

## تحلیل پدیده نزدیک بینی در بازار سرمایه ایران با بکارگیری مدلی مبتنی بر حسابداری مازاد تمیز

مهدی مرادی

دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد  
mhi\_moradi@um.ac.ir

محمدعلی باقرپور

استادیار گروه حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد  
bagherpour@um.ac.ir

احمد احمدی

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه فردوسی مشهد (مسئول مکاتبات)  
ad\_ahmadi@yahoo.com

تاریخ دریافت: ۹۴/۶/۲ تاریخ پذیرش: ۹۴/۱۰/۱۴

### چکیده

این مقاله پدیده نزدیک بینی را در بازار سرمایه ایران مورد آزمون قرار می دهد. منظور از نزدیک بینی، بیش از واقع ارزیابی کردن عایدات کوتاه مدت و کمتر از واقع ارزیابی کردن عایدات بلندمدت، توسط سرمایه گذاران فعال در بازار است. آزمونهای تحقیق برپایه یک مدل مبتنی بر رویکرد حسابداری مازاد تمیز بنا شدند. این مدل بر مبنای فرض کارایی بازار استوار گشته و حاوی پیش بینی هایی است که نشان می دهد، چگونه قیمت و ارزش شرکت تحت تاثیر ارزش دفتری و سودهای آتی مورد انتظار کوتاه و بلندمدت قرار می گیرد. برای آزمون پدیده نزدیک بینی، از اطلاعات ۲۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ استفاده شد. به منظور آزمون فرضیه تحقیق، مدل مذکور با استفاده از روش داده های ترکیبی با اثرات ثابت برآورد گردید. نتایج برآورد مدل و نیز استفاده از آزمونهای والد و t نشان داد، پدیده نزدیک بینی در بازار سرمایه ایران خودنمایی می کند. این عامل نشان می دهد، سرمایه گذاران ایرانی اهمیت بیشتری برای گذشته شرکت و عایدات آتی کوتاه مدت آن فائلد و کسب عایدات آتی بلندمدت را چندان مهم نمی دانند.

واژه های کلیدی: نزدیک بینی بازار، فرضیه بازار کارا، حسابداری مازاد تمیز، عایدات، آزمون والد.

## ۱- مقدمه

در هر سیستم اقتصادی، گروهی با فعالیت بیشتر و صرفه جویی مناسب، پس اندازی برای آینده ایجاد می کنند که نحوه استفاده ازین پس اندازها می تواند بر جامعه آثار مثبت و یا منفی داشته باشد. در صورتیکه این پس اندازها با مکانیزم صحیحی به بخش تولید هدایت شوند، علاوه بر بازدهی که برای صاحبان سرمایه به ارمغان می آورند، می توانند بعنوان بهترین عامل تامین سرمایه برای راه اندازی طرح های اقتصادی جامعه نیز مفید باشند. در کشورهایی همچون ایران که حجم نقدینگی در دست مردم بالاست، هدایت صحیح آن به سمت بازار سرمایه می تواند به رونق اقتصادی کشور کمک شایانی نماید. بورس از یکسو تامین مالی شرکتها و موسسات را تسهیل کرده و از سوی دیگر برای صاحبان دارایی های غیرنقدی، نقدینگی بالقوه ایجاد می کند.

بورس اوراق بهادار برای اینکه بتواند رسالت خویش را بدرستی انجام داده و محلی مناسب برای جذب و انتقال صحیح پس اندازها و نقدینگی های پراکنده و سرگردان باشد، باید ویژگیهای مشخصی داشته باشد. مهمترین و کلیدی ترین ویژگی بازار بورس، کارایی آن است. تحت شرایط کارایی بازار، هم قیمت اوراق بهادار به درستی و عادلانه تعیین می شود و هم تخصیص سرمایه که مهمترین عامل تولید و توسعه اقتصادی است، بصورت مطلوب و بهینه انجام می گیرد. کارایی بورس، ارتباط تنگاتنگی با اطلاعات موجود در بازار و تاثیر بموقع و سریع آنها بر قیمت اوراق بهادار دارد. لذا بازار سرمایه کارا، بازاری است که در آن قیمت اوراق بهادار منعکس کننده همه اطلاعات موجود باشد. (فاما، ۱۹۷۶)

با حاکمیت پارادایم مالی رفتاری و به چالش کشیده شدن تئوری های مالی استاندارد - به دلیل ناتوانی آنها در تبیین ناهنجاری های مشاهده شده در بازار سرمایه - مطالعه و پژوهش درباره موضوعات رفتاری و روانی سرمایه گذاران اهمیت ویژه ای یافته است. چرا که به عقیده کارشناسان و صاحب نظران این حوزه، عامل اصلی بروز این قبیل ناهنجاری ها در بازار سرمایه، مسایل روانی و رفتاری سرمایه گذاران است. بر این اساس، طی سالهای اخیر مطالعات گسترده ای در خصوص موضوعات مختلف رفتاری در بورسهای مطرح دنیا صورت گرفته است، که از جمله آنها می توان به مطالعات نافسینگر (۱۹۹۶)، نافسینگر و سیاس (۱۹۹۸)، ابرنل و برنارد (۲۰۰۰)، ناکاگوا و دیگران (۲۰۱۲) و لی و آن (۲۰۱۴) اشاره کرد. در پژوهشهای مذکور، رفتارهای مختلف سرمایه گذاران که به نوعی می تواند عملکرد بازار و کارایی آنرا تحت تاثیر قرار دهد، مطالعه و بررسی شده است. رفتار جمعی به عنوان یکی از

موضوعات مهم مورد بحث در پارادایم مالی رفتاری، وضعیتی را تبیین می کند که سرمایه گذاران در یک دوره زمانی خاص معاملات یکنواخت و هم جهتی انجام می دهند (نافسینگر و سیاس، ۱۹۹۸). چنانچه دلیل بروز رفتار جمعی سرمایه گذاران، استفاده آنها از اطلاعات مشترک باشد، در آن صورت رفتار جمعی صورت گرفته، رفتار جمعی کاذب یا غیرعمدی نامیده می شود. رفتار جمعی غیر عمدی را می توان نوعی تعدیل بنیادی قیمت ها دانست که کارایی اطلاعاتی بازار و تخصیص بهینه منابع مالی براساس متغیرهای بنیادی بازار را نشان می دهد. متقابلاً رفتار جمعی عمدی زمانی بروز می کند که سرمایه گذاران به دلایل متعدد منطقی یا غیرمنطقی، اطلاعات و تحلیل های شخصی خود را نادیده گرفته، اقدام به تبعیت و تقلید از تصمیمات دیگران می کنند. برخلاف رفتار جمعی غیرعمدی که نشاندهنده کارایی بازار سرمایه است، رفتار جمعی عمدی، پدیده ناهنجاری محسوب می شود که می تواند به اختلال در روابط تعادلی بازار و در نتیجه عدم کارایی آن منجر گردد (بانرجی، ۱۹۹۲). تعدادی از مطالعات با استفاده از سری های زمانی و داده های تاریخی و بکارگیری روشهای اقتصادسنجی اقدام به شناسایی رفتار جمعی نموده اند. از آنجا که در این رویکرد از اطلاعات کل بازار استفاده می شود، نتایج بدست آمده را می توان به کل بازار تعمیم داد. بطور مثال کریستی و هیوانگ (۱۹۹۵) اولین مطالعه تجربی با رویکرد اقتصادسنجی را برای شناسایی رفتار جمعی سرمایه گذاران در بازار سرمایه انجام دادند. آنها با ارائه یک مدل رگرسیونی با متغیرهای مجازی و با استفاده از انحراف معیار مقطعی بازده، اقدام به اندازه گیری رفتار جمعی سرمایه گذاران در شرایط مختلف بازار نمودند و ادعا کردند، در شرایطی که بازار نوسانات زیادی داشته باشد، افراد تمایل دارند از اعتقادات شخصی خود صرف نظر کرده و از عملکرد کل بازار تبعیت نمایند.

یکی از عواملی که می تواند بر رفتار و تصمیمات سرمایه گذاران در بازارها تاثیر گذارد، پدیده نزدیک بینی است که کارایی بازار را تهدید کرده و منجر به تصمیمات مبتنی بر عملکرد کوتاه مدت بازار می گردد. منظور از نزدیک بینی، بیش از واقع ارزیابی کردن عایدات کوتاه مدت و کمتر از واقع ارزیابی کردن عایدات بلندمدت توسط سرمایه گذاران فعال در بازار است. در حقیقت، در بازارهای فاقد ویژگی کارایی مطلق، سرمایه گذاران و تصمیم گیرندگان، ارزش شرکت را تنها بر اساس آنچه در گذشته روی داده و یا در آینده نزدیک رخ خواهد داد، تعیین می کنند و اهمیت کمتری به توانایی های بالقوه شرکت در آینده دورتر فایلد (آبرنل و برنارد، ۲۰۰۰). مطالعات یاکوبسن و آکار (۱۹۹۳)، نگی و نیل (۲۰۰۱)، لاورتی

(۲۰۰۴)، ولکر (۲۰۱۲) و ریدج و همکاران (۲۰۱۴) پدیده نزدیک‌بینی را ناشی از دیدگاه افراد و رفتار آنان دانسته و تاثیر آن را بر نوع تصمیمات مورد توجه قرار داده‌اند. بورس اوراق بهادار تهران در سالهای اخیر با نوسانات زیادی همراه بوده و می‌توان یکی از دلایل آنرا تصمیمات نزدیک‌بینانه و محتاطانه سرمایه‌گذاران دانست. به دلیل شرایط ویژه اقتصادی حاکم بر کشور و عدم توانایی پیش‌بینی آینده بلندمدت توسط سرمایه‌گذاران و تحلیلگران، انتظار می‌رود، عایدات آتی بلندمدت شرکتها از اهمیت چندانی برای سرمایه‌گذاران برخوردار نباشد و رفتاری نزدیک‌بینانه داشته باشند. در چنین شرایطی آنان ترجیح می‌دهند، تنها بدنبال سودهای کوتاه مدت باشند. در تحقیق حاضر، پدیده نزدیک‌بینی در بازار سرمایه ایران با بکارگیری و بسط یک مدل مبتنی بر حسابداری مازاد تمیز بررسی شده تا نحوه رفتار سرمایه‌گذاران ایرانی در رابطه با عایدات کوتاه و بلندمدت ارزیابی گردد.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

مفهوم مازاد تمیز در مدل سود باقیمانده مطرح گردیده است. مدل سود باقیمانده به عنوان «رویکرد خلق ثروت» در مقابل مدل تنزیل سود نقدی به عنوان «رویکرد توزیع ثروت» بیان شده است. ارتباط ارزش حقوق صاحبان سهام با داده‌های تاریخی مبتنی بر حسابداری، به مطالعه پرنریچ (۱۹۳۶) بر می‌گردد. او نخستین بار مفهوم سود باقیمانده را مطرح کرد. در این مفهوم ارزش دفتری پایان دوره حقوق صاحبان سهام با ارزش دفتری ابتدای دوره به علاوه سود دوره منهای سود نقدی تقسیمی مساوی است (فلتهام و اولسون، ۱۹۹۵).

اولسون (۱۹۹۵) روشی نوین برای تعیین ارزش سهام با استفاده از ارزش دفتری مطرح و برای نخستین بار واژه حسابداری مازاد تمیز را به ادبیات حسابداری وارد کرد. این تفکر جدید اجزایی همچون اقلام غیرمترقبه و بدهی‌های آتی را که قابلیت پیش‌بینی کنندگی ندارند، در محاسبه سود وارد نمی‌کند. در رابطه مازاد تمیز، اختلاف ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام ابتدا و پایان دوره، با تفاوت میان سود دوره و سود نقدی برابر است. از آنجا که تفاوت ارزش دفتری ابتدا و پایان دوره در رابطه مازاد تمیز، صرفاً شامل درآمدها و سودهای توزیع شده می‌باشد، این سوال مطرح می‌گردد که سایر اقلام تغییر دهنده حقوق صاحبان سهام چگونه باید تحلیل شوند؟ می‌توان اینگونه بیان کرد که سایر اقلام به عنوان اقلام تعدیل‌کننده سود توزیعی و درآمد به حساب می‌آیند. به طور کلی فرض اساسی نظریه مازاد تمیز اینست که تمام عناصر سود و

زیان در اندازه‌گیری سود خالص دوره مالی انعکاس می‌یابند. وی جهت شناسایی نقش مجزا برای هر یک از سه متغیر سود، ارزش دفتری و سود تقسیمی، امکان ایجاد یک تئوری منسجم را برای سنجش ارزش شرکت براساس رابطه مازاد تمیز مطرح کرد. بر این اساس با برقراری ارتباط میان ارزش بازار شرکت با ارزش دفتری و سود در ترازنامه و سود و زیان مدلی ایجاد شد که رابطه مازاد تمیز نام گرفت. نکته کلیدی رابطه مازاد تمیز این است که سودهای تقسیمی که امروز پرداخت می‌شوند، بر سودهای مورد انتظار آتی اثری منفی دارند. این مدل مفهوم ایجاد ارزش را از توزیع ارزش (تقسیم سود) جدا می‌کند و این الزام که تقسیم سود، ارزش دفتری را کاهش می‌دهد، اهمیت اقتصادی حسابداری حقوق صاحبان سهام را افزایش می‌دهد.

فلتهام و اولسون (۱۹۹۵) یکی از ویژگی‌های کلیدی ارزیابی شرکت را استمرار عایدات عملیاتی غیر عادی، رشد دارایی‌های غیرعملیاتی و محافظه‌کاری در گزارشگری دارایی‌های عملیاتی دانستند. چنانچه علاوه بر حسابداری محافظه کارانه انتظار رود دارایی‌های عملیاتی نیز رشد کنند، ارزش بازار و تغییر در آن به میزان زیادی به عایدات مربوط می‌شود. ارزش دفتری نشانگر دارایی‌های عملیاتی است. بنابراین، رشد در ارزش دفتری نشانگر رشد عایدات خواهد بود. اگر عایدات عملیاتی غیرعادی استمرار نداشته باشند، قیمت سهام شرکت فقط بستگی به سود دارایی‌های مالی، سود دارایی‌های عملیاتی و سایر اطلاعات دارد و پیش‌بینی عایدات آتی به عایدات جاری بستگی ندارد. لذا بدون تاکید بر عایدات عملیاتی غیرعادی، نمی‌توان عایدات غیرعادی آتی را پیش‌بینی کرد و قیمت، تنها منعکس‌کننده اطلاعات عایدات دوره جاری خواهد بود.

همواره در رابطه با میزان کارایی بازارهای سرمایه مباحث زیادی در جریان بوده است. یکی از عواملی که می‌تواند کارایی یک بازار را زیر سوال ببرد اینست که سرمایه‌گذاران و تحلیلگران در بازار، تنها اطلاعات مربوط به گذشته و حال و آینده بسیار نزدیک شرکتها را مهم پندارند و آنرا در تصمیمات خود وارد کنند. ادبیات حسابداری چنین تصمیماتی را تصمیمات نزدیک‌بینانه نام می‌نهد (آبرنل و برنارد، ۲۰۰۰).

در کشورهای مختلف مطالعاتی در حوزه تصمیمات مالی رفتاری در خصوص پدیده نزدیک‌بینی صورت گرفته و آن را به عنوان یکی از عوامل نقض کارایی بازارهای سرمایه معرفی می‌کند.

سلمان و استیونسون (۱۹۸۵) نزدیک‌بینی بازار را وضعیتی تعریف کردند که در آن مشارکت‌کنندگان در بازار سرمایه، کاربرد منطقی تصمیمات سرمایه‌گذاری انفرادی خود را نادیده

## ۳- مدل های پژوهش

## ۳-۱- بسط یک مدل مبتنی بر حسابداری مازاد تمیز

## برای آزمون نزدیک بینی بازار

ارزش حقوق صاحبان سهام شرکت را می توان با جمع سودهای نقدی مورد انتظار تنزیل شده بدست آورد:

$$P_t = \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r)^{-\tau} E_t[d_{t+\tau}] \quad (\text{مدل ۱})$$

$P_t$  = ارزش بازار حقوق صاحبان سهام،  $d$  = سود نقدی و  $r$  = نرخ تنزیل (نرخ هزینه سرمایه شرکت)

مالکیل (۱۹۹۲) برای آزمون نزدیک بینی بازار، مدل فوق را بکار گرفت. اما این مدل دارای یک محدودیت اساسی است. این محدودیت آن است که نمی توان تغییر یا رشد سود نقدی شرکت را در طول زمان به درستی ارزیابی کرد. این عامل باعث شد، برای آزمون نزدیک بینی بازار در مطالعات بعدی، متغیرهای حسابداری، جایگزین سود نقدی شوند. برنارد (۱۹۹۴) و اولسون (۱۹۹۵) از الگوی عایدات باقیمانده به عنوان مبنایی برای ارزیابی های خود استفاده کردند (آبرنل و برنارد، ۲۰۰۰). آنها معیار سنجش ارزش شرکت را بر اساس الگوی عایدات باقیمانده و بر مبنای تئوری حسابداری مازاد تمیز، به شرح زیر بیان کردند:

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^{\infty} (1+r)^{-\tau} E_t[X_{t+\tau} - rb_{t+\tau-1}] \quad (\text{مدل ۲})$$

$b_t$  = خالص ارزش دفتری شرکت،  $X_t$  = عایدات شرکت (سود خالص پس از کسر مالیات)

مدل فوق یک چارچوب اساسی را برای آزمون نزدیک بینی بازار ارائه می دهد.

مازاد مورد انتظار قیمت بر ارزش دفتری در سال T (آینده شرکت) با عایدات غیرعادی تنزیل شده شرکت پس از سال T برابر است با:

$$E_t[P_t - b_t] = \sum_{\tau=T+1}^{\infty} (1+r)^{-(t-\tau)} E_t[X_{t+\tau} - rb_{t+\tau-1}] \quad (\text{مدل ۳})$$

با جایگذاری متغیرهای مدل ۳ در مدل ۲، مدل ۴ به شرح زیر بدست می آید:

$$P_t = b_t + \sum_{\tau=1}^T (1+r)^{-\tau} E_t[X_{t+\tau} - rb_{t+\tau-1}] + (1+r)^{-T} E_t[P_{t+T} - b_{t+T}] \quad (\text{مدل ۴})$$

می گیرند. هرگاه این تصمیمات غیر معقولانه در کنار یکدیگر جمع شوند، فاجعه ای در بازار رخ خواهد داد. این وضعیت منجر به سرازیر شدن منابع پولی بسیاری به برخی صنایع خاص و ارزیابی نادرست قیمت بازار سهام آنها خواهد شد. وادوانی (۱۹۹۷) بر این عقیده است که ۸۵ درصد از مدیران، سیاستمداران، روزنامه نگاران و کارکنان دولت که در بازار سهام بریتانیا فعالیت می کنند، این بازار را نزدیک بین دانسته و خود دیدگاهی کوتاه مدت دارند و آینده دور را چندان در تصمیمات خود وارد نمی کنند.

آبرنل و برنارد (۲۰۰۰) در تحلیل نزدیک بینی بازار سرمایه آمریکا از مدل قیمتی مبتنی بر پیش بینی عایدات در افق های گوناگون استفاده کردند. برای یک دوره مالی ۱۶ ساله مشخص شد، بازار ارزشهای دفتری را به درستی تفسیر و در قیمتها منعکس کرده است. از طرفی این بازار تا حدودی وزن بیشتری برای عایدات غیرعادی آتی یک سال بعد نسبت به عایدات غیرعادی بلندمدت تر در نظر می گیرد. به ادعای نویسندگان، نتایج حاصله نمی تواند وجود پدیده نزدیک بینی در بازار سرمایه آمریکا را به طور قطع تایید کنند و آنان نتایج بدست آمده برای پذیرش یا رد این پدیده را چندان قوی نمی دانند.

لاورتی (۲۰۰۴) بیان می دارد، بیش از دو دهه است که پدیده نزدیک بینی در رسانه ها و مقالات دانشگاهی مطرح شده است. نزدیک بینی برای بیان تصمیماتی بکار برده می شود که کسب عایدات کوتاه مدت را دنبال می کنند و توجه چندان به عایدات آتی بلندمدت و نیز برنامه هایی با منافع آتی بلندمدت ندارند.

نزدیک بینی در رابطه با سهامی که ارزشیابی و انجام فرایند آربیتراژ آنها در بازار دشوارتر انجام می شود، بیشتر به چشم می آید. دل ریو و سانتاماریا (۲۰۱۱) سرمایه گذاران نهادی را نسبت به دیگر سرمایه گذاران، دور اندیش تر دانسته و معتقدند آنها کمتر تحت تاثیر پدیده نزدیک بینی قرار می گیرند.

پدیده نزدیک بینی می تواند آثاری مخرب بر اقتصاد جهانی داشته باشد. کلارک (۲۰۱۰) رابطه نزدیک بینی را با بحران مالی جهانی بررسی کرد. وی معتقد است، بسیاری از مردم یا قادر نیستند و یا تمایل ندارند، افق دید خود را از یک دوره کوتاه مدت فراتر برند. همانطور که در بحران مالی جهانی مشخص شد، دیدگاه نزدیک بینانه افراد برای آنان و رفاه کل جامعه بسیار گران تمام شد. این پدیده باید مدیریت شده و به تدریج بهبود یابد تا در دهه های آتی شاهد چنین بحرانهایی در جهان نباشیم.

$$r_{jt} = r_f + \beta_{jt}(r_{mt} - r_f) \quad (\text{مدل ۶})$$

$r_{jt}$  = نرخ هزینه سرمایه شرکت  $z$  در سال  $t$ ،  $r_f$  = نرخ بازده بدون ریسک که مساوی با میانگین نرخ بهره اوراق مشارکت در طول دوره زمانی تحقیق در نظر گرفته شده است.<sup>۵</sup>  $\beta_{jt}$  = ریسک سیستماتیک شرکت  $z$  در سال  $t$ ،  $r_{mt}$  = نرخ بازده سالانه بازار که از رابطه زیر بدست می آید:

$$r_m = \left( \frac{\text{index}_t}{\text{index}_0} \right)^{\frac{1}{n}} - 1 \quad (\text{مدل ۷})$$

$\text{index}_t$  = شاخص بورس در پایان هر سال،  $\text{index}_0$  = شاخص بورس در پایان سال پایه  $t$ ،  $n$  = فاصله سال مورد محاسبه تا سال پایه

#### ۴- روش شناسی پژوهش

داده های مورد نیاز برای آزمون فرضیه تحقیق از بانک اطلاعاتی ره آورد نوین طی دوره زمانی سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ استخراج گردید. کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان جامعه آماری تحقیق انتخاب شدند و هیچگونه نمونه گیری انجام نشد. بلکه ۲۵۰ شرکت از ۳۱ صنعت - به جز شرکت های سرمایه گذاری و واسطه گری مالی - که اطلاعات آنان برای آزمون فرضیه در دوره زمانی تحقیق در دسترس بود، به عنوان شرکت های مورد آزمون، در نظر گرفته شدند. این مجموعه، شرکت هایی را در بر می گیرد که قبل از سال ۱۳۸۴ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده اند.

این تحقیق از جمله تحقیقات زمینه ای پس رویدادی است. هدف تحقیقات زمینه ای، مطالعه و بررسی وسیع موقعیت قبلی و فعلی یا کنش و واکنش های یک واحد از اجتماع یا یک فرد یا گروه بوده و هدف از تحقیقات پس رویدادی، بررسی روابط علت و معلولی از طریق مطالعه نتایج موجود است.

در داده های ترکیبی اقتصاد سنجی روش مرسوم برای انتخاب نوع مدل جهت برآورد پارامترها، آزمون های چاو و هاسمن می باشند. آزمون چاو با فرضیه صفر مبتنی بر انجام مدل تلفیقی و فرضیه مقابل آن مبتنی بر مدل اثرات ثابت است. آزمون هاسمن برپایه وجود یا عدم وجود ارتباط بین خطای رگرسیون برآورد شده و متغیرهای مستقل مدل شکل گرفته است. اگر این ارتباط وجود داشته باشد، مدل اثرات تصادفی و در غیر اینصورت، مدل اثرات ثابت انتخاب می شود. به عبارت دیگر، فرضیه صفر در آزمون هاسمن نشاندهنده عدم ارتباط بین متغیرهای مستقل و خطای تخمین و فرضیه مقابل

این مدل، ارزش شرکت را به سه عنصر تفکیک می کند. اولین جزء سمت راست تساوی فوق، نشاندهنده عایدات و توزیع سرمایه در گذشته<sup>۳</sup> است. دومین جزء، عایدات غیرعادی<sup>۳</sup> تنزیل شده در سالهای مختلف را نشان می دهد. آخرین بخش مدل نیز نمایانگر عایدات غیرعادی است که پس از سال  $T$  (آینده بلندمدت) ایجاد خواهند شد.<sup>۴</sup>

مزیت بکارگیری این مدل برای آزمون نزدیک بینی بازار اینست که ارزش شرکت را به اجزاء مختلفی که همگی نماینده عایدات هستند، تجزیه می کند.

با توجه به توضیحات پیشین مدل زیر برای آزمون نزدیک بینی بازار سرمایه ایران بکار گرفته شد:

(مدل ۵)

$$P_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 b_{jt} + \alpha_2 \sum_{\tau=1}^T (1 + r_{jt})^{-\tau} E_t [X_{jt+\tau} - r_{jt} b_{jt+\tau-1}] + \alpha_3 (1 + r_{jt})^{-T} E_t [P_{jt+T} - b_{jt+T}] + \omega_{jt}$$

همانگونه که پیش ازین بیان شد، منظور از نزدیک بینی بازار اینست که سرمایه گذاران وزن کمتری برای عایدات آتی بلندمدت و وزن بیشتری برای عایدات گذشته، جاری و آتی کوتاه مدت قایل می شوند. برای سنجش این ادعا، در مدل فوق اثر رویدادها برای سه سال ( $\tau=1, 2, 3$ ) نسبت به هر سال دوره زمانی تحقیق در مدل وارد می شود.  $\tau=1$  نشاندهنده اثر عایدات جاری و کوتاه مدت و  $\tau=3$  منعکس کننده تصمیمات بلندمدت و دوربینانه خواهد بود.

با برآورد مدل ۵ و استخراج ضرایب حاصله، نزدیک بینی بازار سرمایه ایران آزمون می شود. می توان فرضیه تحقیق را اینگونه بیان کرد:

$$\begin{aligned} H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = 1 \\ H_1: \alpha_1, \alpha_2 \geq 1, \alpha_3 < 1 \end{aligned}$$

در شرایط کارایی انتظار می رود، بازار اثر یکسانی برای رویدادهای گذشته، حال و آینده در راستای ارزشگذاری شرکت قایل شود و لذا همه ضرایب مدل ۵ با یک برابر خواهند بود. (فرض  $H_0$ ) نقیض این ادعا منجر به بیشتر بودن ضرایب متغیرهای عایدات گذشته، جاری و آتی کوتاه مدت از عدد یک و کمتر بودن ضرایب متغیر عایدات آتی بلندمدت از یک خواهد بود و پدیده نزدیک بینی را در بازار سرمایه ایران نشان خواهد داد. (فرض  $H_1$ )

#### ۳-۲- محاسبه نرخ تنزیل

برای محاسبه نرخ تنزیل بکار رفته شده در مدل ۵، از الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای، استفاده شده است.

ارتباط ایندو را نشان می دهد. بنابراین رد فرض صفر معادل با پذیرش مدل اثرات ثابت می باشد.

### ۵- نتایج پژوهش

نتایج حاصل از آزمونهای چاو و هاسمن در نگاره ۱ آمده است.

نگاره ۱

| نوع آزمون   | آماره کای دو | سطح احتمال | نتیجه                                |
|-------------|--------------|------------|--------------------------------------|
| آزمون چاو   | ۹۱۱,۰۹۵      | ۰,۰۰۰      | رد فرضیه صفر و انتخاب مدل اثرات ثابت |
| آزمون هاسمن | ۷۹,۷۸        | ۰,۰۰۰      | رد فرضیه صفر و انتخاب مدل اثرات ثابت |

نتیجه آزمون چاو نشانگر مدل اثرات ثابت می باشد. برای اطمینان بیشتر در تعیین نوع مدل در مرحله بعد از آزمون هاسمن نیز استفاده شد. با توجه به نتایج حاصل از نگاره فوق، فرضیه صفر مبتنی بر مدل اثرات تصادفی رد می شود. بنابراین باید برای برآورد مدل و استنباط آماری از مدل اثرات ثابت استفاده گردد.

با توجه به نتایج دو آزمون فوق، مدل ۵ به روش اثرات ثابت برآورد گردید. نتایج این برآورد در نگاره ۲ آمده است.

نگاره ۲

| متغیر مستقل           | ضریب     | خطای استاندارد     | آماره t  | prob   | سطح معنی داری |
|-----------------------|----------|--------------------|----------|--------|---------------|
| C                     | ۱,۳۵۱۸۱۴ | ۰,۳۴۲۸۲۵           | ۳,۹۴۳۱۶۶ | ۰,۰۰۰۱ | %۹۹           |
| Book Value            | ۱,۱۵۶۲۵۸ | ۰,۰۳۴۶۸۲           | ۳۳,۳۳۸۸۵ | ۰,۰۰۰۰ | %۹۹           |
| Abnormal Earning      | ۱,۱۲۷۹۳۰ | ۰,۰۴۰۰۵۲           | ۲۸,۱۶۱۶۳ | ۰,۰۳۵۴ | %۹۵           |
| Terminal Premium      | ۰,۶۸۸۶۳۱ | ۰,۰۱۴۰۳۲           | ۴۹,۰۷۶۰۳ | ۰,۰۰۰۰ | %۹۹           |
| $R^2$                 | ۰,۸۶۲۴۷۷ | Mean dependent var | ۱۱,۴۵۸۰۲ |        |               |
| $Adj - R^2$           | ۰,۸۴۲۵۸۶ | S.D dependent var  | ۰,۶۵۷۵۹۴ |        |               |
| Akaike info criterion | ۰,۲۶۸۷۲۳ | Durbin Watson stat | ۱,۴۶۵۶۴۰ |        |               |
| F-statistic           | ۴۳,۳۶۱۳۲ | Schwarz criterion  | ۰,۹۶۲۲۹۸ |        |               |
| Prob(F-statistic)     |          |                    | ۰,۰۰۰۰۰۰ |        |               |

نگاره ۳

| ضریب       | مقدار برآوردی مدل | انحراف استاندارد | آماره t برآوردی |
|------------|-------------------|------------------|-----------------|
| $\alpha_1$ | ۱,۱۵۶۲۵۸          | ۰,۰۳۴۶۸۲         | ۴,۵۰۵۴۴         |
| $\alpha_2$ | ۱,۱۲۷۹۳۰          | ۰,۰۴۰۰۵۲         | ۳,۱۹۴۰۹         |
| $\alpha_3$ | ۰,۶۸۸۶۳۱          | ۰,۰۱۴۰۳۲         | -۲۲,۱۸۹۹۲       |

نتایج برآورد مدل، نشاندهنده معنی داری همه ضرایب است. آماره F حاصله نیز، نمودگر معنی داری کل مدل می باشد.  $R^2$  (۰,۸۶) و  $R^2$  تعدیل شده (۰,۸۴)، نیکویی برازش مدل را نشان می دهد. نتایج همچنین نشان می دهد، کلیه متغیرهای مستقل با متغیر وابسته رابطه مثبت و معنی داری دارند.

ضریب متغیر مستقل ارزش دفتری، از عدد یک بیشتر است ( $\alpha_1 > 1$ ). این عامل نشان می دهد، سرمایه گذاران ایرانی توجه ویژه ای به اطلاعات تاریخی در فرایند ارزشیابی شرکت ها دارند. ضریب عایدات غیر عادی نیز از عدد یک بزرگتر است ( $\alpha_2 > 1$ ). این امر نقیض فرضیه کارایی بازار بوده و بیان می کند سرمایه گذاران وزن بیشتری برای عایدات غیرعادی جاری و آتی کوتاه مدت قائلند. نتایج برآورد مدل ۵ همچنین نشان می دهد، سرمایه گذاران و بازار اهمیت کمتری برای عایدات آتی بلندمدت قائل می شوند ( $\alpha_3 < 1$ ).

برای قوت بخشیدن به صحت نتایج حاصل از برآورد مدل ۵، دو آزمون t و والد نیز انجام شد.

از آزمون t برای سنجش معنی داری هر یک از ضرایب استفاده می شود. بر اساس این آزمون هرگاه قدرمطلق آماره t برآوردی از عدد ۲ بزرگتر باشد، ضرایب معنی دار شده اند. نتایج این آزمون به شرح جدول ۳ می باشد.

با عدد یک نشان داد و وجود پدیده نزدیک بینی را تایید نمود. نتیجه حاصل را می توان اینگونه تفسیر کرد، که سرمایه گذاران فعال در بورس اوراق بهادار ایران، اهمیت بیشتری برای گذشته شرکت، عایدات جاری و آتی کوتاه مدت آن قائلند و کسب عایدات آتی بلندمدت را چندان با اهمیت نمی دانند. در حالیکه ممکن است با یک دیدگاه آینده نگر در سرمایه گذاری های خود، سود و منفعت بیشتری کسب نمایند.

آبرنل و برنارد (۲۰۰۰) در بررسی پدیده نزدیک بینی در بازار سرمایه آمریکا، نتوانستند به صراحت وجود دیدگاه نزدیک بینانه را در میان سرمایه گذاران تایید کنند. شواهد آنان تنها نشان داد، سرمایه گذاران وزن بیشتری برای اقلام دفتری شرکتها قائلند، اما آنها تفاوت معنی داری را میان وزن عایدات جاری و عایدات آتی نیافتند. به ادعای آنان، نتایج حاصله نمی تواند وجود پدیده نزدیک بینی در بازار سرمایه آمریکا را به طور قطع تایید کنند، لذا نتایج را برای پذیرش یا رد این پدیده چندان قوی تشخیص ندادند. در حالیکه نتایج حاصل از تحقیق ما وجود پدیده نزدیک بینی را در بازار سرمایه ایران تایید و عدم کارایی آن را نشان می دهد. مالکیل (۱۹۹۲) نیز عایدات کوتاه مدت را در مدل خود برای بررسی نزدیک بینی سرمایه گذاران امریکایی وارد کرد و به نتایجی مشابه آنچه در این تحقیق حاصل شد، دست یافت، اما مدل مورد استفاده وی با آنچه در این پژوهش استفاده شد، متفاوت است. همان طور که پیش از این نیز اشاره شد، در زمینه پدیده نزدیک بینی مطالعاتی در سایر کشورها نیز انجام شده که از جمله می توان به مطالعات وادوانی (۱۹۹۷)، دل و سانتاماریا (۲۰۱۱) و ریچ (۲۰۱۴) اشاره کرد، که همگی تا حدودی وجود پدیده نزدیک بینی را همانند مطالعه حاضر، نشان داده اند، اما مسلماً میزان و افق نزدیک بینی سرمایه گذاران در بازارهای سرمایه مختلف با یکدیگر متفاوت است.

رفتار جمعی نزدیک بینانه سرمایه گذاران ایرانی، پدیده ناهنجاری محسوب می شود که می تواند به اختلال در روابط تعادلی بازار و در نتیجه عدم کارایی آن منجر گردد. می توان دلیل این نوع تصمیم گیری را عدم ثبات در شرایط اقتصادی کشور و وجود نوسانات در بازار سرمایه در طول سالهای دوره مطالعه دانست که بر نتایج تحقیق اثر گذاشته اند. بزرگترین مشکل، نگاه کوتاهمدت فعالان بازار به بورس است. پدیده کوتاهمدت‌گرایی یا نزدیک بینی، باعث شده تا عوامل بنیادی و افق بلندمدت سرمایه‌گذاری در بورس فراموش و کسب بازدهی‌های روزانه جایگزین آن شود. عامل اصلی این اتفاق بروز رفتارهای هیجانی سهامداران حقیقی و در برخی مواقع سهامداران حقوقی است. علت بروز چنین رفتاری از سوی

با توجه به آماره  $t$  محاسبه شده در سطح اطمینان ۹۵ درصد، تمامی ضرایب حاصل از برازش مدل، معنی دار شده و اختلاف آنها با عدد یک مشخص گردیده است.

به منظور آزمون رد یا پذیرش فرض صفر از آزمون والد استفاده میشود. این آزمون بر پایه آماره  $F$  و  $X^2$  استوار است. به دلیل این که تمام فروض خطی است، جهت رد یا قبول هر فرض، آماره  $F$  مقید یا  $X^2$  با مقادیر بحرانی آن مقایسه و معنی دار بودن آن مشخص می گردد. در این آزمون، تمامی قیود مطرح شده در فرضیه  $H_0$  به طور همزمان مورد بررسی قرار می گیرند. نگاره ۵ نشاندهنده نتایج این آزمون است.

#### نگاره ۴

| آماره آزمون  | مقدار خروجی | سطح احتمال |
|--------------|-------------|------------|
| آماره F      | ۱۷۲۴۰۳۵     | ۰,۰۰۰۰     |
| آماره کای دو | ۶۸۹۶۱۴۰     | ۰,۰۰۰۰     |

با توجه به خروجی آزمون مذکور، فرضیه صفر تحقیق (کارایی بازار) رد و فرضیه نقیض آن (نزدیک بینی بازار) تایید می شود.

نتایج برآورد مدل به روش اثرات ثابت و نیز آزمونهای اضافی والد و  $t$ ، حاکی از رد فرضیه کارایی بازار بوده و رفتار نزدیک بینانه سرمایه گذاران فعال در بورس اوراق بهادار تهران را تایید میکنند. این خروجی ها نشان می دهند، در بازار سرمایه ایران، سرمایه گذاران وزن بیشتری به اطلاعات تاریخی و عایدات جاری و آتی کوتاه مدت شرکتها قائلند و چشم انداز آتی و بلندمدت آنها را در برآوردهای خود چندان جدی نمی گیرند، که این امر دیدگاه نزدیک بینانه آنان را نشان می دهد.

#### ۶- نتیجه گیری و بحث

در این مقاله، پدیده نزدیک بینی در بازار سرمایه ایران با بکارگیری مدل ارزیابی عایدات باقیمانده تنزیل شده، مبتنی بر تئوری حسابداری مازاد تمیز، بررسی شد. برای محاسبه نرخ تنزیل مورد استفاده در مدل مذکور، از الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و اطلاعات واقعی شرکتها در طول دوره زمانی تحقیق استفاده گردید. با جمع آوری اطلاعات ۲۵۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، آزمون نزدیک بینی بازار برای یک دوره زمانی ۸ ساله طی سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۱ انجام شد. برازش مدل اصلی تحقیق با بکارگیری روش داده های ترکیبی با اثرات ثابت، و استخراج ضرایب متغیرها منجر به رد فرضیه صفر -کارایی بازار- گردید. نتایج آزمونهای والد و  $t$ ، معنی داری اختلاف ضرایب حاصله را

- \* Feltham, G. Ohlson, J. (1995) "Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities." *Contemporary Accounting Research*, Vol.11, No.2, pp: 689-731.
- \* Jacobson, R. Aaker, D. (1993) "Myopic management behavior with efficient, but imperfect, financial markets: A comparison of information asymmetries in the U.S. and Japan", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.16, Iss: 4, pp: 383-405.
- \* Laverty, K. (2004) "Managerial myopia or systemic short-termism?: The importance of managerial systems in valuing the long term", *Management Decision*, Vol. 42, Iss: 8, pp: 949-962.
- \* Lee, W. Ahn, J. (2014) "Financial interpretation of herd behavior index and its statistical estimation", *Journal of the Korean Statistical Society*, In Press, Corrected Proof.
- \* Malkiel, B. G. (1992) "The Influence of Conditions in Financial Markets on the Time Horizons of Business Managers: An International Comparison." Working Paper. Harvard Business School and Council on Competitiveness.
- \* Nagy, A. Neal, T. (2001) "An empirical examination of corporate myopic behavior: a comparison of Japanese and U.S. companies", *The International Journal of Accounting*, Vol.36, Iss: 1, pp: 91-113.
- \* Nakagawa, R. Oiwa, H & Takeda, F. (2012) "The Economic Impact of Herd Behavior in the Japanese Loan Market", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.20, Iss: 4, pp: 600-613.
- \* Nofsinger, R. (1996) "Tests of herding and positive feedback trading strategies by institutions and individuals" Washington State University Press.
- \* Nofsinger, R. Sias, W. (1998) "Herding and feedback trading by institutions and individual investors". Washington State University Press.
- \* Ohlson, J. (1995) "Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation." *Contemporary Accounting Research*, pp:661-87.
- \* Ridge, J. Dave, K & White, M. (2014) "The influence of managerial myopia on firm strategy" *Management Decision*, Vol. 52 Iss: 3, pp: 602-623.
- \* Sahlman, A. Stevenson, H. "Capital Market Myopia." *Journal of Business Venturing*, Vol.1, No.1, pp:7-30.
- \* Volker, L. (2012) "Stock option vesting conditions, CEO turnover, and myopic investment", *Journal of Financial Economics*, Vol.106, Iss: 3, pp: 513-526.
- \* Wadhvani, S. (2005) "UK Stock Markets, Myopic and inefficient?" *Economic Policy*, Vol.1, No.4. pp:1-16

#### یادداشت‌ها

<sup>۱</sup> - نحوه محاسبه آن در بخش ۴ توضیح داده شده است.

<sup>۲</sup> - Book Value

<sup>۳</sup> - Abnormal Earning

<sup>۴</sup> - Terminal Premium

<sup>۵</sup> - میانگین این نرخ برای دوره زمانی تحقیق، با توجه به آمارهای بانک مرکزی، ۱۶٫۷۵٪ بوده است.

<sup>۱</sup> - در این تحقیق، شاخص آخرین روز سال مالی ۱۳۷۶ به عنوان شاخص پایه در نظر گرفته شد.

سرمایه‌گذاران در بورس را می‌توان، برآورده نشدن سطح توقعات و انتظاراتشان عنوان کرد.

یکی از مهمترین محدودیتهای موجود برای انجام تحقیق، چگونگی محاسبه نرخ تنزیل بود. برآورد نرخ تنزیل به ناچار با اندکی خطا روبروست که می‌تواند بر کل نتایج تحقیق اثرگذار باشد.

از آنجایی که در زمینه پدیده نزدیک بینی در بازار سرمایه ایران تا کنون تحقیق جامعی صورت نگرفته است، مطالعاتی با موضوعات زیر جهت تحقیقات آتی پیشنهاد می‌شود:

- (۱) انجام آزمون نزدیک بینی به تفکیک صنایع مختلف، تا بوسیله آن بتوان میزان نزدیک بینی سرمایه‌گذاران هر صنعت را با یکدیگر مقایسه کرد.
- (۲) انجام آزمون نزدیک بینی بازار به تفکیک سالهای مختلف، اخذ نتایج و بررسی همبستگی آن با نوع اخبار منتشر شده هر سال.
- (۳) مقایسه پدیده نزدیک بینی با استفاده از مدل ارائه شده در این تحقیق در میان بورسهای منطقه و یا بورسهای کشورهای اسلامی.
- (۴) مطالعه پدیده نزدیک بینی در طول ماهها و فصول مختلف سال و شناسایی تاثیر نگرش سرمایه‌گذاران.
- (۵) انجام پژوهش با استفاده از دیگر متغیرهای اثرگذار بر پدیده نزدیک بینی، مانند بازده غیرعادی انباشته سهام.
- (۶) یافتن مدلی برای مقایسه میزان نزدیک بینی سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه مختلف.

#### فهرست منابع

- \* Abarbanell, J. Bernard, V. (2000) "Is the U.S stock market myopic?". *Journal of Accounting Research*, Vol.38, No.2, pp: 221-242.
- \* Banerjee, A. (1992) "A simple model of herd behavior" *The Quarterly Journal of Economics*, No.3, Vol.107, PP: 797-817.
- \* Bernard, V. (2004) "Accounting-Based Valuation Methods, Determinants of Book-to-Market Ratios, and Implications for Financial Statement Analysis." Working paper, University of Michigan.
- \* Christie, G. Huang, D. (1995) "Following the pied piper: Do individual returns herd around the market?" *Financial Analysts Journal*, No.4, Vol.51, pp: 31-37.
- \* Clark, G.L. (2010) "Myopia and the global financial crisis: short-termism, context-specific reasoning, and market structure." SPACES online.
- \* Del Rio, C., Santamaria, R. (2011) "Stock characteristics, investor type and market myopia." Available online, [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).
- \* Fama, E. (1976) "foundation of finance, new work, basic books" Inc.Publishers, pp: 136-165.