چولگی: ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران، محدودیت‌های فروش کوتاه مدت و انفعال بازار انجام دادند. در این پژوهش که در بازه زمانی ۲۰۰۴ تا ۲۰۱۶ انجام شده است نشان داد، باورهای ناهمگن و محدودیت‌های فروش کوتاه مدت تأثیر منفی بر مدل سازی شرطی چولگی در دوره‌های انفعال بازار دارند، که این موضوع می‌تواند ریسک سقوط قیمت سهام شرکت‌ها را به شدت تشدید نماید و باعث گردد تا انفعال بازار تقویت شود، اما در دوره‌های رشد بازار تأثیر منفی کاهش می‌یابد و باورهای ناهمگون به دلیل افزایش سطح عملکردهای اطلاعاتی شرکت‌های تقویت می‌شود. جی و همکاران^{۲۸} (۲۰۱۸) پژوهشی تحت عنوان اثر تعدیل‌کنندگی ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران و مدیران بر رابطه بین هزینه تبلیغات و ارزش شرکت انجام دادند. یافته‌های بررسی‌ها نشان داد که هزینه تبلیغات بر ارزش شرکت تأثیر مثبت و معناداری دارد. علاوه بر این، ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران و مدیران اثر منفی بر رابطه بین هزینه تبلیغات و ارزش شرکت دارد. لیائو^{۲۹} (۲۰۱۸) ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران نهادی بر بازده سهام را در بازار چین مطالعه نمود. نتایج پژوهش نشان داد، بین شدت تفاوت و نامتقارن بودن در عقاید سرمایه‌گذاران نهادی برای ایجاد سبب سهام با سودهای آن رابطه معنی‌داری وجود دارد. این رابطه در شرکت‌های کوچک بیشتر است و تأثیر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران نهادی بر بازده سهام در ماه جاری مثبت ولی در ماه‌های بعد به سمت منفی میل می‌نماید. ژو و نیو^{۳۰} (۲۰۱۶) به بررسی رابطه ادراک سرمایه‌گذار، اطلاعات حسابداری و قیمت سهام در

شرکت‌های چینی در بازه ۲۰۱۴-۲۰۰۲ پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان داد که ادراک سرمایه‌گذاران و اطلاعات حسابداری به طور همزمان بر قیمت سهام اثرگذار است و بین ادراک 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. فوکاوت و همکاران^{۳۱} (۲۰۱۱) پژوهشی تحت عنوان ادراک سرمایه‌گذاران حقیقی و نوسانات بازده سهام انجام دادند. در این پژوهش که در بازه زمانی ۲۰۰۶ تا ۲۰۱۰ انجام گرفت نتایج نشان داد، اگر معاملات سرمایه‌گذاران حقیقی تاثیر مثبت بر نوسانات بازده سهام داشته باشد، انتظار یک افت در نوسانات این دسته از سهام وجود خواهد داشت. قوسی (۱۳۹۸) پژوهشی تحت عنوان «تأثیر مدیریت سود واقعی بر محتوای اطلاعاتی سود با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران» انجام دادند. در این راستا از ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره مالی ۱۳۹۳-۱۳۸۸ استفاده گردید، شرکت‌های مورد بررسی متعلق به فعال بورس می‌باشد. در این مطالعه برای اندازه‌گیری مدیریت سود واقعی بر اساس تحقیقات روی چوداری (۲۰۰۶) از سه مدل: (۱) برآورد سطح عادی هزینه‌های اختیاری (با تمرکز بر هزینه‌های اداری، عمومی و فروش)، (۲) مدل برآورد سطح عادی هزینه‌های تولید و (۳) مدل برآورد سطح عادی جریان‌های نقدی عملیاتی استفاده شده است. برای آزمون فرضیات تحقیق از مدل رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد محتوای اطلاعاتی سود بر مدیریت سود واقعی در کل تاثیر منفی و معنی دار دارد، یعنی با افزایش مدیریت سود واقعی، محتوای اطلاعاتی سود کاهش می‌یابد. همچنین عدم تقارن اطلاعاتی بر محتوای اطلاعاتی سود تاثیر معنی‌داری دارد ولی مدیریت سود واقعی با عدم تقارن اطلاعاتی بر محتوای اطلاعاتی سود تاثیر ندارد. برادران حسن‌زاده و حشمت (۱۳۹۸) پژوهشی تحت عنوان بررسی تأثیر متمایز انحراف از فعالیت‌های واقعی و مدیریت واقعی سود در خطر سقوط قیمت سهام انجام دادند. در این پژوهش از طریق رگرسیون چندگانه تأثیر متمایز انحراف از فعالیت‌های واقعی و مدیریت واقعی سود در خطر سقوط قیمت سهام در دوره بعدی با روش مدیریت واقعی سود مطالعه شده است. نتایج نشان داد انحراف فعالیت‌های واقعی شرکت در مقایسه با میانگین صنعت مربوط به‌طورمستقیم، در خطر سقوط آتی قیمت سهام تأثیر دارد. در پژوهش حاضر مطابق با پژوهش‌های گانی (۲۰۱۰) و روی‌چوداری (۲۰۰۶) از رویکرد سال - شرکت‌های مظنون به مدیریت سود برای شناسایی شرکت‌هایی استفاده شد که انحراف از فعالیت‌های واقعی آن‌ها با هدف مدیریت واقعی سود بوده است. نتایج نشان داد شرکت‌های با مدیریت واقعی سود فزاینده، افزایش زیادی را در سقوط قیمت سهام خود در سال آینده تجربه می‌کنند. ودیعی نوقانی و ساعی (۱۳۹۸) پژوهشی تحت عنوان بررسی ارتباط بین اقلام تعهدی اختیاری خاص شرکت و بازده غیرعادی آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ با استفاده از داده‌های ترکیبی و تحلیل رگرسیون چندمتغیره مورد بررسی قرار گرفتند. یافته‌های پژوهش حاکی از آن است که بین اقلام تعهدی اختیاری خاص شرکت و بازده غیرعادی آتی شرکت رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. خانی و همکاران (۱۳۹۳) پژوهشی تحت عنوان مطالعه الگوی رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی و نوسانات بازده سهام انجام دادند. در این پژوهش تعداد ۷۷ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی

۱۳۸۹ تا ۱۳۹۰ مورد بررسی قرار گرفت. نتایج نشان داد رفتار سرمایه‌گذاران حقیقی بر نوسانات بازده سهام تاثیر معناداری دارد.

۳- روش شناسی پژوهش

۳-۱- روش پژوهش

تحقیق حاضر از نظر هدف، تحقیقی کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده از نوع تحقیقات نیمه تجربی پس رویدادی در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصاد سنجی انجام شده است. جامعه آماری مورد مطالعه در این پژوهش را شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۹۳ الی ۱۳۹۷ تشکیل می‌دهد و نمونه انتخابی تحقیق نیز شرکت‌هایی می‌باشند که مجموعه شرایط زیر را دارا باشند:

- ۱) شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۹۳ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۷ نیز در فهرست شرکت‌های بورس اوراق بهادار باشند.
 - ۲) سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 - ۳) طی سال‌های مذکور تغییر فعالیت یا تغییر سال مالی نداشته باشند.
 - ۴) جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در جامعه آماری منظور نشدند).
 - ۵) طول وقفه انجام معاملات در این شرکت‌ها طی دوره زمانی مذکور بیشتر از ۶ ماه نباشد.
- پس از اعمال محدودیت‌های فوق تعداد ۱۰۲ شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب شدند. داده‌های تحقیق حاضر از لوح‌های فشرده آرشو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های مرتبط و نیز از نرم افزار ره‌آورد نوین استخراج گردید. تجزیه و تحلیل نهایی داده‌های گردآوری شده نیز با استفاده از نرم افزار SPSS و تحلیل رگرسیون لجستیک با توجه به سنجش ۰ و ۱ متغیر وابسته صورت گرفته است.

۳-۲- توسعه فرضیه پژوهش

دی^{۳۳} (۱۹۹۸) بیان می‌کند که مدیریت سود معمولاً از استفاده مدیران از مزایای عدم تقارن اطلاعاتی ناشی می‌شود. وی حداقل دو مسأله مهم را مطرح نموده است. اولاً، برای افزایش پاداش مدیران که توسط سرمایه‌گذاران تأمین می‌شود، سود دستکاری می‌شود و ثانیاً، سرمایه‌گذاران بالفعل تمایل دارند که بازار برداشت بهتری از ارزش شرکت داشته باشد. بنابراین چون سودها حاوی اطلاعات مهمی برای استفاده کنندگان داخلی و خارجی هستند به وسیله مدیران مدیریت می‌شوند تا به سرمایه‌گذاران خارجی آگاهی دهند که عملکرد شرکت مطلوب است. سود گزارش شده از جمله اطلاعات مالی مهمی است که در هنگام تصمیم‌گیری توسط افراد در نظر گرفته می‌شود. در واقع از آنجاییکه تصمیم‌گیری‌های اقتصادی نیازمند اطلاعاتی است که بتوان با کمک آن

ها منابع موجود و در دسترس را به گونه ای مطلوب تخصیص داد. یکی از مهم ترین عوامل در تصمیم گیری صحیح، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است که اگر به درستی فراهم و پردازش نشود، تأثیرات منفی برای فرد تصمیم گیرنده در پی خواهد داشت. سرمایه‌گذاران برای انتخاب واحدهای مالی مناسب برای سرمایه‌گذاری با استفاده از اجزا سود، بازده آتی شرکت‌ها را برآورد کرده و اقدام به تصمیم گیری در مورد سرمایه‌گذاری در واحدهای مالی می‌گیرند. اما دستکاری سود می‌تواند بر اجزا سود شامل جزء تعهدی و جزء نقدی سود تأثیر گذاشته و در نتیجه بر درک سرمایه‌گذاران بر ارزش‌گذاری و بازدهی آتی واحدهای مالی تأثیرگذار باشد. بنابراین، بازده آتی و به دنبال آن قیمت سهام نیز تحت تأثیر تفسیر اشتباه سرمایه‌گذاران از اجزای سود قرار می‌گیرد که نتیجه آن وزن دهی اشتباه سرمایه‌گذاران به اجزا سود خواهد بود. باتوجه به توضیحات داده شده می‌توان فرضیه زیر را مطرح نمود:

▪ **فرضیه اول) مدیریت سود واقعی بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران تأثیر دارد.**

بعد از بررسی اطلاعات مربوط به قیمت‌های سهام طی یک دوره صدساله در بازار سهام ایالات متحده، شیلر^{۳۳} (۱۹۸۱) خاطر نشان کرد که وجود نوسان بیش از حد در بازار سهام می‌تواند به افزایش سطح رکود در بازار سرمایه به دلیل عدم اعتماد سرمایه‌گذاران به آن، منجر شود. وی چنین استدلال کرد که نوسانات واقعی قیمت‌های سهام که مستقیماً بر بازده‌های سهام تأثیرگذار خواهد بود، می‌تواند ضمن تأثیرپذیری از عملکرد اقتصادی بازار، بر آن نیز تأثیرگذار باشد (ژنگ و همکاران، ۲۰۱۸). تحقیقات در زمینه نوسان بیش‌ازحد قیمت سهام در دهه‌های اخیر روندی صعودی داشته است. فلاوین^{۳۴} (۱۹۸۳) و اکدینز و همکاران^{۳۵} (۲۰۰۷) تلاش داشتند تا ثابت کنند هیچ نوسان بیش از حد انتظاری در بازار سهام براساس چهارچوب فرضیه بازار اثربخش وجود نداشته است. آن‌ها چنین استدلال می‌کنند که شواهد مربوط به نوسانات قیمت مربوط به جامعه آماری بسیار کوچک است. شوورت^{۳۶} (۲۰۰۲)، اوفک و ریچاردسون^{۳۷} (۲۰۰۳) و کیم و نیلسون^{۳۸} (۲۰۱۴)، نوسانات قبلی بازار سهام را مورد مطالعه و دریافتند که عوامل اقتصادی بیرونی، مانند حباب قیمت‌ها، چرخه‌های کسب و کار نامتوازن، عدم تقارن اطلاعاتی، عدم‌گردش و بازخورد سریع اطلاعات و همچنین شوک‌های ناشی از دیگر بازارهای مالی دلایل اصلی برای افزایش نوسانات می‌باشند. بوسوجک و همکاران (۲۰۰۷)، چیارلا و همکاران^{۳۹} (۲۰۱۲)، فرانک و وسترهوف^{۴۰} (۲۰۱۲)، چیارلا و همکاران^{۴۱} (۲۰۱۴)، لوف^{۴۲} (۲۰۱۵)، آدام و همکاران^{۴۳} (۲۰۱۶)، اشمیت و وسترهوف^{۴۴} (۲۰۱۲) و هومز و اینت ولد^{۴۵} (۲۰۱۷)، نوسان بیش از حد را از دیدگاه رفتار سرمایه‌گذاران همچون تفاوت ادراکی نسبت استراتژی‌های شرکت‌ها، رفتار توده‌وار^{۴۶} و احساسی سرمایه‌گذاران مورد مطالعه قرار دادند. نتایج اغلب این پژوهش‌ها حاکی از این بود که علل تأثیرگذاری همچون نوسانات بازار سهام و تغییرات اقتصادی بازارها می‌تواند چه به طور مستقیم و یا از طریق متغیرهایی همچون مدیریت سود بر تغییر ادراک سرمایه‌گذاران و بروز رفتارهای هیجانی و احساسی آنان در عرصه‌های تصمیم‌گیری مالی موثر باشد. برای مثال، چیارلا (۲۰۱۲) با بررسی تأثیرگذاری علل ایجاد عدم‌تقارن رفتاری در سرمایه‌گذاران، به این نتیجه رسید، معیارهایی همچون مدیریت سود و نوسان بیش از اندازه شاخص S&P500 طی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۱۰ جزء عوامی هستند که باعث ایجاد ناهمگونی در رفتار سرمایه‌گذاران می‌شود. از طرف دیگر، لوف (۲۰۱۵)

از یک مدل غیرخطی برای نشان دادن علل ایجاد کننده نامتقارنی ادراکی سرمایه‌گذاران بهره برد. نتایج تحقیق وی نشان داد عدم ثبات اقتصادی، وجود محدودیت‌های وسیع در تامین مالی و عدم کارایی سرمایه‌گذاری شرکت‌ها به عنوان علل ایجاد کننده رفتارهای ناهمگونی سرمایه‌گذاران مطرح می‌باشد. همچنین هامس (۲۰۱۳) نشان داد، سرمایه‌گذاران در مورد بازدهی سهام در آینده عقاید ناهمگونی دارند، چراکه وجود تغییرات در استراتژی‌های شرکت‌ها را که باعث کاهش میزان دسترسی به بازده‌های مورد انتظارشان می‌باشد را عامل ایجاد ناهمگونی رفتاری نسبت به سرمایه‌گذاران تلقی نمود. براین اساس می‌توان فرضیه دوم این پژوهش را ارائه داد:

▪ **فرضیه دوم) نوسان‌های بیش از حد سهام تأثیر مدیریت سود واقعی بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران را تشدید می‌کند.**

۳-۳- متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران

براساس ساختار خرد در بازار و بر مبنای قیمت پیشنهادی خرید و فروش ایزلی و اوهارا^{۴۷} (۱۹۸۷)، ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران براساس مبنای سفارش‌های غیرعادی در بازار می‌توان ارائه داد که احتمال وقوع یک معامله هیجانی مبتنی بر ادراک‌های نامتقارن سرمایه‌گذاران را برآورد نمود، به طوری که مقادیر بزرگتر از میانه که در دامنه ۰ تا ۱ قرار می‌گیرند، به عنوان ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران و مقادیری که پایین‌تر از میانه قرار می‌گیرند به عنوان ادراک متقارن سرمایه‌گذاران محسوب می‌شوند. فرض اساسی این مدل این است که اطلاعات عمومی به طور مستقیم و بدون نیاز به فعالیت معاملاتی در قیمت‌ها منعکس می‌شود، درحالی که اطلاعات محرمانه در جریان سفارش‌های غیرعادی منعکس می‌گردد. ایزلی و اوهارا (۱۹۹۲) احتمال معامله مبتنی بر اطلاعات ادراک شده نامتقارن برای سهام مشخص را با به صورت نرخ ورود برآوردی معاملات آگاهانه تقسیم بر نرخ ورودی برآوردی همه معاملات در یک روز مشخص تعریف کرده و به صورت رابطه (۱) ارائه می‌شود:

$$\text{Heterogeneous perceptions}_{it} = \frac{\alpha\mu}{\alpha\delta + 2\varepsilon} \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در آن: α بیانگر احتمال وقوع یک رویداد اطلاعاتی؛ δ بیانگر احتمال وقوع رویداد اطلاعاتی بد (اخبار بد) می‌باشد. در مدل فوق چنان چه در یک روز مشخص هیچ رویداد اطلاعاتی رخ ندهد رابطه فوق به صورت رابطه زیر بازنویسی می‌شود:

$$\text{Heterogeneous perceptions}_{it} = \frac{\alpha\mu}{\alpha(1-\delta) + 2\varepsilon} \quad \text{رابطه (۲)}$$

که $\delta - 1$ بیانگر احتمال وقوع رویداد اطلاعاتی خوب می‌باشد. در چنین روزی نرخ ورود معامله‌گران غیرمطلع (بدون ادراک قبلی) چه برای خرید و چه برای فروش دارای یک توزیع پواسن مستقل با احتمال ε می‌باشد. در واقع نبود محرک در بازار، سهامداران را زمانی وادار به معامله می‌کند که یک رویداد اطلاعاتی و با احتمال μ

وجود داشته باشد، به طوری که در صورت دریافت اخبار (علامت) خوب اقدام به خرید و در صورت دریافت اخبار بد اقدام به فروش سهام خواهند نمود بدون آن که عملکردهای مطلوب و مثبت قبلی شرکت را مد نظر قرار دهند. بنابراین با فرض وقوع یک رویداد اطلاعاتی بد با احتمال $(\alpha\delta)$ در یک روز خاص، نرخ ورود سفارش خرید (α) کمتر از نرخ ورود سفارش‌های فروش $(\mu + \varepsilon)$ خواهد بود و برای سهامداران تحت محرک اخبار و اطلاعات خوب قرار گرفت در یک روز خاص با احتمال $(\alpha(1 - \delta))$ نرخ ورود سفارش‌های خرید $(\mu + \varepsilon)$ بیش از نرخ ورود سفارش‌های فروش (ε) خواهد بود. در واقع در این جا وجود اخبار به عنوان محرک مبنای ایجاد نامتقارن در سرمایه‌گذاران می‌شود. به این صورت که تحلیل سرمایه‌گذاران در بازه‌های زمانی روزانه، ماهانه و مبتنی بر شاخص‌ها می‌توان متفاوت باشد به طوری که در زمان t قبل از شروع معامله انتظار سرمایه‌گذاران از احتمال اخبار، اخبار خود و اخبار بد به ترتیب زیر است:

$$P_n(t) = 1 - \alpha \quad \text{رابطه (۳)}$$

$$P_g(t) = \alpha(1 - \delta) \quad \text{رابطه (۴)}$$

$$P_b(t) = \alpha\delta \quad \text{رابطه (۵)}$$

در این شرایط سرمایه‌گذاران از اطلاعات آشکار، برای خرید و فروش و تطبیق انتظارات ادراکی خود در بازار استفاده می‌کنند. اگر B_t و S_t بیانگر تعداد برآوردی خرید و فروش روزانه باشد، $P(t|S_t)$ نشان دهنده تطبیق انتظارات سرمایه‌گذاران؛ $P_n(t|S_t)$ بیانگر انتظارات در شرایط نبود اخبار؛ $P_b(t|S_t)$ احتمال تطبیق ادراکی سرمایه‌گذاران با اخبار بد؛ $P_g(t|S_t)$ احتمال تطبیق ادراکی سرمایه‌گذاران با اخبار خوب در شرایطی است که یک سفارش فروش در زمان t صورت می‌گیرد (اونور و دمیرل^{۴۸}، ۲۰۰۹). شرایط احتمالات زمانی که یک سفارش خرید می‌رسد نیز به همین صورت به دست می‌آید. براین اساس با توجه به تطبیق ادراکی سرمایه‌گذاران از هیجانات بازار سرمایه به عنوان محرک تحت اخبار خوب و بد، رابطه زیر ارائه می‌شود:

$$P_n(t|S_t) = \frac{P_n(S_t|t)P_n(t)}{P(S_t)} = \frac{P_n(S_t|t)P_n(t)}{P_n(S_t|t)P_n(t) + P_g(S_t|t)P_g(t) + P_b(S_t|t)P_b(t)} = \frac{\varepsilon_s P_n(t)}{\varepsilon_s + \mu P_b(t)} \quad \text{رابطه (۶)}$$

که براساس رابطه فوق، احتمال تغییر ادراک نسبت به اخبار بد و اخبار خود به صورت زیر نشان داده می‌شود:

$$P_b(t|S_t) = \frac{(\varepsilon_s + \mu)P_b(t)}{\varepsilon_s + \mu P_b(t)} \quad \text{رابطه (۷)}$$

$$P_g(t|S_t) = \frac{(\varepsilon_s)P_g(t)}{\varepsilon_s + \mu P_b(t)} \quad \text{رابطه (۸)}$$

سود انتظاری صفر از قیمت پیشنهادی خرید، $b(t)$ ، ارزش انتظاری سرمایه‌گذاران از دارایی در زمان t است. بنابراین قیمت پیشنهادی فروش در زمان t تحت تاثیر ادراک اخبار برابر است با:

$$b(t) = \frac{\varepsilon_s P_n(t)V^* + (\varepsilon_s + \mu)P_b(t)V_1 + (\varepsilon_s)P_g(t)V_1}{\varepsilon_s + \mu P_b(t)} \quad \text{رابطه (۹)}$$

که در رابطه فوق V^* نشان دهنده ارزش اوراق بهادار در حالت نبود اخبار است، V_i نشان دهنده ارزش اوراق بهادار در حالت اخبار بد و \bar{V}_i ارزش اوراق بهادار در حالت اخبار خوب است. همچنین قیمت پیشنهادی فروش در زمان t برابر است با:

$$a(t) = \frac{\varepsilon_b P_n(t) V^* + \varepsilon_b P_b(t) V_i + (\varepsilon_b + \mu) P_g(t) \bar{V}_i}{\varepsilon_b + \mu P_g(t)} \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

بنابراین ارزش انتظاری مبتنی بر ادراک محرک یافته تحت تاثیر اخبار عبارتست از:

$$E[V_i] = P_n(t) V^* + P_b(t) V_i + P_g(t) \bar{V}_i \quad \text{رابطه (۱۱)}$$

با جای گذاری رابطه (۱۱) در رابطه‌های (۸) و (۹) داریم:

$$b(t) = E[V_i] - \frac{\mu P_b(t)}{\varepsilon_s + \mu P_b(t)} (E[V_i] - V_i) \quad \text{رابطه (۱۲)}$$

$$\alpha(t) = E[V_i] - \frac{\mu P_b(t)}{\varepsilon_s + \mu P_b(t)} (E[V_i] - V_i) \quad \text{رابطه (۱۳)}$$

در رابطه (۱۳)، $b(t)$ قیمت پیشنهادی خرید سهام تحت وجود محرک‌های اخبار اطلاعاتی؛ $\alpha(t)$ قیمت پیشنهادی فروش سهام تحت وجود محرک‌های اخبار اطلاعاتی. در نهایت به منظور تعیین یک رابطه واحد تحت پوشش شکاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش از $(\Sigma(t))$ تحت رابطه (۱۴) استفاده می‌شود که تفاضل بین قیمت پیشنهادی خرید و فروش را در زمان وجود اخبار خوب \bar{V}_i و وجود اخبار بد V_i نشان می‌دهد (اونور و دمیرل^{۴۹}، ۲۰۰۹).

$$\Sigma(t) = \alpha(t) - b(t) \quad \text{رابطه (۱۴)}$$

که رابطه (۱۴) را می‌توان با توجه به رابطه (۱۳) به رابطه (۱۵) بسط و توسعه داد:

$$\Sigma(t) = \frac{\mu P_g(t)}{\varepsilon_b + \mu P_g(t)} (\bar{V}_i - E[V_i]) + \frac{\mu P_b(t)}{\varepsilon_b + \mu P_b(t)} (E[V_i] - V_i) \quad \text{رابطه (۱۵)}$$

عدد محاسبه شده از رابطه (۱۵) در فاصله بین ۰ تا ۱ قرار می‌گیرد. که به منظور تعیین میزان نامتقارن بودن ادراک سهامداران از میانه استفاده می‌شود، عدد بالاتر از میانه نشان دهنده میزان نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران تحت وجود اخبار و اطلاعات مربوط به شرکت‌ها می‌باشد که به صورت محرک ادراکی عمل می‌کند و عدد ۱ را به خود اختصاص می‌دهد، و اگر پایین‌تر از میانه باشد، نشان دهنده میزان متقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران از وجود اخبار و اطلاعات مربوط به شرکت‌ها می‌باشد و به آن عدد ۰ تعلق می‌گیرد. ذکر این نکته حائز اهمیت است که وجود برخی از متغیرهای کیفی همچون دانش تخصصی، شناخت بازار و استفاده از مشاوره‌های کارگزاران بورس نمی‌تواند در تاثیرگذاری برآوردها تاثیرگذار باشد که در این پژوهش مورد بررسی قرار نگرفته است.

متغیر مستقل

مدیریت سود

در این تحقیق، مطابق با پژوهش رویچودری^{۵۰} (۲۰۰۶)، کوهن و همکاران^{۵۱} (۲۰۰۸) و کوهن و زاروین^{۵۲} (۲۰۱۰) برای اندازه‌گیری مدیریت واقعی سود از سه معیار جریان نقد عملیاتی غیرعادی، هزینه‌های تولیدی غیرعادی و هزینه‌های اختیاری غیرعادی که به ترتیب از طریق مقادیر باقیمانده حاصل از برآورد مدل‌های زیر محاسبه می‌گردد، استفاده شده است:

الف) جریان نقدی عملیاتی غیرعادی: تفاوت بین مقادیر واقعی جریان نقدی عملیاتی و سطوح عادی برآورد شده شرکت i در سال t که با استفاده از الگوی زیر اندازه‌گیری می‌شود:

$$\frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} = a_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + a_2 \left(\frac{Sales_{it}}{A_{it-1}} \right) + a_3 \left(\frac{\Delta Sales_{it}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱۶)}$$

ب) هزینه‌های غیرعادی تولید: تفاوت بین مقادیر واقعی هزینه‌های تولید و سطوح عادی هزینه‌های تولید برآورده شده شرکت i در سال t که با استفاده از الگوی زیر اندازه‌گیری می‌گردد:

$$\frac{PROD_{it}}{A_{it-1}} = a_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + a_2 \left(\frac{Sales_{it}}{A_{it-1}} \right) + a_3 \left(\frac{\Delta Sales_{it}}{A_{it-1}} \right) + a_4 \left(\frac{\Delta Sales_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱۷)}$$

ج) هزینه‌های اختیاری غیرعادی: تفاوت بین مقادیر واقعی هزینه‌های اختیاری و سطوح عادی هزینه‌های اختیاری برآورده شده شرکت i در سال t که با استفاده از الگوی زیر اندازه‌گیری می‌گردد:

$$\frac{DISCE_{it}}{A_{it-1}} = a_1 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + a_2 \left(\frac{Sales_{it-1}}{A_{it-1}} \right) + \varepsilon_{it} \quad \text{رابطه (۱۸)}$$

که در مدل‌های فوق:

CFO_{it} جریان نقد عملیاتی شرکت i در سال t

$Sales_{it}$ فروش شرکت i در سال t

A_{it-1} جمع دارایی‌های ابتدای دوره شرکت i در سال t

$PROD_{it}$ هزینه‌های تولیدی (مجموع بهای تمام‌شده کالای فروش‌رفته و تغییرات موجودی مواد و کالا) شرکت i در سال t

$DISCE_{it}$ هزینه‌های اختیاری (هزینه‌های تبلیغات، عمومی، اداری و فروش) شرکت i در سال t

ε_{it} جزء باقیمانده مدل و نشان‌دهنده سطح غیرعادی متغیر برآوردشده در هر مدل می‌باشد.

در نهایت مدیریت سود واقعی از طریق قدر مطلق حاصل جمع باقی مانده‌ها به صورت زیر اندازه‌گیری می‌شود (چارلی^{۵۳}، ۲۰۱۶):

$$REM = |(-1 \times ABCFO) + ABPROD + (-1 \times ABDISCE)| \quad \text{رابطه (۱۹)}$$

متغیر تعدیل‌کننده

نوسان‌های بیش از حد سهام

نوسان بازده سهام^{۴۴} (VSR) احتمال وقوع بازده واقعی به غیر از آن چه که انتظار می‌رود را، نوسان بازده سهام یا همان ریسک سرمایه‌گذاری تعریف می‌شود (ژنگ و همکاران^{۴۵}، ۲۰۱۸). به منظور سنجش این متغیر از پژوهش کورنیادی و همکاران^{۴۶} (۲۰۱۴) استفاده می‌شود که مبتنی بر انحراف معیار بازده روزانه سهام می‌باشد طبق رابطه (۲۰) محاسبه می‌شود:

$$Vol_{i,t} = \sqrt{\frac{1}{D_{it}-1} \sum_1^{D_{it}} (R_i - \bar{R})^2} \quad \text{رابطه (۲۰)}$$

که در آن: $Vol_{i,t}$ نوسان پذیری بازده سهام شرکت i در زمان t ; R_i بازده روزانه سهام شرکت i . به منظور سنجش بازده روزانه سهام شرکت از رابطه زیر استفاده می‌شود:

$$R_i = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \quad \text{رابطه (۲۱)}$$

D_{it} تعداد روزهایی از سال t است که برای آن بازده روزانه سهام شرکت i محاسبه شده است.

متغیرهای کنترلی

در این پژوهش برخی از مهم‌ترین متغیرهایی که بر مبنای پژوهش‌های پیشین عوامل موثر بر ادراک سرمایه‌گذاران به عنوان متغیرهای کنترلی مد نظر قرار گرفته اند که عبارتست از:

- اندازه ی شرکت (SIZE): این متغیر، از لگاریتم طبیعی کل دارایی‌های شرکت سنجش می‌شود (شالیت و یزتژاکی^{۴۷}، ۲۰۰۹).
- استقلال هیئت مدیره (BIND): در این پژوهش برای سنجش این متغیر از نسبت اعضای غیرموظف هیئت مدیره به کل اعضای هیئت مدیره استفاده می‌شود (باسیرتس و همکاران^{۴۸}، ۲۰۱۸).
- مالکیت نهادی (INST): عبارتست از مجموع سهام تحت تملک بانک‌ها و بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تامین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سازمان‌ها و نهادهای دولتی، تقسیم بر کل تعداد سهام منتشره شرکت (رایان و چنیدر^{۴۹}، ۲۰۰۳).
- سودآوری (ROE): بارگرون و همکاران^{۶۰} (۲۰۱۰) و کورنیادی و همکاران^{۶۱} (۲۰۱۴) بیان می‌دارند که شرکت‌های سودآور، معمولاً از منابع مالی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری زیادی برخوردار بوده و انتظار می‌رود ریسک‌پذیری بیشتری باعث افزایش نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران شود. از رو در این پژوهش بازده حقوق صاحبان سهام به عنوان سنجش سودآوری شرکت استفاده می‌شود که طبق رابطه زیر محاسبه می‌شود:

$$\text{رابطه (۲۲)} \quad (ROE) = \frac{\text{سود خالص}}{\text{ارزش بازار حقوق صاحبان سهام}}$$

۳-۴- مدل پژوهش

در این پژوهش به منظور سنجش فرضیه‌های پژوهش از رابطه (۲۳) استفاده می‌شود:

$$\ln \left(\frac{\text{Heterogeneous perceptions}_{i,t}}{1 - \text{Heterogeneous perceptions}_{i,t}} \right) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{REM}_{i,t} + \alpha_2 \text{Vol}_{i,t} + \alpha_4 \text{REM}_{i,t} \times \text{Vol}_{i,t} + \alpha_5 \text{Size}_{i,t} + \alpha_6 \text{BIND}_{i,t} + \alpha_7 \text{INST}_{i,t} + \alpha_8 \text{ROE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۲۳)}$$

$\text{Heterogeneous perceptions}_{i,t}$ متقارن یا نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران شرکت i در سال t

$\text{Vol}_{i,t}$ نوسان‌های بیش از حد سهام شرکت i در سال t

$\text{SIZE}_{i,t}$ اندازه شرکت i در سال t

$\text{BIND}_{i,t}$ استقلال هیات مدیره شرکت i در سال t

$\text{ROE}_{i,t}$ سودآوری شرکت i در سال t

$\text{INST}_{i,t}$ مالکیت نهادی شرکت i در سال t

۴- یافته‌های تجربی

۴-۱- آمار توصیفی

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۱)، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را برای نمونه‌ای متشکل از ۵۱۰ شرکت-سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۹۳-۱۳۹۷ نشان می‌دهد.

جدول (۱) آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	مشاهدات	میانگین	میان	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
مدیریت سودواقعی	۵۱۰	۰/۲۰۹	۰/۱۸۳	۰/۰۰۳	۴/۳۰۸	۰/۳۱۷
نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران	۵۱۰	۰/۰۰۱۹	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۲	۰/۰۵۳	۰/۰۰۳۲
نوسانات بیش از حد سهام	۵۱۰	۳/۱۰۵	۲/۵۸۹	۰/۲۳۲	۱۴/۰۲۱	۲/۱۱۱
اندازه شرکت	۵۱۰	۱۲/۵۱۷	۱۱/۸۸۴	۹/۰۲۸	۱۴/۸۱۷	۰/۸۰۸
استقلال هیات مدیره	۵۱۰	۰/۷۱۴	۰/۶۲۶	۰	۱	۰/۱۴۴
سودآوری	۵۱۰	۰/۱۹۲	۰/۱۸۶	۰/۰۰۷	۰/۵۹۴	۰/۲۱۱
مالیکت نهادی	۵۱۰	۰/۳۹۸	۰/۳۰۲	۰/۰۰	۰/۹۹	۰/۳۱۵

همان گونه که در جدول (۱) مشاهده می‌شود، نوسانات بیش از حد سهام برابر با ۳/۱۰۵ می‌باشد و عدم تقارن ادراکی سرمایه‌گذاران برابر با ۰/۰۰۱۹ است. میانگین سودآوری شرکت نشان می‌دهد، سودخالص ۱۹/۲ درصد

ارزش بازار حقوق صاحبان سهام می‌باشد. در نهایت باید بیان نمود، میانگین متغیر استقلال هیات مدیره نشان می‌دهد ۷۱ درصد کل اعضای هیات مدیره، اعضای غیر موظف در هیئت مدیره هستند. علاوه بر این، به‌طور میانگین حدود ۴۰ درصد از سهام شرکت‌های مورد بررسی تحت مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی قرار داشته، این در حالی است که برخی از شرکت‌ها نیز تقریباً در اختیار مالکین نهادی قرار دارد و برخی دیگر نیز مورد توجه این دسته از سرمایه‌گذاران قرار نگرفته‌اند. همچنین در این بخش نیز با توجه به اینکه نامتقارن بودن ادراکی سرمایه‌گذاران به صورت ۰ و ۱ سنجیده شده است، از توزیع فراوانی مشاهدات به منظور تشریح وضعیت متغیرها استفاده می‌شود:

جدول (۲) فراوانی متغیرهای دو وجهی براساس مجموع مشاهدات

متغیرها		بالاتر از میانه (۱)		پایین‌تر از میانه (۰)		جمع	
		تعداد	درصد	تعداد	درصد	تعداد	درصد
نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران		۳۸۸	۷۶/۰۷	۱۲۲	۲۳/۹۳	۵۱۰	۱۰۰

همان‌طور که مشاهده می‌شود، نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برابر با ۳۸۸ مشاهده (سال - شرکت) می‌باشد که نشان می‌دهد، وجود اخبار منتشره در بازار سرمایه می‌تواند به عنوان یک عامل محرک در ادراک سرمایه‌گذاران عمل نماید و باعث گردد نسبت به وجود این اخبار در بازار واکنش‌های هیجانی از خود نشان دهند. در مقابل ۲۳/۹۳ درصد کل مشاهدات نشان از وجود نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه دارد. تقارن ادراکی که نشان از عدم هیجان‌ناکاذب به دلیل وجود اخبار منتشر در بازار دارد.

۲-۴- برآورد مدل‌های پژوهش

همان‌طور که در مدل پژوهش توضیح داده شد، به منظور برآورد مدل پژوهش با توجه به ماهیت دو وجهی متغیر وابسته از رگرسیون لجستیک استفاده می‌شود. در این آزمون ابتدا می‌بایست آزمون میزان انطباق یا برازش و آزمون هاسمرلمشو یا همان فرض مناسب بودن مدل (کفایت مدل) مورد بررسی قرار گیرد.

آزمون میزان انطباق یا برازش

به منظور میزان انطباق برازش مدل فرضیه اول از آزمون امنی باس^{۶۲} که کیفیت عملکرد مدل مورد بررسی قرار می‌دهد استفاده می‌شود. در این آزمون مقدار کای دو (χ^2) نشان دهنده این می‌باشد که متغیر مستقل و تعاملی بر متغیر وابسته اثر دارد یا خیر.

$$H_0: \chi^2 = 0$$

$$H_1: \chi^2 \neq 0$$

جدول (۳) آزمون امنی باس

آزمون	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی داری	نتایج آزمون
امنیت باس	۱۲/۵۵۹	۵	۰/۰۰۴	رد H_0

همان طور که ملاحظه می‌گردد با توجه به سطح معنی داری مقدار کای دو (۱۲/۵۵۹) که کوچکتر از ۵ درصد بدست آمده است، بنابراین مدل متغیر مستقل یعنی مدیریت سود واقعی (REM) و تعامل آن با بازده بیش از حد سهام (REM × Vol) بر نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران (Heterogeneous perceptions) تایید می‌شود و برازش مناسبی از مدل را دارا می‌باشد. از این رو در سطح اطمینان بالاتر از ۹۵ درصد فرض صفر رد و فرض H_1 مبنی بر پذیرش فرضیه اصلی تایید می‌شود.

آزمون هاسمر لمشو (فرض مناسب بودن مدل یا کفایت مدل)

آزمون هاسمر لمشو نیز مفید بودن مدل را تایید می‌کند و شاخصی از توافق بین نتایج مشاهده و نتایج پیش‌بینی شده را ارائه می‌کند. این آماره، آزمونی برای فرض صفر است و نشان دهنده مناسب بودن مدل می‌باشد. در صورتی که سطح معنی داری آن کمتر از ۵ درصد باشد انطباق ضعیف و مدل مناسب نمی‌باشد. از آن جا که سطح معنی داری مقدار آماره کای دو (۱۰/۶۳۸) بزرگتر از ۵ درصد بدست آمده بنابراین این نتایج نشان می‌دهد داده‌ها کفایت لازم برای برازندگی مدل را دارند.

مدل مناسب است (کفایت داده مدل‌های): H_0 :

مدل مناسب نیست (عدم کفایت داده مدل‌های): H_1 :

جدول (۴) آزمون هاسمر لمشو

آزمون	کای دو	درجه آزادی	سطح معنی داری	نتایج آزمون
هاسمر لمشو	۱۰/۶۳۸	۵	۰/۱۳۵	پذیرش H_0

۳-۴- آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های پژوهش طبق مدل زیر، در جدول (۵) ارائه شده است:

$$\begin{aligned} \ln\left(\frac{\text{Heterogeneous perceptions}_{i,t}}{1 - \text{Heterogeneous perceptions}_{i,t}}\right) &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{REM}_{i,t} + \alpha_2 \text{Vol}_{i,t} + \alpha_4 \text{REM}_{i,t} \times \text{Vol}_{i,t} + \alpha_5 \text{Size}_{i,t} + \alpha_6 \text{BIND}_{i,t} \\ &+ \alpha_7 \text{INST}_{i,t} + \alpha_8 \text{ROE}_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

جدول (۵) نتیجه آزمون فرضیه اول پژوهش

نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران (HP)			متغیر وابسته: نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران (HP)
نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران (HP)			مشاهدات: ۵۱۰ (سال-شرکت)
نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران (HP)			دوره‌ی زمانی: ۱۳۹۳-۱۳۹۷
نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران (HP)			تعداد شرکت‌های مورد بررسی: ۱۰۲ شرکت
نامتقارن بودن ادراک سرمایه‌گذاران (HP)			متغیرها
آماره والد	ضریب رگرسیونی	نوع ارتباط	
۲/۱۰۵	۰/۱۸۸	؟	عرض از مبدا
۴/۴۱۴	۰/۲۰۲*	+	مدیریت سود واقعی
۴/۷۵۵	۰/۳۱۱**	+	نوسان‌های بیش از حد سهام
۵/۸۷۹	۰/۵۰۳*	+	مدیریت سود واقعی*نوسان‌های بیش از حد بازده سهام
-۲/۱۲۲	-۰/۱۷۷**	-	اندازه شرکت
۱/۶۸۴	۰/۰۹۳	؟	استقلال هیات مدیره
-۳/۰۶۱	-۰/۲۶۱*	-	سودآوری
-۱/۵۹۴	-۰/۰۷۹	؟	مالکیت نهادی
۱۰/۱			ضریب تعیین کاکس و اسنل
۱۱/۷			ضریب تعیین نگلکرک
۱۱۹/۶۵۷			آماره درست‌نمایی
۵۳/۱۵			درصد پیش‌بینی صحیح ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران
۴۶/۸۵			درصد پیش‌بینی صحیح ادراک متقارن سرمایه‌گذاران
۶/۳			درصد پیش بین صحیح کلی مدل
۳۸۸			ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران براساس مشاهده از مجموع ۵۱۰
۱۲۲			ادراک متقارن سرمایه‌گذاران براساس مشاهده از مجموع ۵۱۰
<p>نکته: * بیانگر معناداری آماری در سطح خطای ۵٪ می‌باشد. ** بیانگر معناداری آماری در سطح خطای ۱٪ می‌باشد. نماد: مدیریت سود واقعی (REM)؛ نوسان‌های بیش از حد سهام (Vol)؛ اندازه شرکت (Size)؛ استقلال هیات مدیره (BIND)؛ سودآوری (ROE)؛ مالکیت نهادی (INST)</p>			

براساس نتیجه بدست آمده از جدول (۶) باید بیان نمود، مقدار ضرایب تعیین کاکس-اسنل و نگلکرک نشان دهنده مقدار تغییر در متغیر وابسته هستند که به وسیله مدل تبیین می‌شود که معادل ضریب تعیین (R^2) در رگرسیون خطی می‌باشد البته R^2 دقیق در رگرسیون لجستیک امکان پذیر نیست، که در مدل برازش شده به ترتیب مقدار آن برابر ۱۰/۱ درصد و ۱۱/۷ درصد بدست آمده است. این نتایج نشان می‌دهد حداقل ۱۰/۱ و حداکثر ۱۱/۷ (تقریباً حد پایین و حد بالا) درصد از تغییرات ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران توسط مولفه‌های متغیرهای مستقل، تعدیل‌کننده و وابسته توسط رگرسیون لجستیک تبیین می‌شود. بررسی ضرایب رگرسیونی متغیرها جهت آزمون فرضیه اول و دوم پژوهش مشخص گردید، سطح معنی‌داری، ضریب رگرسیونی و آماره والد

متغیر مدیریت سود واقعی (REM) به ترتیب برابر با (۰/۲۰۲) و (۴/۴۱۴) کوچکتر از ۱ درصد می‌باشد که نشان می‌دهد مدیریت سود واقعی بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران تاثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین مشخص شد متغیر نوسان‌های بیش از حد سهام (VOL) باتوجه به اینکه ضریب رگرسیونی (۰/۳۱۱) و آماره والد (۴/۷۵۵) در سطح خطای زیر ۵ درصد می‌باشد و نشان می‌دهد که بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران (Heterogeneous perceptions) تاثیر مثبت و معناداری دارد. همچنین براساس فرضیه دوم مشخص گردید، ضریب رگرسیونی و آماره والد تعامل متغیرهای نوسان بیش از حد سهام (Vol) با مدیریت سود واقعی (REM) که به ترتیب (۰/۵۰۳) و (۵/۸۷۹) برآورد شده است، فرضیه دوم را تایید نمود، چراکه سطح خطای آن زیر ۵ درصد می‌باشد. این نتیجه نشان می‌دهد با افزایش نوسان بیش از حد سهام (Vol)، تاثیر مدیریت سود واقعی (REM) بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران (Heterogeneous perceptions) را تشدید می‌نماید. همچنین مشخص گردید، اندازه شرکت (Size) با ضریب رگرسیونی (-۰/۱۷۷) و آماره والد (-۲/۱۲۲) و سودآوری (ROE) با ضریب رگرسیونی (-۰/۲۶۱) و آماره والد (-۳/۰۶۱) بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران (Heterogeneous perceptions) باتوجه به سطح خطای ۵ درصد و ۱ درصد، تاثیر منفی و معناداری دارد. اما متغیر مالکیت نهادی (INST) و استقلال هیات مدیره (BIND) باتوجه به اینکه سطح خطای آن بیش از ۵ درصد می‌باشد، تاثیری بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران (Heterogeneous perceptions) ندارد.

۵- نتیجه گیری و بحث

طی چند دهه اخیر برخی از الگوهای ارزش‌گذاری دارایی‌ها معرفی شده‌اند که بر نقش عقاید نامتقارن در بازارهای مالی تاکید دارند. در واقع در این رویکردها، گروه‌هایی از معامله‌گران و سرمایه‌گذاران در مورد قیمت‌های آینده انتظارات متفاوتی را از خود نشان می‌دهند که بسته به ویژگی‌های شناختی و ادراکی افراد و وضعیت اقتصادی تاثیرگذار بر بازارهای سرمایه‌گذاری، عملکردها و تصمیم‌گیری‌های متفاوتی از نظر سرمایه‌گذاری از خود نشان می‌دهند (ژئو و همکاران^{۳۳}، ۲۰۱۷). باتوجه به توضیحات مقدماتی فوق باید بیان نمود، هدف این پژوهش بررسی تاثیر مدیریت سود بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه باتوجه به نقش تعدیلی نوسان‌های بیش از حد سهام در بازه زمانی ۱۳۹۳ تا ۱۳۹۷ می‌باشد. براساس آزمون فرضیه اول پژوهش مشخص شد، مدیریت سود واقعی بر ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران تاثیر مثبت و معناداری دارد. این به معنای آن است از آن جایی که مدیریت سود واقعی معمولاً از استفاده مدیران از مزایای عدم تقارن اطلاعاتی ناشی می‌شود، باعث خواهد شد تا مدیریت سود واقعی بر اجزاء سود شامل جزء نقدی و جزء تعهدی تاثیرگذار باشد و باعث شود تا سرمایه‌گذاران نتوانند درک صحیحی از پیش بینی سود در آینده و ارزش گذاری سهام شرکت داشته باشند و از آن جایی که بین سود و بازده رابطه مثبتی برقرار می‌باشد، بنابراین به دلیل دستکاری در فعالیت‌های واقعی شرکت، اطلاعات افزایش بازده آتی و ارزش گذاری سهام شرکت به طور حجیم به بازار مخابره شود و باعث گردد تا تفسیر اشتباه سرمایه‌گذاران از محتوای سود، باعث ایجاد ادراک نامتقارن نسبت به انتظار بازده سرمایه‌گذاری گردد. به عبارت دیگر به دلیل دستکاری در فعالیت‌های واقعی، سود افشاء شده باعث

ایجاد ادراک نامتقارن سرمایه‌گذاران نسبت به تصمیم‌گیری در قبال خرید یا فروش سهام خود می‌شود، به گونه‌ای که در اغلب مواقع این تصمیم‌ها از پشتوانه‌ی استدلال منطقی برخوردار نیستند و مبتنی بر هیجاناتی هستند که دلیل مدیریت سود واقعی ایجاد شده است. همچنین باید بیان نمود، مدیریت فعالیت‌های واقعی، انحراف از روش‌های عملیاتی عادی بوده و از آن جایی که سود غیرعادی، سود مازاد بر بازده عادی حقوق صاحبان سهام است، این موضوع باعث افزایش نامتقارن شدن ادراک سرمایه‌گذاران می‌گردد و مسیر تصمیم‌گیری آن‌ها را تحت تاثیر قرار می‌دهد. نتیجه این فرضیه با پژوهش ایسیدرو و دیاس^{۶۴} (۲۰۱۷)؛ ریبایی^{۶۵} (۲۰۱۱) و پاروچائوری و میانگی^{۶۶} (۲۰۱۴) که نتیجه این فرضیه را تایید می‌نمایند مطابقت دارد. نتیجه بدست آمده از آزمون فرضیه دوم پژوهش نشان می‌دهد، نوسانات بیش از حد سهام تاثیر مدیریت سود واقعی بر عدم تقارن ادراکی سرمایه‌گذاران را تشدید می‌کند. در واقع این نتیجه نشان می‌دهد، وجود نوسان بیش از حد در بازار سهام می‌تواند به دلیل ایجاد عدم اطمینان و تغییر ادراک سرمایه‌گذاران نسبت به سرمایه‌گذاری در بازار سرمایه باعث افزایش سطح رکود در این بازار خواهد شد. نوساناتی که معمولاً دلایل مختلف کلان و خردی دارد که الزاماً وابسته به صنعت و عملکرد شرکت‌ها نیست و می‌تواند ابعاد وسیع تری از اقتصاد و روابط بین المل کشورهای را در بر گیرد. به عبارت دیگر، نوسان‌های بیش از حد بازده سهام که به دلیل وجود اختلال در ساختار بازار سرمایه و فراتر از آن به دلیل اتخاذ سیاست‌های اقتصادی نامتوازن در قبال بازار سرمایه ایجاد می‌شود باعث خواهد شد تا شرکت‌ها به دلیل جلوگیری از، از دست دادن سهامداران خود، بادرستکاری در فعالیت‌های واقعی باعث نامتقارن شدن ادراک سرمایه‌گذاران نسبت به تصمیم‌گیری در قبال خرید یا فروش سهام خود شوند. اختلال و نوسان بیش از حد در بازده سهام باعث می‌شود انگیزه‌های فرصت طلبانه مدیران از طریق دستکاری در فعالیت‌های واقعی افزایش یابد و این موضوع ادراک سرمایه‌گذاری را نسبت به سهام خود به دلیل نامتوازن بودن بازده‌های مورد انتظار، تحت تاثیر قرار دهد و میل به سرمایه‌گذاری در این بازار را کمتر نماید، چراکه همزمانی شدت نوسانات سهام و مدیریت سود واقعی منجر به افزایش ریسک بیشتر سرمایه‌گذاران در قبال سرمایه‌گذاری خود می‌شود و این موضوع تصمیم‌گیری مبتنی بر ادراک کسب عایدات بیشتر را دستخوش تغییر می‌نماید و باعث خواهد شد تا تفاوت ادراکی نامتقارنی نسبت به تصمیم‌گیری سهامداران و سرمایه‌گذاران را شاهد باشیم. نتیجه این فرضیه با پژوهش ریبایی^{۶۷} (۲۰۱۱) و پاروچائوری و میانگی^{۶۸} (۲۰۱۴) مطابقت دارد که نتیجه این فرضیه را تایید می‌نماید. براساس نتایج کسب شده پیشنهاد می‌شود، سازوکارهای نظارتی مبتنی بر قابلیت‌های پویا نسبت به افشای صحیح و کامل اطلاعات عملکردی شرکت در بازار سرمایه توسط نهادهای زیربند تدوین گردد تا بازار سرمایه از انعطاف‌پذیری قابل توجه تری در این شرایط اقتصادی که به شدت نیازمند ایجاد جذابیت‌های سرمایه‌گذاری برای جذب نقدینگی می‌باشد، برخوردار گردد. یکی از این سازوکارهای ایجاد شبکه یکپارچه‌ای از اطلاعات و عملکرد شرکت‌ها در قبال تعهدات خود نسبت به سایرین می‌باشد چراکه عدم‌درج این اطلاعات یا عدم‌افشای به موقع آن، می‌تواند به انفجار توده‌ای از اخبار بد منتج شود که باعث ایجاد هیجانات کاذب در بازار گردد. همچنین پیشنهاد می‌شود شرکت‌ها بازده‌های ناشی از سرمایه‌گذاری‌های خود را منطبق با شرایط اقتصادی و وجود ریسک‌های مختلف برآورد نمایند و از ایجاد هیجانات کاذبی که ممکن است در آینده

باعث ایجاد تشنج در بازار و معاملات گردد جلوگیری شود. شرکت‌ها باید بینش اقتصادی مناسبی در انتخاب طرح‌ها و پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود داشته باشند تا از این طریق ضمن ایجاد جذابیت‌های سرمایه‌گذاری برای معامله‌گران، از ایجاد انتظارات بیش از اندازه آینده جلوگیری شود. همچنین می‌بایست افق سرمایه‌گذاری‌های خود را در طی دوره‌های بلندمدت طبق استراتژی‌های مالی خود برای سهامداران و سرمایه‌گذاران ترسیم نمایند، تا از تشدید فشارهای سرمایه‌گذاران در بازده‌های زمانی برنامه‌ریزی نشده جلوگیری به عمل آید و در تحت این شرایط با مشکلات تامین منابع مالی مواجه نگردد.

فهرست منابع

- * اسکندری، رسول. (۱۳۹۶). بررسی آثار حد نوسان قیمت سهام در بورس اوراق بهادار، چشم انداز مدیریت مالی، ۱(۳): ۷۸-۹۴.
- * افلاطونی، عباس، نیکبخت، نادر. (۱۳۹۳). بررسی تاثیر اخبار خوب و بد بر درک سرمایه‌گذاران از میزان پایداری اقلام تعهدی، حسابداری و حسابرسی، ۱(۳): ۱-۳۴.
- * رحمتی، محمدحسین، وصال، محمد، موسوی، سیدمجتبی. (۱۳۹۷). بررسی ویژگی‌های سهامی که قیمت آن‌ها به‌طور مکرر به حد نوسان قیمت برخورد می‌کند: شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران. تحقیقات اقتصادی، ۵۳(۲): ۳۴۵-۳۶۶.
- * قوسی، زیبا. (۱۳۹۸). تأثیر مدیریت سود واقعی بر محتوای اطلاعاتی سود با تأکید بر عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، چشم انداز حسابداری و مدیریت، ۲(۸): ۸۵-۱۰۰.
- * جلیوند، ابوالحسن، رستمی نوروزآباد، مجتبی، رحمانی نوروز آباد، سامان. (۱۳۹۵). شواهد اخیر از رفتار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران: شواهد اولیه و بینش آینده، فصلنامه تحقیقات مالی، ۱۸(۱): ۹۵-۱۲۷.
- * حساس یگانه، یحیی، سلیمی، محمدجواد، فتاحی دولت‌آبادی، فروزان. (۱۳۹۶). بررسی تأثیر شرایط خاص شرکت‌ها بر رابطه بین اقلام تعهدی سرمایه در گردش و نوسانات بازده سهام، بررسی‌های حسابداری، ۴(۱۵): ۲۳-۴۴.
- * برادران حسن‌زاده، رسول، حشمت، نسا. (۱۳۹۸). بررسی تأثیر متمایز انحراف از فعالیت‌های واقعی و مدیریت واقعی سود در خطر سقوط قیمت سهام، مدیریت دارایی و تأمین مالی، ۷(۲): ۸۱-۹۸.
- * خانی، عبدالله، حسینی، سیدعلی، خادم خراسانی، آسیه. (۱۳۹۳). مطالعه الگوی رفتاری سرمایه‌گذاران حقیقی و نوسانات بازده سهام، فصلنامه بورس اوراق بهادار، سال هفتم، ۲۶(۲): ۱۰۹-۱۲۶.
- * راعی، رضا، اسلامی بیدگلی، غلامرضا، میرزا بیاتی، مهدی. (۱۳۹۰). ارزش‌گذاری سهام و ناهمگونی رفتار سهامداران در بورس اوراق بهادار تهران، مجله دانش حسابداری، سال دوم، ۵(۲): ۱۰۳-۱۲۶.
- * گل‌ارزی، غلامحسین، ضیاچی، علی‌اصغر. (۱۳۹۳). بررسی رفتار جمعی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با رویکردی مبتنی بر حجم معاملات، تحقیقات مالی، ۱۶(۲): ۳۵۹-۳۷۱.

* ودیعی نوقابی، محمدحسین، ساعی، محمدحسین. (۱۳۹۸). بررسی ارتباط بین اقلام تعهدی اختیاری خاص شرکت و بازده غیرعادی آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۲۶(۱): ۱۵۱-۱۶۸.

- * Adam, K., Marcet, A., Nicolini, J. P. (2016). Stock market volatility and learning. *J. Finance* 71 (1), 33–82. <http://dx.doi.org/10.1111/jofi.12364>.
- * Akdeniz, L., Salih, A. A., Ok, S. T. (2007). Are stock prices too volatile to be justified by the dividend discount model? *Physica A* 376, 433–444. <http://dx.doi.org/10.1016/j.physa.2006.10.097>
- * Arif, S., Marshal, N. and Lombardi Yohn, T. (2016). Understanding The Relation Between Accruals and Volatility: A Real Options-based Investment Approach, *Journal of Accounting and Economics*, 62 (1): 65-86
- * Bogan, V.L., Just, D. R. & Dev, C.S. (2013). Team gender diversity and investment decision-making behavior. *Review of Behavioral Finance*, 5(2): 134-152.
- * Bolhuis, M. (2005). Reading between the Lines of Investor Biases. *Journal of Financial Planning*, 18(1): 62-70.
- * Bossaerts, P., Suzuki, Sh., O'Doherty, J, P. (2018). Perception of intentionality in investor attitudes towards financial risks, *Journal of Behavioral and Experimental Finance*, <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2017.12.011>
- * Boswijk, H. P., Hommes, C., Manzan, S. (2007). Behavioral heterogeneity in stock prices. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 31(6): 1938–1970. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jedc.2007.01.001>
- * Brundin, E. & Veronika, G. (2013). Entrepreneur's decision making under different levels of uncertainty: The role of emotions. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 19(6): 568 – 591.
- * Charlie, B. (2016). The effect of accounting comparability on the accrual-based and real earnings management. *Journal of Accounting*, 35(5): 1-27.
- * Chiarella, C., He, X, Z., Huang, W., Zheng, H. (2012). Estimating behavioral heterogeneity under regime switching. *Journal of Economic Behavior and Organization* 83(3): 446-460. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jebo.2012.02.014>
- * Chiarella, C., He, X, Z., Huang, W., Zheng, H. (2012). Estimating behavioral heterogeneity under regime switching. *Journal of Economic Behavior and Organization* 83(3): 446-460. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jebo.2012.02.014>
- * Chiarella, C., He, X, Z., Huang, W., Zheng, H. (2012). Estimating behavioral heterogeneity under regime switching. *Journal of Economic Behavior and Organization* 83(3): 446-460. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jebo.2012.02.014>
- * Cohen, D., Dey, A., Lys, T., 2008. Real and accrual-based earnings management in the pre- and post- Sarbanes Oxley period. *Account. Rev.* 83 (3), 757–787.
- * Cohen, D.A., Zarowin, P., 2010. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *J. Account. Econ.* 50 (1), 2–19.
- * Dye R, (1998), "Earnings management in an overlapping generations model", *Journal of Accounting Research*, 26: 195-235
- * Easley, D. and M. O'Hara (1992). Time and the Process of Security Price Adjustment, *Journal of Finance*, No. 47, pp. 577-604
- * Farlin, J. D. (2006). Antecedents and Consequences of Heuristic Biases: Evidence from Individual Investors and Small Business Owners. ProQuest Information. ISBN: 9780542938290.
- * Flavin, M. A. (1983). Excess volatility in the financial markets: a reassessment of the empirical evidence. *J. Polit. Econ.* 91 (6), 929–956.

- * Foucault, TH., Sraer, D., Thesmar, D, J. (2011). Individual Investors and Volatility, *Journal of Finance*, LXVI, 10(4): 12-31.
- * Franke, R., Westerhoff, F., 2012. Structural stochastic volatility in asset pricing dynamics: estimation and model contest. *J. Econ. Dyn. Control* 36 (8), 1193–1211. <http://dx.doi.org/10.1016/j.jedc.2011.10.004>
- * Ge, J., 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*, 2(12): 267-277
- * Hommes, C., Veld, D., (2017). Booms, busts and behavioral heterogeneity in stock prices. *J. Econ. Dyn. Control* 80, 101–124.
- * Hudson, W.N., Roberts, B.W. & Lodi-Smith, J. (2012). Personality trait development and social investment in work. *Journal of Research in Personality*, 46(3): 334-344.
- * Ikeda, Sh, S., Zhang, Y. (2012). Heterogeneous Beliefs, A Short Sale Restriction and The Cross Section Of Stock Returns: An Evidence From China, GRIPS Discussion Paper
- * Isidro, H., Dias, J, G. (2017). Earnings quality and the heterogeneous relation between earnings and stock returns, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, DOI 10.1007/s11156-017-0619-z
- * Janus, T., Jinjarak, Y., Uruyos, M. (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(10): 330-336
- * Kim, K, A. & Nofsinger, J. R. (2008). Behavioral finance in Asia, *Pacific- Basin Finance Journal*, 16(1-2): 1-7.
- * Kim, Y., Nelson, C. R. (2014). Pricing stock market volatility: does it matter whether the volatility is related to the business cycle? *J. Financ. Econom.* 12 (2), 307–328. <http://dx.doi.org/10.1093/jfinec/nbt014>
- * Koerniadi, H., Krishnamurti, Ch., Tourani-Rad, A. (2014). Corporate governance and risk-taking in New Zealand, *International Journal of Managerial Finance*, 10(4): 494-510
- * Lia, Y. (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
- * Lof, M. (2015). Rational speculators, contrarians, and excess volatility. *Manage. Sci.* 61 (8), 1889–1901. <http://dx.doi.org/10.1287>
- * Long, V.T. (2008). Empirical Analysis of Stock Returns Volatility with Regime Change: The Case of Vietnam Stock Market. Working paper.
- * Miller, E. (1977). Risk, Uncertainty, and Divergence of Opinion. *Journal of Finance* 32, 1151-168.
- * Monahan, G. (2005). Managing Inventories in a Two-Eschelon Dual-Channel Supply Chain. *European Journal of Operational Research*, 162(2): 325-341
- * Morris, S. (1996). Speculative Investor Behavior and Learning. *The Quarterly Journal of Economics* 111, 1111-1133.
- * Nagel, S. (2005). Short Sales, Institutional Investors and the Cross-section of Stock Returns. *Journal of Financial Economics* 78(10): 277-309
- * Ofek, E., Richardson, M. (2003). Dotcom mania: the rise and fall of internet stock prices. *J. Finance* 58 (3), 1113–1137. <http://dx.doi.org/10.1111/1540-6261.00560>.
- * Onur, E. and U. Demirel (2009), “Measuring the Amount of Asymmetric Information in the Foreign Exchange Market”, California State University, Available at: <http://www.csus.edu> (visited 8 May 2016).

- * Paruchuri, S., Misangyi, V, F. (2014). Investor Perceptions of Financial Misconduct: The Heterogeneous Contamination of Bystander Firms, *Academy of Management Journal*, 58(1): 23-45.
- * Peng, E., Yan, E., Yan, M. (2016). Accounting Accruals, Heterogeneous Investor beliefs, and Stock Returns, *Journal of Financial Stability*, 4(24): 102-130.
- * Rebai, I. (2011). Institutional Investors Heterogeneity and Earnings Management: The R&D Investment Strategy, *International Journal of Business Research and Management (IJBRM)*, 8(3): 122-131.
- * Roberts, B. W., Wood, D. & Smith, J.L. (2005). Evaluating Five Factor Theory and social investment perspectives on personality trait development. *Journal of Research in Personality*, 39(1): 166-184
- * Roychowdhury, S. (2006). Earnings management through real activities manipulation. *J. Account. Econ.* 42(3): 335–370.
- * Ryan, L. V., & Schneider, M. (2003). Institutional Investor Power and Heterogeneity: Implications for Agency and Stakeholder Theories. *Business & Society*, 42(4), 398–429. <https://doi.org/10.1177/0007650303260450>
- * Schmitt, N., Westerhoff, F., 2017. Herding behaviour and volatility clustering in financial markets. *Quant. Financ.* 17 (8), 1187–1203. <http://dx.doi.org/10.1080/14697688.2016.1267391>
- * Schwert, G. W. (2002). Stock volatility in the new millennium: how wacky is Nasdaq? *J. Monet. Econ.* 49(1): 3–26.
- * Shalit, H., Yitzhaki, Sh. (2009). Capital market equilibrium with heterogeneous investors, *Quantitative Finance*, 9(6): 757-766.
- * Shiller, R.J., 1981. Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? *Am. Econ. Rev.* 71 (3), 421–436.
- * Sundali, J. A., Stone, G. R. & Guerrero, F. L. (2012). The effect of setting goals and emotions on asset allocation decisions. *Managerial Finance*, 38 (11): 1008 –1031.
- * Thomas, J.K. (2003). Discussion of Post-Earnings Announcement Drift and Market Participants Information Processing Biases. *Review of Accounting Studies*, 8(2): 347-353.
- * Shum, W, Y. (2019). Modelling conditional skewness: Heterogeneous beliefs, short sale restrictions and market declines, *The North American Journal of Economics and Finance*, <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101070>
- * Zhang, W., Zhou, Zh., Xiong, X. (2019). Behavioral heterogeneity and excess stock price volatility in China, *Finance Research Letters*, 28(2): 348-254. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.06.004>
- * Zhu, B., Niu, F. (2016). Investor sentiment, accounting information and stock price: Evidence from China. *Pacific-Basin Finance Journal*, 38, 125-134.

یادداشت‌ها

¹ Farlin

² Kim and Nofsinger

³ Rational Economic Man

⁴ Bolhuis

⁵ Monahan

⁶ Thomas

⁷ Brundin and Veronika

⁸ Sundali et al.

⁹ Roberts et al.

-
- ¹⁰ Hudson et al.
 - ¹¹ Bogan et al.
 - ¹² Lof
 - ¹³ Schwert
 - ¹⁴ Excess Stock Price Volatility
 - ¹⁵ Noise Trading
 - ¹⁶ Long
 - ¹⁷ Arif et al.
 - ¹⁸ Pessimistic
 - ¹⁹ Arbitrageurs
 - ²⁰ Investor Sentiment
 - ²¹ Stock Return Co-movements
 - ²² Chiarella et al.
 - ²³ Nagel
 - ²⁴ Ikeda and Zhang
 - ²⁵ Janus et al.
 - ²⁶ Peng et al.
 - ²⁷ Shum
 - ²⁸ Ge et al.
 - ²⁹ Lia
 - ³⁰ Zhu and Niu
 - ³¹ Foucault et al.
 - ³² Dye
 - ³³ Shiller
 - ³⁴ Flavin
 - ³⁵ Akdeniz et al.
 - ³⁶ Schwert
 - ³⁷ Ofek and Richardson
 - ³⁸ Kim and Nelson
 - ³⁹ Chiarella et al.
 - ⁴⁰ Franke and Westerhoff
 - ⁴¹ Chiarella et al.
 - ⁴² Lof
 - ⁴³ Adam et al.
 - ⁴⁴ Schmitt and Westerhoff
 - ⁴⁵ Hommes and in 'tVeld
 - ⁴⁶ herding behavior
 - ⁴⁷ Easley and O'Hara
 - ⁴⁸ Onur and Demirel
 - ⁴⁹ Onur and Demirel
 - ⁵⁰ Roychowdhury
 - ⁵¹ Cohen et al.
 - ⁵² Cohen and Zarowin
 - ⁵³ Charlie
 - ⁵⁴ Excess Stock Price Volatility
 - ⁵⁵ Zhang et al.
 - ⁵⁶ Koerniadi et al.
 - ⁵⁷ Shalit and Yitzhaki
 - ⁵⁸ Bossaerts et al.
 - ⁵⁹ Ryan and Schneider
 - ⁶⁰ Barger et al.
 - ⁶¹ Koerniadi et al.
 - ⁶² Omnibus test
 - ⁶³ Xu et al.

⁶⁴ Isidro and Dias

⁶⁵ Rebai

⁶⁶ Paruchuri and Misangyi

⁶⁷ Rebai

⁶⁸ Paruchuri and Misangyi