

استراتژی‌های نیروی حرکت، اثبات محتوای اطلاعاتی سود حسابداری

علی ثقفی

عضو هیئت علمی دانشگاه علامه طباطبایی

امیر عباس صاحبقرانی^۱

دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی

چکیده

تاریخ دریافت: ۹۲/۰۷/۲۷

تاریخ پذیرش: ۹۲/۰۹/۱۵

با مطرح شدن فرضیه بازار کارا در سال ۱۹۶۵ انتقادهای جدی به حوزه‌ی حسابداری وارد گردید و بیان شد اطلاعات حسابداری تنها منبع مورد استفاده جهت تعیین قیمت سهام نیست این تفکر بعدها با تکامل فرضیه بازار کارا به خصوص شکل‌گیری نظریاتی همچون مدل CAPM با جزئیات بیشتری تئوریزه گردید و سال‌ها نظریه غالب در حوزه‌ی مالی به خصوص مدیریت مالی شد. پس از مطرح شدن این نظریه حسابداران به تکافوی اثبات تاثیر اطلاعات حسابداری در بازار سهام افتادند که یکی از مهمترین این تحقیقات را می‌توان تحقیق بال و براون در سال ۱۹۶۸ ذکر کرد که چالشی برای بحث کارایی بازار به شمار می‌آمد. در سال‌های اخیر نیز با رونق فرضیه مالی رفتاری و انجام پژوهش‌های متعدد در جهت شناخت اثر سوگیری‌های رفتاری در بازار سهام یکبار دیگر توجه به اطلاعات حسابداری به عنوان جلوه گاه بروز این خلاف قاعده‌ها معطوف گردید که یکی از این حوزه‌ها را می‌توان تحقیقات مربوط به استراتژی‌های نیروی حرکت (مومنتوم) نام برد. در استراتژی‌های نیروی حرکت که از مبانی فیزیک و روانشناسی نیز بهره می‌گیرد بیان می‌گردد چنانچه به روشی قاعده مند رفتار سهام در گذشته بررسی گردد می‌توان پیش بینی نمود که سهام در آینده به چه سمتی پیش خواهد رفت.

واژه‌های کلیدی: فرضیه بازار کارا، فرضیه مالی رفتاری، استراتژی‌های مومنتوم، مومنتوم سود

طبقه‌بندی موضوعی: G14

مقدمه

بررسی رفتار قیمت دارائی‌های فیزیکی و سرمایه‌ای (اوراق بهادار) از آغاز شکل‌گیری بازارها مورد علاقه سرمایه‌گذاران بوده است و تحقیقات علمی و تجربی متعددی در این زمینه انجام شده است، تا قبل از بیان شدن فرضیه بازار کارا حسابداران مدعی بودند سرمایه‌گذاران برای حرکت در بازار سهام تنها به اطلاعات حسابداری متکی هستند (فرضیه انحصاری بودن اطلاعات حسابداری) و نقش سود حسابداری در ایجاد عرضه و تقاضا برای سهم و در نتیجه تعیین قیمت سهم نقشی بی‌بدیل است. به تدریج با شکل‌گیری تحقیقات اثباتی در حوزه‌ی مالی انتقادات به این دیدگاه بیشتر گردیده و اقتصاددانان مالی مدعی این موضوع شدند که سازوکار بازار سهام به گونه‌ای است که اطلاعات حسابداری قابلیت شکل بخشیدن رفتار آتی قیمت یک سهم و در نتیجه عرضه و تقاضا در بازار را ندارد. اولین بار موریس کندال^۱ با بررسی روند قیمت‌ها اظهار داشت نمی‌توان الگوی قابل پیش‌بینی در قیمت‌های سهام شناسایی کرد. به نظر می‌رسد، قیمت‌ها بطور تصادفی حرکت می‌کنند. آنها با همان احتمالی که به بالا حرکت می‌کنند به سمت پائین نیز می‌روند، بدون توجه به عملکرد گذشته‌ای که داشته‌اند، سپس رابرتز (۱۹۵۹) با استفاده از جدول اعداد تصادفی، تغییرات قیمت‌ها را برای مدت ۵۲ هفته بررسی نمود، و نتیجه‌گیری کرد که رفتار سری زمانی قیمت‌ها مشابه اعداد تصادفی است. برنشتین^۲ (۱۹۸۵) نیز اظهار داشت که نمی‌توان رفتار آینده قیمت را پیش‌گویی کرد نتایج این تحقیقات و مطالعات دیگر موجب شد تا محققین به سمت فرضیه گشت تصادفی روی آورند. این نظریه موجب نارضایتی اکثر حسابداران و حتی برخی از اقتصاددانان مالی شد، چرا که در صورت درست بودن نتایج آنها، این نشان می‌داد که بازار سهام دارای «ماهیت حیوانی» می‌باشد که از هیچ قانون منطقی تبعیت نمی‌کند. بطور خلاصه نتایج غیر عقلانی بودن بازار را تأیید می‌کرد تا اینکه یوجین فاما^۳ رساله دکترای خود را در سال ۱۹۶۵ به این موضوع اختصاص داد. وی با استفاده از لگاریتم تغییرات قیمت‌های ۳۰ سهم و با استفاده از ضریب همبستگی به این نتیجه رسید که همبستگی بسیار ضعیفی بین تغییرات متوالی قیمت‌ها وجود داشته و الگوی با اهمیتی در تغییرات متوالی قیمت سهام مشاهده نمی‌شود. نظریه فاما بازار سرمایه آمریکا را تکان داد زیرا برای اولین بار به سرمایه‌گذاران حرفه‌ای، سفته‌بازان و تحلیل‌گران اوراق بهادار گفته می‌شد که نمی‌توان حرکت

قیمت را پیش‌بینی کرد. وی بیان کرد که اگر برخی از سرمایه‌گذاران و یا تحلیل‌گران، به سود دست یافته‌اند، بر مبنای شانس بوده است (مرادی، ۱۳۸۴). از سال ۱۹۶۵ با مطرح شدن نظریه فاما، مطالعات دیگری توسط پژوهشگرانی از قبیل ون هورن^۴، پارکر^۵، جنسن^۶ انجام شد که باعث شکل‌گیری نظریه‌ی بازار کارای سرمایه (EMH) گردید طبق این نظریه، قیمت سهام منعکس‌کننده ارزش فعلی تمامی جریان‌های نقدی آتی است که انتظاری‌رود برای دارنده آن سهم تحقق یابد، طرفداران نظریه بازار کارای سرمایه معتقدند که اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدیدی که وارد بازار می‌شود حساس بوده و نسبت به آنها عکس‌العمل نشان می‌دهند و این عکس‌العمل در قیمت اوراق بهادار مشهود است. به عبارت دیگر قیمت اوراق بهادار منعکس‌کننده تمام اطلاعات موجود در بازار است، بنابراین اطلاعات حسابداری که در بهترین شرایط چند روز بعد از پایان سال مالی منتشر می‌شود جزء اطلاعات تاریخ مصرف گذشته‌ای هستند که قبلاً در قیمت‌ها منعکس شده است و حتی با ضعیف‌ترین سطح از کارایی بازار که مدعی می‌شود قیمت اوراق بهادار تمام اطلاعات تاریخی را منعکس می‌نماید همخوانی نداشته و اصطلاحاً صورت‌های مالی فاقد محتوای اطلاعاتی هستند (ثقفی، ۱۳۹۲).

۱-۱- آیا بازارها کارا هستند؟

شاید بتوان گفت که در حوزه مالی، بیشترین تحقیقات در جهت آزمون کارایی بازار انجام شده است و هنوز هم در حال انجام است، زیرا بررسی کارایی بورس اوراق بهادار فقط در یک مقطع از زمان انجام نمی‌شود، بلکه محققان مرتباً آن را آزمون می‌کنند (براون، ۲۰۰۳). برخی از تحقیقات صورت گرفته شواهدی جهت کارایی بازار ارائه نموده و نتیجه برخی دیگر از آنها ارائه شواهدی مبنی بر عدم کارایی بازار بوده است.

یکی از تحقیقات اولیه در زمینه کارایی بورس اوراق بهادار، بررسی تغییرات قیمت سهام صنایع داغونز با استفاده از مدل شانس بود که توسط رابرتز مطرح گشت. او در سال ۱۹۵۹ تغییرات سهام را برای مدت ۵۲ هفته مقایسه و نتیجه‌گیری نمود که می‌توان تغییرات متوالی قیمت را مستقل از یکدیگر در نظر گرفت (گریت، ۱۹۶۱).

یکی از پژوهشگران که وقت زیادی صرف پژوهش در زمینه کارایی بازار اوراق نموده، فاما بود که، نتایج تحقیقات وی نیز منجر به پیدایش نظریه بازار کارای سرمایه گردید. بیوور

لاندزمن^۷ (۱۹۸۱) اقدام به تشکیل دو پرتفوی از نمونه انتخابی سهام بورس اوراق بهادار نیویورک نمودند. یکی پرتفوی موفق (شامل شرکتهایی که دارای بازده غیر عادی مازاد متوسط به بالا بودند) و دیگری پرتفوی ناموفق (شرکتهایی که متوسط بازده غیر عادی آنها پایین بود) بود. آنها دریافتند، فقط ۲٪ درصد افزایش بازده در طی ۱۲ ماه برای پرتفوی وجود داشته که این شواهد حاکی از واکنش بیش از حد سرمایه‌گذاران به اخبار و اطلاعات نیست، که این خود یعنی کارایی بازار (بیور و همکاران، ۱۹۷۰).

۲-۱- شواهد عدم تأیید کارایی بازار (مالی استاندارد تا مالی رفتاری):

پس از مطرح شدن فرضیه بازار کارا تاکنون تحقیقات بسیاری در مورد این فرضیه و مفروضات و قابلیت توضیح آن در بازار سرمایه صورت گرفته است فرضیه مالی کلاسیک^۸ (که تئوری بازار کارا از دل آن بیرون آمده است) جایی برای احساسات انسانی^۹ و خطاهای شناختی^{۱۰} باقی نگذاشته و انتقادات اساسی به حوزه‌های مختلف حسابداری خصوصاً رویه‌های مختلف حسابداری وارد کرده است. شناخت اثرات همین احساسات (در رد فرضیه عقلایی بودن سرمایه‌گذاران) و خلاف قاندهای بازار (در رد فرضیه کارایی اطلاعاتی بازار) در تحقیقات مالی و حسابداری مختلف منجر به ایجاد جریانی در مدیریت سرمایه‌گذاری شد که به مالی رفتاری شهرت یافت (جهانخانی و عبده تبریزی، ۱۳۷۳).

موضوع تأثیر مسائل روانشناختی در رفتارهای اقتصادی به سالهای آغازین قرن بیستم بر می‌گردد. سلدن^{۱۱} در کتابی تحت عنوان روانشناسی بازار سهام تأکید کرده بود که حرکت قیمت در بورس‌ها به تفکر افراد در سرمایه‌گذاری مربوط است و تئوری ناهنجاری‌های شناختی^{۱۲} نیز در سال ۱۹۵۶ توسط روانشناس آمریکایی لئون فستینگر^{۱۳} مطرح شد (اسلامی بیدگلی، ۱۳۸۵).

شاید یکی از معروفترین این تحقیقات مطالعه فاما و فرنچ است که در دوره زمانی ۱۹۶۳ تا ۱۹۹۲ کلیه سهام شرکتهای بورس نیویورک (NYSE) بازار بورس آمریکا (Amex) بازار خارج از بورس نزدک (Nasdaq) را بررسی کردند. آنها نشان دادند، ریسک سهام متناسب با بازدهی که تئوری‌های مالی کلاسیک بیان می‌کردند، نبوده نکته جالب اینجاست که پرفسور فاما خود از بنیانگذاران فرضیه بازار کارا بوده است. برای توضیح و درک بیشتر این پدیده‌ها که

دال بر ناکارایی بازارهای مالی بودند، مطالعه بر روی تأثیر گذاری احساسات و خطاهای روانشناسی اهمیت بیشتری پیدا کرد و حوزه مالی رفتاری به مسئله جدی تری تبدیل شد (فاما و فرنچ، ۱۹۹۶). یکی از تحقیقات مشهور حوزه‌ی مالی رفتاری که در سالهای اخیر توجه زیادی را به خود جلب نموده و از سوی محققان حوزه‌ی حسابداری و مالی به کرات مورد استفاده واقع شده استراتژی‌های مومنتوم (نیروی حرکت) بوده که در زمره‌ی خلاف قاندهای تکنیکال قرار گرفته و سعی در پیش بینی بازده غیر عادی با استفاده از متغیرهای مختلف مانند اقلام صورت‌های مالی دارد.

۲- مومنتوم و انواع آن:

در لغت مومنتوم به معنای عزم حرکت یا شتاب اولیه حرکت است. این واژه از جمله اصطلاحات علم فیزیک بوده که وارد علم مدیریت مالی شده است در فیزیک وقتی نیرویی بر جسمی وارد می‌شود، شروع به ذخیره شدن در آن می‌شود، وقتی به اندازه کافی نیرو وارد شد پتانسیل ذخیره شده در جسم، بالفعل گشته، و باعث حرکت آن می‌گردد. در این حالت حتی اگر نیروی وارد شده قطع گردد جسم به حرکت خود ادامه می‌دهد این پدیده به نام نیروی حرکت معروف است. مشابه این پدیده در بازارهای مالی نیز وجود دارد وقتی قیمت یک دارایی تغییر می‌کند و به ارزش ذاتی خود می‌رسد، حتی اگر دلیلی برای حرکت بیشتر وجود نداشته باشد بازهم قیمت دارایی در همان جهت قبلی برای مدتی به حرکت خود ادامه می‌دهد. استراتژی‌های نیروی حرکت که برای بهره‌گیری از همبستگی سریالی موجود در بازدهی بازار اوراق بهادار بکار می‌روند، در زمره استثنائات مالی و بی‌نظمی‌های بازار قرار گرفته و از خود همبستگی مثبت در بازدهی دارایی‌ها در میان مدت حکایت می‌کند که در آن بازدهی اضافی با خرید سهام برنده گشته، و فروش سهام بازنده گذشته قابل دستیابی می‌باشد. جگادیش و تیمن (۲۰۰۶) نشان دادند اوراق بهاداری که عملکرد خوبی (بدی) را در گذشته تجربه کرده‌اند گرایش دارند که این بازدهی خوب را در آینده نیز ادامه دهند. و یا به عبارتی بهتر نیروی حرکت اعتقاد به استمرار بازدهی میان مدت تاریخی در میان مدت آتی دارد (امینی، ۱۳۸۹).

نیروی حرکت خود شامل انواع مختلفی می‌باشد که می‌توانند به صورت مجزا یا ترکیبی مورد بررسی قرار گیرند.

الف) نیروی حرکت سود

مومنتوم سود استدلال می‌کند سهامی که اخیراً شگفتی در سود داشته‌اند در آینده نزدیک نیز در همان جهت عمل خواهند کرد. به عبارتی سهامی که تعدیل مثبت داشته‌اند در آینده نزدیک نیز بازدهی خوبی خواهند داشت، بنابراین مراجعه به صورت‌های مالی به خصوص مبلغ سود اعلام شده توسط شرکت‌ها می‌تواند در شکل‌گیری بازده هی غیر عادی که قبلاً در قیمت‌ها لحاظ نشده موثر واقع گردد.

از طرف دیگر بطور طبیعی، بازده‌های غیر عادی از تغییر در قیمت‌های اولیه سهم ناشی می‌شود. به عنوان مثال بازده سهم تمایل دارد بالا باشد هنگامی که رشد سود از حد انتظار فراتر می‌رود و هنگامی که اجماع در مورد افزایش سود در میان تحلیل‌گران وجود داشته باشد. یک ادبیات گسترده، قابلیت پیش‌بینی بازده را بر مبنای نیروی حرکت در سودهای گذشته و نیروی حرکت در پیش‌بینی‌های انجام گرفته در مورد سودهای آتی که نماینده جزئی در پیش‌بینی‌های تحلیلگر است، بررسی می‌کند (جاگادیش و تیمن، ۲۰۰۱). در این جا ما شواهدی را از ادبیات نیروی حرکت سود بطور انتخابی مرور کرده و نحوه‌ی تاثیر اطلاعات حسابداری بر شکل‌گیری بازده و روند آتی قیمت سهام را ارائه می‌دهیم یک فهرست جزئی از مطالعات که رابطه بین نیروی حرکت سودهای گذشته و بازده‌های آتی را بررسی می‌کند عبارتست از: کارهای جونز و لینتر برگر^{۱۴} (۱۹۷۰)، لاتان و جونز (۱۹۷۹) فوستر، اولسن و شولین^{۱۵} (۱۹۹۵)، برنارد و توماس (۲۰۰۸) چان، جگادیش و لاکونیشکوک (۲۰۱۰) می‌باشد.

این مقالات نوعاً نیروی حرکت سود را با استفاده از دو معیار سود های غیر منتظره استاندارد شده^{۱۶} و محاسبه بازده غیر عادی حول تاریخ اعلام سود^{۱۷} اندازه‌گیری می‌کنند.

سود های غیر منتظره استاندارد شده به صورت زیر تعریف می‌شود:

$$SUE_{it} = \frac{e_{iq} - e_{iq-4}}{\sigma_{it}}$$

که در آن e_{iq} برابر است با سود فصلی سهم i که اخیراً در ماه t اعلان شده است و e_{iq-4} برابر است با سود چهار فصل پیش هر سهم i انحراف استاندارد سودهای غیر منتظره $(e_{iq} - e_{iq-4})$ در طول هشت فصل پیشین می‌باشد.

بازده غیرعادی حول تاریخ اعلان سود نیز به شرح زیر محاسبه می‌شود:

$$ABR_i = \sum_{j=-2}^{i=+1} (r_{ij} - r_{mj})$$

که بازده سهم i در روز j است. روز اعلان آخرین سود فصلی تحقق یافته $j=0$ در نظر گرفته می‌شود و r_{mj} شاخص بازده نقدی قیمت (بازده کل) است. برای محاسبه بازده غیر عادی حول تاریخ اعلان سود (ABR) هر سهم بازده غیرعادی موجود را معمولاً از ۵ روز قبل تا ۵ روز بعد از تاریخ اعلان سود با هم جمع می‌کنند.

همانطور که در فرمول‌ها مشاهده می‌شود هدف بررسی تاثیر اطلاعات منتشر شده حسابداری بر قیمت سهام می‌باشد و محاسبه دو متغیر بیان شده نشان داده با استفاده از فرمول‌های بیان شده می‌توان به بازده غیر عادی در میان مدت (دوره‌های ۳ و ۶ ماهه) و در برخی موارد بلند مدت (یکساله) دست یافت.

در پژوهش‌های صورت گرفته در داخل نیز قدرت پیش بینی زیادی برای مومنتوم با وارد نمودن متغیرهایی همچون حجم معاملات، نسبت نگهداری سهام توسط سرمایه گذاران نهادی، سهام شناور آزاد و حجم مینا گزارش شده است. (خالقی مقدم و سرهنگی، ۱۳۸۹) همچنین تحقیقات نشان می‌دهند که مومنتوم سود در مورد سهام با حجم معامله کم و متوسط بیشتر محتمل است (بروزینسکی و همکاران، ۲۰۱۰).

ب) مومنتوم صنعت

نوع دیگر از انواع نیروی حرکت، نیروی حرکت صنعت می‌باشد. که ادعا می‌کند، صناعی که در گذشته نزدیک عملکرد و بازدهی خوبی (بدی) داشته‌اند، در آینده نیز این بازدهی را ارائه خواهند کرد در واقع تحلیل گران وال استریت که گزارش‌های مختلفی در خصوص بازار

تهیه می کنند به تخمین درآمدها و روند قیمت و بازدهی در صنایع مختلف پرداخته و بر این اساس توصیه به خرید یا فروش یک سهم در بازار می نمایند. این تحلیل مبتنی بر صنعت نه تنها می تواند پارامترهای مناسب از ارزشمندی و سودمندی اطلاعات برای سرمایه گذار فراهم آورد بلکه باعث می شود سرمایه گذار دید خوبی از ارتباط بین تصمیم گیری تحلیل گران، شکل گیری قیمت سهم و نیروی حرکت بدست آورد و با استفاده از بکارگیری استراتژی های نیروی حرکت صنعت و نیروی حرکت قیمت در خرید و فروش سهام بازدهی بالایی کسب نماید (کمالی، ۱۳۸۵).

ج) مومنتوم قیمت

بیان می دارد در آن سهامی که بر مبنای شاخص قدرت نسبی، نسبت به بقیه عملکرد بهتری در گذشته داشته اند در آینده بازده بالایی کسب خواهند کرد. شاخص قدرت نسبی اولین بار توسط جی ولز وایلر در سال ۱۹۷۸ مطرح شد

$$RSI = 100 - \frac{100}{1 + RS} \quad RS = \frac{X \text{ میانگین رشد}}{X \text{ میانگین کاهش}}$$

در این فرمول RS تعداد روزهایی یا ماههایی که قیمت سهام افزایش داشته تقسیم بر تعداد روزها یا ماههایی که قیمت سهام کاهش داشته است.

۳- مبانی روانشناسی نیروی حرکت:

دی بانت و تالر اظهار داشتند که یک سری از نظریه های روانشناسی می تواند رفتار سرمایه گذاران را تفسیر نماید، از این رو بسیاری از محققین علل روانشناسی نیروی حرکت را از مبانی روانشناسی زیر دانستند (دی بانت و تالر، ۱۹۸۵).

سوءگیری محافظه کاری: سوءگیری محافظه کاری نوعی فرایند ذهنی است که در آن به دیدگاه ها و یا پیش بینی های قبلی خود متمسک شده و اطلاعات جدید را نادیده می گیرند و یا کمتر از حد لازم به آنها واکنش نشان می دهند. به عنوان مثال فرض کنید که صورت های مالی اخبار نامطلوبی در مورد سود یک شرکت نشان می دهد و این اخبار با پیش بینی سودی که در ماه قبل اعلام شده است، تناقض دارد. سوءگیری محافظه کاری می تواند موجب شود که

سرمایه‌گذار به اطلاعات جدید کمتر از حد لازم واکنش نشان داده و به جای اقدام بر اساس اطلاعات به روز شده، تصورات و ذهنیت‌های قبلی خود را حفظ کند (ماسکویت و گرینلات، ۱۹۹۹).

پرفسور دیوید هیراشلیفر از دانشگاه ایالتی اوهایو می‌گوید که یک استدلال برای محافظه‌کاری این است که پردازش اطلاعات جدید و به روز کردن عقاید و نظرات از نظر شناختی هزینه بر است، او معتقد است به اطلاعاتی که از نظر شناختی به شکل هزینه‌بری ارائه می‌شود (مانند اطلاعاتی که آماری و خلاصه است) اهمیت و وزن کمتری داده می‌شود. اما ممکن است افراد به اطلاعاتی از جمله سناریوها و مثالهای ملموس که براحتی پردازش می‌شوند عکس‌العمل افراطی نشان دهند. مانیر با معرفی سوءگیری محافظه‌کاری با عنوان عاملی که با بازار اوراق بهادار در کل مرتبط است، می‌گوید: بازار سهام تمایل دارد به اطلاعات بنیادی مثل تقسیم یا گزارش سود و زیان کمتر از حد واکنش نشان دهد. به عنوان مثال در آمریکا سهامی که بیشترین سود غیر منتظره مثبت (بیش از سود مورد انتظار) برخوردار بودند، در طول ۶۰ روز پس از اعلام سود نسبت به بازده متوسط بازار حدوداً ۲٪ درصد بازده بیشتری داشته‌اند، در حالی که بازده آنها نسبت به بازده متوسط بازار در مدت ۶۰ روز قبل از اعلام سود ۴ تا ۵ درصد بیشتر بوده است (هونگ و سوامیناتان، ۲۰۰۳).

سوءگیری خود اسنادی: طبق این سوءگیری، افراد حوادثی که معتبر بودن اعمالشان را تأیید می‌کنند را به توانایی‌های خود نسبت می‌دهند و رویدادهایی که اقدامات آنها را تأیید نمی‌کند را به عوامل خارجی یا عوامل خرابکارانه محیطی منتسب می‌کنند (اسکات، ۱۹۳۱). به عبارت دیگر آنها تلاش می‌کنند موفقیت‌های خود را به توانایی‌های خود نسبت دهند و شکست خود را به شانس بد خود، و یا دیگران را مقصر قلمداد کنند لذا آنها کمتر تمایل خواهند داشت که در عقایدشان تجدید نظر کنند. ادبیات روانشناسی تجربی نشان می‌دهد که مشاهده افراد از نتیجه اعمالشان باعث می‌شود که آنها با توجه به برداشتی که از تواناییهایشان دارند، حوادث را به صورت جهت دار، و نه بصورت منطقی تعدیل نمایند. لذا بروز واکنش کمتر از حد سرمایه‌گذاران را می‌توان نتیجه تعصب موفقیت منتسب به خود دانست (دانیل هیر شلیفر، و لئو ۲۰۰۱ و جیم ۱۹۶۵).

لنگر انداختن: بیانگر این است که اشخاص هنگام برآوردهای کمی، بی‌جهت تحت تأثیر برآوردهای قبلی یا اعداد و ارقام موجود در بیان مسئله قرار می‌گیرند به اعتقاد کاهنمن به طور کلی، لنگر انداختن باعث می‌شود سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید، عکس‌العمل کمتری نشان دهند (کاهنمن، ۲۰۱۰).

سوءگیری معرف بودن: انسانها آموخته‌اند که برای درک بهتر معانی و مفاهیم، موضوعات و تفکرات خود را طبقه‌بندی کنند. زمانی که افراد با پدیده‌ای روبه‌رو می‌شوند که با طبقه‌بندی‌های پیش‌ساخته آنان ناسازگار است، سعی می‌کنند به هر طریق ممکن این پدیده را با طبقه‌بندی پیشین با استفاده از تجربیات مرتبط قیاس‌پذیر گذشته مرتبط سازند. گاهی اوقات محرک جدید شبیه و یا معرف عناصر آشنایی است که قبلاً طبقه‌بندی شده است. در عین حال موارد قیاس‌پذیری وجود دارد که شدیداً با یکدیگر متفاوت هستند. در چنین مواردی واکنش طبقه‌بندی گمراه‌کننده بوده و درک نادرستی از عنصر جدید ایجاد می‌کند که غالباً ماندگار بوده و تعاملات آتی، با این عنصر را تحت تأثیر قرار می‌دهد. اصولاً انسان تمایل دارد که شانس‌ها و احتمالات را به گونه‌ای منطبق با ایده‌ها و ادراکات قبلی خود تصور کند، استنتاج حاصله را که عموماً به عنوان "قانون اعداد کوچک"^{۱۸} می‌شناسند. این اصطلاح به آن معنی است که نمونه‌های کوچک همیشه معرف خوب و کاملی برای کل جامعه هستند، اما اصول علمی این قانون را تأیید نمی‌کند (لاتان و جونز، ۱۹۷۹).

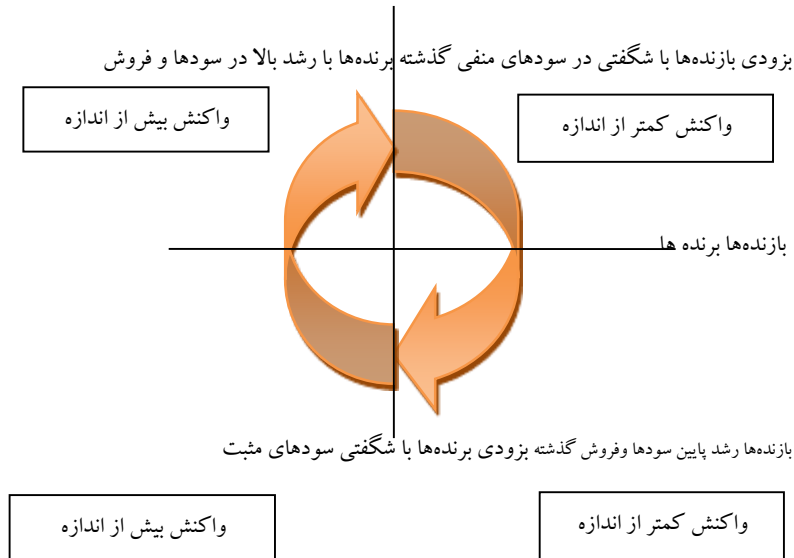
۴- فرضیه چرخه عمر نیروی حرکت و تعامل میان شاخه‌های مختلف

مومنتوم

نمایه (۱)، نشان‌دهنده فرضیه چرخه عمر نیروی حرکت است، مزیت اصلی این فرضیه این است که تمایل و فعل و انفعالات بین نیروی حرکت سود، نیروی حرکت قیمت و حرکت معکوس^{۱۹} را در یک قالب ساده نشان می‌دهد.

شکل (۱) فرضیه چرخه عمر نیروی حرکت

سهام رشدی با نسبت B/M پایین، حجم معاملات بالا شگفتی در سودهای مثبت در بلندمدت



سهام ارزشی با نسبت B/M بالا، حجم معاملات پایین، شگفتی در سودهای منفی در بلندمدت

بر اساس این فرضیه واکنش کمتر از اندازه اولیه در نهایت به واکنش بیش از اندازه تبدیل می‌شود و سهام دوره‌هایی از واکنش بیش از اندازه و کمتر از اندازه به اطلاعات را تجربه کرده در نتیجه سرمایه‌گذاران نسبت به سهام سوءگیری‌های جانبدارانه (طرفداری از یک سهم) و نادیده‌انگارانه (کم توجهی نسبت به یک سهم) می‌گیرند. یک سهم با نیروی حرکت سود و قیمت مثبت (سهام برنده گذشته) در نیمه چپ شکل قرار می‌گیرد در حالی که یک سهم با نیروی حرکت قیمت و عایدات منفی (سهام بازنده در گذشته) در نیمه راست چرخه قرار می‌گیرند. سهامی که اخبار منفی را تجربه می‌کنند به سمت بالای چرخه منتقل می‌شوند و به سهام رشدی یا جذاب تبدیل می‌شوند. اما در نهایت این سهام بازار را ناامید و دلسرد کرده و سود غیرمنتظره منفی را تجربه می‌کنند. سهامی که باعث دلسرد و ناامیدی بازار می‌شوند، حرکت رو به پایینی را آغاز کرده و در نهایت بطور کلی نادیده گرفته می‌شوند و تبدیل به سهام ارزشی می‌شوند و می‌توانند برای سرمایه‌گذاران معکوس کار (استفاده‌کنندگان از استراتژی

معکوس) جذاب شوند. سهامی که در گوشه بالا چپ و پایین راست قرار دارند به عنوان سهام برنده دیر هنگام^{۲۰} و سهام بازنده دیر هنگام^{۲۱} نامیده می شوند. این سهام بهترین و بدترین عملکرد را در بلند مدت دارند و انتظار می رود که حرکت معکوس را تجربه کنند. این به این دلیل است که سرمایه گذاران واکنش بیش از اندازه ای نسبت به اخبار خوب و بد در بلند مدت نشان می دهند که این نتایج در سود مورد انتظار آنها بسیار زیاد یا کم است. انتظارات بسیار بالا یا پایین باعث می شود که درآمدها و سود حاصله دلسرد کننده و یا غیر منتظره شود و باعث شود که قیمت سهام حرکت معکوسی را نشان دهد. از این رو واژه دیر هنگام این مفهوم را می رساند که این سهام در چرخه نیروی حرکت شان تأخیر داشته و تعامل به واکنش بیش از اندازه نسبت به اخبار و اطلاعات جدید دارند. خلاصه اینکه، ما انتظار داریم که سهام بازنده زود هنگام نسبت به سهام بازنده دیر هنگام عملکرد ضعیفتری داشته باشند و سهام برنده زود هنگام نسبت به سهام برنده دیر هنگام عملکرد بهتری داشته باشند. همچنین ما انتظار داریم که سهام برنده و بازنده زود هنگام روند تداومی (دنباله رو) در بازده داشته باشند و سهام برنده و بازنده دیر هنگام حرکت معکوسی را نیز تجربه کنند. براساس چرخه عمر نیروی حرکت سهامی که در بالای چرخه قرار دارند، ویژگیهای سهام رشدی و سهامی که در پایین چرخه قرار می گیرند، خصایص سهام ارزشی دارا می باشند. در این چرخه ازدو معیار ارزشی حجم معاملات و نسبت ارزش دفتری به بازار به همراه سودهای غیر منتظره برای تعیین و شناسایی سهام برنده و بازنده زود هنگام و دیر هنگام استفاده شده است. حجم معاملات که توسط فوستر و اولسن (۲۰۰۷) پیشنهاد شد. آنها نشان دادند که سهام با حجم معاملات بالا رفتاری همانند سهام رشدی و سهام با حجم معامله پایین رفتاری همانند سهام ارزشی دارند [۱۵]. نسبت ارزش دفتری به بازار معیار دیگری برای تعیین رشدی و ارزشی بودن سهام است (اشلیفر، ویشنی و لاکوئیشکوف ۲۰۰۵) از این رو سهام برنده با حجم معاملات پایین (بالا) و نسبت ارزش دفتری به بازار بالا (پایین) را می توان به عنوان سهام برنده زود هنگام (دیر هنگام) در نظر گرفت در حالی که سهام بازنده با حجم معاملات بالا (پایین) و نسبت ارزش دفتری به بازار پایین (بالا) را می توان به عنوان سهام زود هنگام (دیر هنگام) در نظر گرفت. در این چرخه از معیار سومی استفاده شده که مبنی بر نیروی حرکت عایدات گذشته بوده و به منظور شناسایی سهام برنده و بازنده زود هنگام و دیر هنگام بوده است. در این چرخه از سودهای غیرمنتظره مثبت و منفی متوالی در طی سه دوره (فصل) قبل از

جدیدترین (آخرین) فصل استفاده شده تا اینکه یک معیار برای عملکرد بلند مدت سودآوری بدست آید. سهام با سه سود غیر منتظره متوالی منفی (مثبت) اما با سود غیر منتظره مثبت (منفی) در دوره (فصل) آخر به عنوان سهام برنده (بازنده) زود هنگام در نظر گرفته می‌شوند. و سهامی با سود غیر منتظره مثبت (منفی) و سود غیر منتظره متوالی مثبت (منفی) در آخرین فصل (دوره) به عنوان سهام برنده (بازنده) دیر هنگام شناخته می‌شود.

۵- نتیجه‌گیری

در این مقاله تلاش گردید به صورت فشرده بخشی از تحقیقات و دستاوردهای مشترک حوزه‌ی حسابداری و مالی در جهت اثبات محتوای اطلاعاتی صورت‌های مالی خصوصاً سود حسابداری مورد بررسی قرار گیرد، هرچند میزان این تحقیقات از زمان مطرح شدن فرضیه بازار کارا تا کنون بسیار زیاد بوده اما در طول زمان همواره فرضیات و مبانی نظری پشتوانه این تحقیقات به روزتر و قوی‌تر گردیده و مبنای قوی‌تری را جهت قضاوت فراهم نموده است.

استراتژی‌های نیروی حرکت را یکی از این تحقیقات می‌توان به شمار آورد که همانطور که اشاره گردید با کمک گرفتن از قوانین فیزیک و روانشناسی سعی در پیش بینی رفتار سرمایه‌گذاران و در نتیجه رویه‌ی آتی بورس پرداخته و از رهگذر این نظریات توجه ویژه‌ای را به اطلاعات حسابداری به عنوان عینی‌ترین و مستدل‌ترین اطلاعات در اختیار سرمایه‌گذاران نموده است، هرچند مومنتوم در شاخه‌های متفاوت مورد بررسی قرار می‌گیرد اما شاخه‌ی سود آن که از اطلاعات حسابداری استفاده می‌نماید بسیار مورد استفاده‌ی محققان به ویژه پژوهشگران طراز اول حوزه‌ی مالی قرار گرفته که نمونه‌ای از تحقیقات آنها در قسمت‌های قبل بیان گردید و چنانچه قرار باشد به طور خلاصه نتیجه صدها مقاله‌ی مربوط به مومنتوم سود صورت گرفته در خارج و داخل از کشور را بیان نمود می‌توان اینطور بیان کرد که در حال حاضر علی‌رغم سرعت دسترسی سرمایه‌گذاران به اطلاعات مالی و غیر مالی شرکت‌ها که طبیعتاً از سرعت انتشار صورت‌های مالی بیشتر است، اما همچنان انتشار اطلاعات صورت‌های مالی در جامعه که در قالب کانال‌های اطلاعاتی مختلف صورت می‌پذیرد عکس‌العمل‌های قابل تأملی را در میان سرمایه‌گذاران موجب می‌شود که استراتژی‌های مومنتوم توانسته تا حدودی این واکنش‌ها را پیش بینی نماید و علت این واکنش‌ها را با مدد گرفتن از روانشناسان حدس بزند، اما آنچه مسلم

است واکنش سرمایه گذاران به اطلاعات صورت‌های مالی بی ارتباط با کانال‌های ارتباطی حسابداری با جامعه و میزان اعتماد سرمایه‌گذاران با اطلاعات حسابداری نبوده و این همان نکته‌ی مهمی است که در تحقیقات مومنتوم کمتر به آن اشاره شده که یکی از دلایل آن را می‌توان عدم ورود حسابداران به حوزه‌ی تحقیقاتی از این دست دانست که در آن با استفاده از اطلاعات سایر رشته‌ها سعی در ایجاد زمینه‌های تحقیقاتی جدید در حوزه‌ی حسابداری می‌شود زیرا تحقیقات مومنتوم با دید مدیریت مالی طراحی شده و اطلاعات حسابداری در همه‌ی این تحقیقات به عنوان یک متغیر مستقل در نظر گرفته شده که در نهایت تاثیر آن بر قیمت یک سهم در نظر گرفته می‌شود.

با یک بررسی تطبیقی میان زمینه‌های تحقیقاتی موجود در حوزه‌ی مدیریت مالی و حسابداری می‌توان به این نکته مهم پی برد که حوزه‌ی مالی دارای ادبیات تحقیقاتی جذاب‌تر و چالش برانگیزتری بوده و شاید یکی از عوامل مهم این موضوع را می‌توان استفاده حوزه‌ی مالی از سایر رشته‌های علوم انسانی و یا حتی علوم طبیعی دانست که این موضوع علاوه بر اینکه به غنای تحقیقات مالی کمک می‌کند زمینه‌های تحقیقاتی گسترده‌ای را نیز پیش روی محققان قرار می‌دهد و همین امر باعث گرایش بخش قابل توجهی از حسابداران به زمینه‌های تحقیقاتی مالی شده و در بسیاری از موارد نیز دیده می‌شود که پژوهشگران حوزه‌ی مالی تحقیقات وسیع‌تر و جامع‌تری را برای وارد کردن اطلاعات حسابداری به حوزه‌ی مالی انجام می‌دهند تا پژوهشگران حسابداری که وارد حوزه‌ی تحقیقات مالی شده‌اند که نمونه‌ی بارز آن را می‌توان در تحقیقات مومنتوم مشاهده نمود. بنابراین ضروری است حسابداران با مطالعه عمیق تحقیقاتی از این دست راه را برای تعامل میان حسابداری و سایر رشته‌های علمی هموار نموده تا بتوانند از یک سو به غنای تحقیقات حسابداری کمک نموده و از سوی دیگر مبانی نظری مستحکمی را برای نظریات خود فراهم کنند.

پی‌نوشت‌ها

- | | | | |
|----|---------------------|----|---|
| ۱ | Maurice and Kendal | ۱۲ | Cognitive Dissonance |
| ۲ | Brenstein | ۱۳ | Leonfestinger |
| ۳ | Eugene fama | ۱۴ | Jones and Litzenberger |
| ۴ | Vanhorn | ۱۵ | Foster, Olsen and Shevlin |
| ۵ | parker | ۱۶ | Standardized unexpected earnings (sue) |
| ۶ | Jensen | ۱۷ | Abnormal return (ABR) |
| ۷ | Beaver and landsman | ۱۸ | The law of small number |
| ۸ | Standard finance | ۱۹ | حرکت معکوس به معنی اتخاذ موقعیت برعکس در مورد سهام برنده و بازنده پس از اتمام دوره‌ای است که بر اساس محاسبات مومنتوم، سهم دارای بازده غیر عادی مثبت (برنده) یا منفی (بازنده) است به عنوان مثال چنانچه سهامی بر اساس محاسبات مومنتوم سود در یک دوره یکساله دارای بازدهی غیر عادی منفی است طبیعی است پس از دوره یکساله دارای بازدهی غیر عادی مثبت می‌شود و سرمایه‌گذار می‌تواند با استفاده از نیروی حرکت معکوس و خرید آن سهم بازدهی اضافی کسب نماید |
| ۱۰ | Cognitive Error | ۲۰ | Late stage winner |
| ۱۱ | Selden | ۲۱ | Late stage loser |

منابع

- ثقفی، علی (۱۳۹۲)، "نظریه‌های حسابداری"، جلد اول، چاپ اول، انجمن حسابداری ایران با همکاری انتشارات ترمه، تهران
- مهدی، مرادی (۱۳۸۴)، "بررسی واکنش بیش از اندازه در بورس اوراق بهادار تهران" رساله دکتری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- جهانخانی، علی و عبده تبریزی، حسین (۱۳۷۳)، "نظریه بازاری کارای سرمایه" مجله تحقیقات مالی، شماره اول، دانشگاه تهران، ۲۰-۷.
- اسلامی بیدگلی، سعید (۱۳۸۵)، "از مالی استاندارد تا نوروفاینانس" مجله پیام سرمایه گذاری شماره ۳۰ تهران، ۱۵-۵.
- امینی، نقی (۱۳۸۹)، "بررسی مومنتوم قیمت و سود و رابطه آنها با یکدیگر در بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی
- کمالی، هاجر (۱۳۸۵)، "بررسی استراتژی شتاب و استراتژی معکوس در بورس اوراق بهادار تهران" پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء.
- Brown, J. A. Martin, J. (2003), "Momentum investing and business cycle risk: Evidence from pole to pole," *Journal of Finance* 58, 2515-2547.
- Roberts, K. Geert, (1961) ("International profit momentum strategies" *Journal of Finance* 30, 58-68
- Beaver, Charles. Landsman, Robert H (1970), "Quarterly earnings reports and intermediate stock price trends" *Journal of Finance* 25, 143-148.
- Fama, Eugene, and French, Kenneth (1996), "Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies" *Journal of Financial Economics* 51, 55-84.
- Jegadeesh, Narasimhan Titman, Sheridan (2001) ("Profitability of momentum strategies: An evaluation of alternative explanations," *Journal of Finance* 56, 699-720.
- Moskowitz, T., Grinblatt Mark (1999), "Does Industry Explain Momentum?" *Journal of Finance* 54, 1249-1290.
- Hong, T., Swaminathan, B (2003), "Earnings momentum in international markets," Working paper, Cornell University.

Latane, Henry, Jones, Charles (1979), "Standardized unexpected earnings " *Journal of Finance* 34, 717-724.

Foster, George, Olsen, Chris, Shevlin. , Terry (1984), " Earnings releases, anomalies, and the of behavior security returns," *The Accounting Review* 59, 574-603.