

تعیین رابطه بین EPS سالانه و حجم مبادلات سهام بر اساس تئوری انتظارات

دکتر محمد حامد خان محمدی^۱

دکتر حبیب اله جوانمرد^۲

سمیه سیمورغ^۳ (مسئول مکاتبات)

چکیده- جهت رفع کاستی ها و نقص های موجود، در تئوری بازار کارا، ادبیات مالی نیازمند دیدگاههایی بود تا با شواهد تجربی سازگاری بیشتری داشته باشد. به همین دلیل برای پاسخ شواهد تجربی، فعالیت هایی با عنوان تئوری های فاقد مطلوبیت مورد انتظار^۴ non-EU - مطرح و مدل های دیگری نیز ارائه گردید. از مهمترین این تئوری ها، تئوری انتظارات می باشد. در مدل توصیفی تئوری انتظارات سرمایه گذاران تابع ارزششان را حداکثر می نمایند، شفرین و استمن [۲۰] با رویکرد سرمایه گذاری، تئوری انتظارات را به یک چارچوب تئوریک و سיעتری تبدیل کردند که اثر تمایلی نامیده شد. اثر تمایلی بیان می کند که سرمایه گذاران، سهام در موقعیت سود را زودتر می فروشند و سهام در موقعیت زیان را به مدت طولانی نگهداری می کنند. در این تحقیق به بررسی تبیین EPS سالانه در حجم مبادلات سهام بر اساس تئوری تمایلی در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شد برای رسیدن به این هدف دو فرضیه به صورت (بین شگفتی مثبت EPS و حجم معاملات رابطه معنی داری وجود دارد و بین شگفتی منفی EPS و حجم معاملات رابطه معنی داری وجود ندارد) مطرح گردید. نتایج حاصله نشان دهنده این است که رابطه بین EPS سالانه و حجم مبادلات سهام بر اساس تئوری تمایلی وجود دارد. و با توجه به نتایج حاصل از فرضیات تحقیق اثر تمایلی در ایران وجود دارد.

واژگان کلیدی: تئوری تمایلی، تئوری انتظارات، سود هر سهم

1 استادیار گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد دماوند، دماوند، ایران

2 عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک، اراک، ایران H-javanmard@iau-arak.ac.ir

3 دانش آموخته کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات اراک، اراک، ایران s.simorgh.s@gmail.com

4 Non-EU Theory

مقدمه

اثر تمایلی یکی از مباحث مطرح در پارادایم مالی رفتاری می باشد که بیان کننده موقعیت فرد در هنگام تصمیم گیری است. اثر تمایلی که ریشه در تئوری انتظارات کانمن و تیورسکی دارد به تشکیل نقطه مرجع اشاره کرده و بیان می کند که سرمایه گذاران بر اساس نقطه مرجع انتخابی خود تصمیم گیری خواهند نمود.

تئوری انتظارات اولین بار توسط کانمن و تیورسکی در سال ۱۹۷۹ ارایه شد. آنان به دنبال ارائه نظریه ای بودند که توصیف کننده رفتار تصمیم گیران به هنگام مواجهه با گزینه های عدم اطمینان باشد. آن ها دریافتند که تصمیم گیران ترجیح می دهند که گزینه های انتخابی را ساده تر نموده و انتخاب ها به جای حداکثر مطلوبیت، رضایت بخش تر باشد. کانمن و تیورسکی بیان نمودند که تئوری مطلوبیت مورد انتظار قادر به بیان بعضی از شواهد تجربی نیست؛ لذا یک تابع S شکلی را ارایه کردند که بر اساس نظر آن ها افراد همه سود ها و زیان های بالقوه خود را با توجه به بعضی از معیارها نقطه مرجع نامیدند. تئوری انتظارات یک تئوری تصمیم گیری توصیفی تحت شرایط عدم اطمینان است که در مقابل تئوری مطلوبیت مورد انتظار قرار دارد. بخش اصلی تئوری انتظارات، تابع ارزش (v) می باشد.

اثر تمایلی برای اینکه بتواند رفتار سرمایه گذاران را بررسی کند بر نقطه مرجع تاکید می کند. اما اینکه چه چیزی به عنوان نقطه مرجع در نظر گرفته شود بستگی به ترجیحات سرمایه گذار دارد. در بعضی از تحقیقات قیمت خرید یا EPS فصلی یا EPS سالانه به عنوان نقطه مرجع در نظر گرفته شده است. که در این مقاله EPS سالانه به عنوان نقطه مرجع می باشد، و سعی در بررسی رفتار سرمایه گذاران در قالب تئوری انتظارات و اثر تمایلی دارد.

ادبیات تحقیق و پیشینه تحقیق

یکی از مهم ترین موضوعات برای بررسی و کشف الگوها و قواعد حاکم بر بازار نحوه قیمت گذاری اوراق بهادار مورد معامله می باشد. اکثر مطالعات انجام شده در مباحث مالی، روی عقلایی بودن فعالانه اقتصادی و کارایی بازار تاکید می کردند. تحقیقات تجربی اخیر نشان داده است که برخی از رفتارهای سرمایه گذاران با پارادایم نئوکلاسیک ها و مالی مدرن در تضاد است؛ لذا محققین با استثنائات زیادی روبرو بودند که مدل های نظری در قالب نظریه مدرن مالی قادر به تبیین آن ها نبود و یا این که با تئوری های بازار کار سازگاری نداشتند. بنابراین برای توجیه رفتار سرمایه گذاران پارادایم جدیدی به نام رفتاری ارایه گردید. مالی رفتاری را می توان ترکیبی از علوم مالی و اقتصاد با علوم رفتاری دانست که در تلاش است استندهای موجود در ادبیات مالی و قضاوت های افراد در خطاهای سیستماتیک را توضیح دهد. در این میان، تئوری های مختلفی ارایه

گردید تا رفتار سرمایه گذاران را بر اساس مدل های نظری تبیین کند؛ لذا تئوری انتظارات و اثر تمایلی از جمله مباحثی بود که در دهه ۱۹۸۰ مطرح گردید و تحقیقات زیادی نیز تا کنون در بررسی این تئوری ارایه گردیده است.

جین و ژو^۱ (۲۰۰۸) در مقاله ای با عنوان "انتخاب پرتفوی رفتاری در دوره های زمانی پیوسته" در چارچوب پیشنهادی کانمن و تورسکی و با استفاده از فرایند اتو به بررسی پرتفوی بهینه رفتاری بر اساس رفتار احتمالی و تصادفی متغیرها پرداختند و به بحث در مورد آثار مفاهیم رفتاری بر مدل انتخاب پرتفوی در بازه های زمانی پیوسته پرداختند.

فرناندز و دیگران^۲ (۲۰۰۹) در مقاله ای با عنوان "مالی رفتاری و ریسک تخمین در فرایند بهینه سازی پرتفوی تصادفی" به بررسی همزمان چهار متغیر رفتاری: زیان گریزی، حسابداری ذهنی، ریسک پذیری نامتقارن و تابع وزن دهی احتمال پرداخت. آنها در این تحقیق ضمن تجمیع و آزمون هر چهار پدیده مذکور در فرایند انتخاب پرتفوی در دوره های زمانی چندگانه، به بررسی ریسک تخمین متغیرهای مورد بررسی بر اساس تغییرات شاخص روزانه بورس در ۲۶ کشور پرداخته است.

داس و سایرین^۳ (۲۰۰۹) در مقاله ای با عنوان "بهینه سازی پرتفوی با حسابداری ذهنی" ضمن بررسی و مقایسه مدل انتخاب پرتفوی مارکوویتز، شفرین و استاتمن به ارائه مدل انتخاب پرتفوی مبتنی بر حسابداری ذهنی پرداختند. آنها ریسک را احتمال ناتوانی در دستیابی به سطح آستانه بازدهی تعریف نمودند. مدل آنها ترکیب مدل مارکوویتز و حسابداری ذهنی با مفهوم ارزش در معرض خطر می باشد.

آلمنبرگ و کاراپتین^۴ (۲۰۱۰) در مقاله ای با عنوان "حسابداری ذهنی در بازار مسکن" نشان دادند که از پدیده برجستگی تأثیرات قابل ملاحظه ای بر رفتار استقراض مالکان خانه دارد به نحویکه موجب تمایل بسوی وام های بزرگتر و پرهزینه تر می شود.

والری زاکامولین^۳ (۲۰۱۰) در مقاله ای با عنوان "ارزیابی عملکرد پرتفوی بر اساس زیان گریزی" به بررسی پدیده زیان گریزی و آثار آن بر ارزیابی عملکرد پرتفوی پرداخت و چارچوبی کامل تر جهت ارزیابی عملکرد پرتفوی در کنار شاخص های توزیع گشتاورهای نسبی ارائه داد.

ارت و ایرف^۴ (۲۰۱۰) در مقاله ای با عنوان "توصیف ارزش زیان گریزی در تصمیم گیری های تحت شرایط ریسک" به ارائه پنج تحقیق میدانی پرداختند که نشان می دهد زیان نمود بیشتری نسبت به سود دارد. که این نتایج نشان می دهد که فقط تحت شرایط خاصی می توان الگویی داشت که گریز از زیان به طور حتم پدیدار شود. لیکن این الگو در آزمایشات کوتاه مدت پدیدار نمی شوند و یا به عبارتی دیگر در ۱۰ مورد آزمایش اولیه از آزمایشات طولانی مدت هم پدیدار نگردید. همچنین این الگو در آزمایشات بلند مدت مشاهده نشده است. بلکه رفتار مشاهده شده در این شرایط خاصیت خنثی بودن ریسک در انتخاب میان شرط بندی در اندازه کوچک را نشان می دهد.

آنها که تحقیق خود را در قالب مطالعات انجام گرفته از سوی بانک مرکزی برزیل نیز ارائه نمودند با مقایسه مدل پیشنهادی خود با مدل مارکوویتز، برتری مدل خود را در انتخاب وزن دارایی ریسکی نشان داده اند.

تنها تحقیق که بتوان آن را به عنوان پیشینه برای این تحقیق معرفی نمود تحقیق رضا راعی، علیرضا سارنج و محسن صادقی باطانی ۱۳۸۹ با عنوان "بررسی EPS فصلی شرکتهای بورسی به عنوان نقطه مرجع و اثر آن بر روی حجم معاملات" می باشد هدف اصلی این تحقیق بررسی تشکیل نقطه مرجع بر روی EPS فصلی با توجه به درصد تحقق یافته آن و بررسی حجم

1- Hanquing Jin and Zun Yu Zhou

2- Fernandes, Pena and Tabak

3- duss & the other

2Johan Almenberg and Artashes Karapetjen

3 Valeri Zakamouline

4 Eyal Ert, Ido Erev

معاملات از دیدگاه اثر تمایلی می باشد. نتایج این مطالعه نشان می دهد که درصد پوشش فصلی سود هر سهم بر حجم معاملات بیشتر تحت تاثیر تعدیل های مثبت و منفی سود اعلامی قرار می گیرد به طوریکه با تعدیل EPS، حجم معاملات افزایش یافته و بنابراین اثر تمایلی مورد تایید قرار نمی گیرد.

تئوری انتظارات

تئوری انتظارات اولین بار توسط کانمن و تیورسکی در سال ۱۹۷۹ ارایه شد. آنان به دنبال ارائه نظریه ای بودند که توصیف کننده رفتار تصمیم گیران به هنگام مواجهه با گزینه های عدم اطمینان باشد. آن ها دریافتند که تصمیم گیران ترجیح می دهند که گزینه های انتخابی را ساده تر نموده و انتخاب ها به جای حداکثر مطلوبیت، رضایت بخش تر باشد.

تئوری تمایلی

اثر تمایلی در نظریه های مدرن بخوبی شناخته شده است. این اشتباه بیانگر میل طبیعی به فروش سریع سهام برنده (سود آور) و نگه داشتن بیش از اندازه سهام بازنده (زیان ده) است. توجه داشته باشید که بخش دوم اثر تمایلی می تواند موجبات زیانهای کلانی را فراهم کند (اجتناب از قطع زیان و معاملات نامطلوب). این اثر خودش را در سودهای کوچک پر تعداد و زیانهای کوچک کم تکرار نشان می دهد. در واقع حجم معاملات تحت تأثیر این اثر است بر این اساس، در بازار رو به رشد، حجم معاملات صعودی، و در بازار راکد، حجم معاملات نزولی است.

فرضیات تحقیق:

فرضیه اول: بین شگفتی مثبت EPS و حجم معاملات رابطه معنی داری وجود دارد.

فرضیه دوم: بین شگفتی منفی EPS و حجم معاملات رابطه معنی داری وجود ندارد.

متغیرهای تحقیق و نحوه محاسبه آنها

در این مطالعه اثر شگفتی های مثبت و منفی یا به عبارتی اثر متغیرهای US و DS بر حجم معاملات بررسی خواهد شد. لذا باید نسبت افزایش یا کاهش حجم معاملات محاسبه گردد. برای این منظور حجم معاملات در روز اعلان، و متوسط حجم معاملات ۲۵ روز کاری قبل از اعلامیه، مورد مقایسه قرار می گیرد و به صورت زیر تعریف می شود:

$$\ln(V_{it}) = \frac{vol_{it}}{Mvol_{t-25}}$$

که vol_{it} برابر با حجم معاملات در روز اعلامی و $Mvol_{t-25}$ برابر متوسط حجم معاملات ۲۵ روز کاری قبل از اعلامیه می باشد و در نهایت برای اینکه تغییرات در حجم معامله به صورت مثبت و منفی نشان داده شود از لگاریتم طبیعی آن استفاده شده است.

در روابط فوق :

US : یک متغیر مجازی است که چنانچه شگفتی افزایش در EPS رخ دهد ارزش ۱ و در غیر اینصورت ارزش صفر به خود می گیرد.

DS : یک متغیر مجازی است که چنانچه شگفتی کاهش در EPS رخ دهد ارزش ۱ و در غیر اینصورت ارزش صفر به خود می گیرد.

و از نظر ریاضی می توان نوشت :

$$US : \text{Accrual Seasonal EPS} > \text{Expected Seasonal EPS}$$

به طور مشابه می توان شگفتی کاهش در EPS یا DS را به صورت زیر بیان کرد :

$$\text{Expected Seasonal EPS} < \text{DS} : \text{Accrual Seasonal EPS}$$

PAE: اثر تغییر مثبت یک متغیر مجازی است که چنانچه تغییر مثبت بیشتر از تغییر منفی وجود داشته باشد ارزش ۱ و در غیر اینصورت ارزش صفر به خود می گیرد.

NAE: اثر تغییر منفی یک متغیر مجازی است که چنانچه تغییر منفی بیشتر از تغییر مثبت وجود داشته باشد ارزش ۱ و در غیر اینصورت ارزش صفر به خود می گیرد.

با توجه به توضیحات فوق، روش مورد استفاده برای انجام رگرسیون، رگرسیون تلفیقی می باشد که رگرسیون مورد استفاده به صورت ماتریسی و از ترکیب داده های مقطعی و سری زمانی می باشد.

برای آزمون فرضیه اول تحقیق مبنی بر اینکه (بین شگفتی مثبت EPS و حجم معاملات رابطه معنی داری وجود دارد) از یک مدل رگرسیونی به صورت زیر استفاده خواهد شد :

$$v = \beta_0 + \beta_1 US + \beta_2 PAE$$

برای آزمون فرضیه دوم تحقیق مبنی بر اینکه (بین شگفتی منفی EPS و حجم معاملات رابطه معنی داری وجود ندارد) از یک مدل رگرسیونی به صورت زیر استفاده خواهد شد :

$$v = \beta_0 + \beta_1 DS + \beta_2 NAE$$

بر اساس تئوری تمایلی فرض می شود که EPS تخمینی به عنوان نقطه مرجع در نظر گرفته شود، لذا پوشش سالانه EPS بیانگر عملکرد شرکت بوده و سرمایه گذار انتظار دارد که با توجه به اعلامیه سالانه سود سهام، درصد تحقق EPS تخمینی در حدود ۱۰۰٪ باشد. بنابراین چنانچه اختلافی بیش از ۵٪ بین درصد پوشش EPS مورد انتظار (بعنوان نقطه مرجع) و درصد پوشش تحقق یافته وجود داشته باشد یک رویداد خاص یا شگفتی تلقی شده و اثر آن بر حجم معاملات بررسی خواهد شد. بنابراین چنانچه میزان پوشش EPS ها از نسبت مورد انتظار بیشتر باشد به عنوان شگفتی افزایش (Upside Surprise) در EPS، و چنانچه درصد تحقق یافته EPS های تخمینی از نسبت مورد انتظار کمتر باشد به عنوان شگفتی کاهش (Downside Surprise) در EPS شناخته خواهد شد.

در این مطالعه اثر شگفتی های مثبت و منفی یا به عبارتی اثر متغیرهای US و DS بر حجم معاملات بررسی خواهد شد. لذا باید نسبت افزایش یا کاهش حجم معاملات محاسبه گردد. برای این منظور حجم معاملات در روز اعلان، و متوسط حجم معاملات ۲۵ روز کاری قبل از اعلامیه، مورد مقایسه قرار می گیرد و به صورت زیر تعریف می شود:

$$\ln(V_{it}) = \frac{vol_{it}}{Mvol_{t-25}}$$

که vol_{it} برابر با حجم معاملات در روز اعلامی و $Mvol_{t-25}$ برابر متوسط حجم معاملات ۲۵ روز کاری قبل از اعلامیه می باشد و در نهایت برای اینکه تغییرات در حجم معامله به صورت مثبت و منفی نشان داده شود از لگاریتم طبیعی آن استفاده شده است.

روش تحقیق

این پژوهش از نظر نوع هدف جزء پژوهش های کاربردی است. روش پژوهش از نظر ماهیت و محتوایی همبستگی می باشد. انجام پژوهش در چارچوب استدلال قیاسی - استقرایی صورت گرفته است. بدین ترتیب که مبانی نظری و پیشینه پژوهش از راه مطالعات کتابخانه ای، مقالات و سایتها در قالب قیاسی و گردآوری اطلاعات برای تایید و رد فرضیه ها به صورت استقرایی انجام گرفته است.

جامعه و نمونه آماری

تعداد شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در پایان سال ۱۳۹۰ برابر ۴۶۶ شرکت بوده است، برای آزمون فرضیات تحقیق، داده های ۱۱۷ شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در دوره زمانی بین سالهای ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ مورد استفاده قرار گرفته است.

روش و ابزار گردآوری

اطلاعات مورد استفاده در این پژوهش از صورتهای مالی و یادداشت های پیوست صورتهای مالی و همچنین از اطلاعات اولیه تابلوی بورس استفاده شده است.

به دلیل اینکه متغیرهای پژوهش از نوع فاصله ای بوده روش پژوهش همبستگی می باشد جهت انجام آزمون های آماری از:

- ۱- آزمون کولموگروف - اسمیرنوف برای بررسی نرمال بودن متغیرهای تحقیق
- ۲- آزمون دوربین - واتسون برای بررسی نبود خود همبستگی بین خطاها یا استقلال خطاها در رگرسیون
- ۳- رگرسیون چند متغیره و دیاگرام پراکنش و معادله خط که دارای خطای معیار کمتری در مقایسه با سایر روش های آماری می باشند استفاده شده است.

آزمون فرضیات

نتایج آزمون فرضیه اول تحقیق

نتایج تخمین مدل

احتمال آزمون t	آماره آزمون t	خطای استاندارد	ضرب برآوردی	متغیرها

PAE	4.98E+08	21799478	22.84156	0.0000
US	2.98E+08	17969965	16.58085	0.0000
C	4.65E+09	6.92E+08	6.713817	0.0000
ضریب تعیین	0.704658	معیار آکائیک		48.49241
ضریب تعیین تعدیل شده	0.703967	آماره شوارتز		48.50844
F لیمر آماره	1020.371	معیار حنان کوئیک		48.49843
F لیمر احتمال	0.0000	معیار دورین واتسون		2.320418
سطح معنی داری			0.0000	

$$V = -4/65E+09 + 2/98E + 08 * US + 4/98E + 08 * PE$$

بین شگفتی مثبت EPS سالانه و حجم معاملات رابطه معنی داری وجود دارد .
با توجه به آزمون ها میتوان نتیجه گرفت که ضریب همبستگی مثبت بین شگفتی مثبت EPS سالانه و حجم معاملات در شرکت های پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران وجود دارد و مقدار آماره F برابر ۱۰۲۰/۳۷ و مقدار Sig=۰ حاکی از معنی دار بودن رابطه بین شگفتی مثبت EPS سالانه و حجم معاملات است. بنابراین فرض H₀ رد می شود و بین شگفتی مثبت EPS سالانه و حجم معاملات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود دارد .
مقدار آماره t بدست آمده حاکی از معنی دار بودن ضریب متغیر های مستقل و کنترلی در سطح α=۰/۵ با متغیر وابسته می باشد . مقدار آماره t بدست آمده برابر با 16.580 می باشد که نشان دهنده رابطه مستقیم بین شگفتی مثبت EPS سالانه و حجم معاملات می باشد . با توجه به نتایج بدست آمده بین شگفتی مثبت EPS سالانه و حجم معاملات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه ای به صورت مستقیم وجود دارد یعنی با افزایش شگفتی مثبت EPS سالانه ، حجم معاملات افزایش می یابد و بالعکس .

نتایج آزمون فرضیه دوم

نتایج تخمین مدل

متغیرها	ضریب برآوردی	خطای استاندارد	آماره آزمون t	احتمال آزمون t
DS	4.98E+08	21799478	3.884156	0.0654
NAE	25845.78	3814.54	2.775595	0.1125
C	4.65E+09	6.92E+08	1.713817	0.0952
ضریب تعیین	0.154658	معیار آکائیک		48.49241
ضریب تعیین تعدیل شده	0.123967	آماره شوارتز		48.50844
F لیمر	2.370101	معیار حنان کوئیک		48.49843

آماره			
F لیمر احتمال	0.065214	معیار دوربین واتسون	2.142418
سطح معنی داری		0.2325	

$$v = -4.65E + 09 + 4.98E + 08 * DS - 25845.78 * NAE$$

بین شگفتی منفی EPS سالانه و حجم معاملات رابطه معنی داری وجود ندارد .

با توجه به نتایج آزمونها، به این نتیجه رسیدیم که ضریب همبستگی بین شگفتی منفی EPS سالانه و حجم معاملات در شرکتهای پذیرفته شده در بازار سرمایه ایران وجود ندارد و مقدار آماره F برابر ۲.۳۷ و مقدار Sig=۰/۰۶۵ حاکی از معنی دار بودن رابطه بین شگفتی منفی EPS سالانه و حجم معاملات نیست. بنابراین فرض H_0 رد نمی شود و بین شگفتی منفی EPS سالانه و حجم معاملات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معنی داری وجود ندارد. مقدار آماره t بدست آمده حاکی از معنی دار بودن ضریب متغیرهای مستقل و کنترلی در سطح $\alpha=5\%$ با متغیر وابسته نمی باشد . مقدار آماره t بدست آمده برابر با ۳.۸۸۴ می باشد که نشان دهنده نبود رابطه بین شگفتی منفی EPS سالانه و حجم معاملات می باشد . با توجه به نتایج بدست آمده بین شگفتی منفی EPS سالانه و حجم معاملات در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه ای وجود ندارد .

نتیجه گیری :

اثر تمایلی یکی از مباحث مطرح در پارادایم مالی رفتاری می باشد که بیان کننده موقعیت فرد در هنگام تصمیم گیری است . نتایج حاصل از فرضیه اول با نتایج حاصل از تحقیق کانمن و تیورسکی که در تحقیق خود تئوری انتظارات را مطرح نموده و وجود آنرا اثبات نمودند مانند همدیگر است و همچنین با نتایج حاصل از تحقیق جین و جوه که دریافتند حجم مبادلات به طور محسوسی نسبت به افزایش قیمت واکنش نشان می دهد تا نسبت به کاهش قیمت که این مطلب مویدی بر تئوری مطلوبیت می باشد و شاموی و آربر به توصیف بازده با توجه به گریز از زیان با استفاده از مدلی مبتنی بر مجموعه انتظارات عقلایی پرداختند که نتایج حاصل از تحقیق آنها با نتایج حاصل از این فرضیه همانند همدیگر هستند .

نتایج حاصل از این فرضیه با نتایج حاصل از تحقیق شفرین و استاتمن آنها لایه های هرم پیشنهادی را با توجه به نسبت میان دارایی ریسکی و بدون ریسک، وجود تورش خانگی و انتظار از رشد و سطح درآمد سرمایه گذار تبیین نمودند که با نتایج حاصله این فرضیه که تاییدی بر وجود تئوری تمایلی در بورس تهران می باشد همانند همدیگر هستند گرینبلات و هان در تحقیقی تحت عنوان "تئوری دورنما، حسابداری ذهنی و مومنتوم" به بررسی تمایل سرمایه گذاران برای نگهداری سهامی که با کاهش قیمت مواجه شده اند پرداختند. آنها این رفتار را متأثر از تئوری دورنما و حسابداری ذهنی دانستند که موجب می شود به دلیل واکنش کمتر از حد به اطلاعات، شکاف میان ارزش ذاتی و ارزش بازار سهام ایجاد شود. همگرایی میان این قیمت ها با تکامل تصادفی و تدریجی ارزش ذاتی و به روز شدن نقطه مرجع ایجاد می گردد که موید بر تئوری تمایلی می باشد که نتایج تحقیق آنها مانند نتیجه فرضیه دوم این تحقیق می باشد .

مقایسه نتایج با نتایج مقاله داخلی

نتایج حاصل از فرضیه اول با نتایج حاصل از تحقیق راعی و همکاران نشان میدهد که درصد پوشش فصلی سود هر سهم بر حجم معاملات اثری نداشته و حجم معاملات بیشتر تحت تأثیر تعدیلات مثبت و منفی سود اعلامی قرار می گیرد به طوری که با تعدیل ، EPS حجم معاملات افزایش یافته و بنابراین اثر تمایلی مورد تأیید قرار نمی گیرد ، مخالف همدیگر است . از دلایل

دیگر که بتوان به عنوان تفاوت این دو مقاله ذکر نمود این است که آنها بر روی ۵۱ شرکت آزمون انجام دادند و دلیل دیگر دوره زمانی تحقیق می باشد که آنها یکساله می باشد اما تحقیق ما ۱۰ ساله است. و همچنین تحقیق آنها بر روی سودهای فصلی بوده اما این تحقیق به سودهای سالانه پرداخته است همچنین شیوه آزمون در دو تحقیق متفاوت بوده است راعی و دیگران از رگرسیون خطی ساده استفاده نموده اند اما در این تحقیق از شیوه پانل دیتا استفاده نمودیم.

نتایج حاصل از فرضیه دوم با نتایج حاصل از تحقیق راعی و همکاران نشان می دهد که درصد پوشش فصلی سود هر سهم بر حجم معاملات اثری نداشته و حجم معاملات بیشتر تحت تأثیر تعدیل های مثبت و منفی سود اعلامی قرار می گیرد. به طوری که با تعدیل EPS حجم معاملات افزایش یافته و بنابراین اثر تمایلی مورد تأیید قرار نمی گیرد، مخالف همدیگر است.

پیشنهادات موضوعی

با انجام هر پژوهش، راه به سوی پژوهش های آتی باز می شود و لزوم انجام پژوهش های بیشتری احساس می گردد. موضوعات زیر برای انجام پژوهش توسط سایر پژوهشگران پیشنهاد می گردد:

- بررسی ارتباط بین سود پیش بینی شده با حجم معاملات شرکت
- بررسی ارتباط بین عملکرد مدیریت با حجم معاملات شرکت و EPS سالانه
- بررسی ارتباط بین EPS سالانه با کیفیت اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری
- بررسی ارتباط بین EPS سالانه و حجم معاملات با هزینه نمایندگی

منابع فارسی:

۱. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و حمیدرضا کردلوئی ۱۳۸۹ "مالی رفتاری، مرحله ی گذر از مالی استاندارد تا نوروفینانس" مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی. سال اول/ شماره اول/ بهار ۱۳۸۹
۲. بهرامفر، نقی ، و بهزاد کاردان ، ۱۳۸۷، "بررسی محتوای اطلاعاتی ارقام حسابداری مندرج در صورتهای مالی و ارائه مدلی جهت پیش بینی سود"، بررسیهای حسابداری و حسابرسی ، شماره ۵۲
۳. بهرامفر، نقی ،سید حسام شمس عالم، ۱۳۸۳، "بررسی تاثیر متغیرهای حسابداری بر بازده های غیرعادی آتی سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی ، شماره ۳۷.
۴. تلنگی ،احمد و راعی ، رضا، ۱۳۸۳، "مدیریت سرمایه گذاری پیشرفته"، انتشارات سمت ،
۵. خادم المله، سارا، ۱۳۸۷، "بررسی اثر تعطیلات مناسبتی بر روی بازدهی و حجم معاملات در بورس تهران"، پایان نامه تحصیلی دانشکده علوم اداری، دانشگاه شهید بهشتی.
۶. راعی رضا ، سارنج علیرضا و صادقی باطانی محسن (۱۳۸۹)" بررسی EPS فصلی شرکت های بوری به عنوان نقطه مرجع و اثر آن بر روی حجم معاملات " فصلنامه تحقیقات حسابداری، سال دوم ، شماره ۵
۷. رهنمای رودپشتی، فریدون، و هاشم نیکو مرام و شادی شاهوردیان، ۱۳۸۵، "مدیریت مالی راهبردی"، انتشارات کسا کاوش
۸. رهنمای رودپشتی، فریدون، و شهره یزدانی (۱۳۸۸)، "کاربرد تئوری های روانشناسی در حسابداری"، پژوهشنامه حسابداری مالی و حسابرسی، شماره ۴، صص. ۱-۲۶.
۹. رهنمای رودپشتی، فریدون، آرزو جلیل، (۱۳۸۹)، "حسابگری ذهنی و ارزیابی متوازن (تحلیل تعاملی و رفتاری)" مجله حسابداری مدیریت، سال سوم/ شماره ۴، صص. ۸۱-۹۱.
۱۰. زیوداری، محمد، ۱۳۸۴، "بررسی رابطه تجربی بین حجم معاملات، بازده سهام و نوسانات بازده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه تحصیلی دانشکده علوم اداری، دانشگاه تربیت مدرس.
۱۱. ستایش ، محمد حسین، ۱۳۸۲، "مقایسه قدرت پیش بینی سود خالص و سود عملیاتی"، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز دوره نوزدهم ، شماره ۳۸
۱۲. سجادی ،حسین ،۱۳۷۷، "عوامل مرتبط با سود غیر منتظره و رابطه آن با قیمت سهام"، بررسی های حسابداری و حسابرسی ، شماره ۲۴ و ۲۵.

۱۳. سعیدی، علی (۱۳۸۶)، "تبیین و ارائه الگوی عکس‌العمل رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار اوراق بهادار تهران (عکس‌العمل بیش از حد و کمتر از حد)"، رساله دکتری مدیریت بازرگانی گرایش مالی، دانشکده مدیریت و اقتصاد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات، تهران.
۱۴. شباهنگ، رضا، ۱۳۸۷، "تئوری حسابداری"، جلد اول، مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان
۱۵. شوشتریان زکویه، اکبری علی ۱۳۸۶ "بررسی تاثیر افزایش سرمایه از محل حق تقدم بر حجم معاملات سهام در بورس وراق بهادار ایران" مجله علوم اجتماعی و انسانی شیراز، دوره بیست و ششم، شماره اول، بهار ۱۳۸۶ پیاپی ۵۰ ویژه نامه حسابداری
۱۶. فدائی نژاد، محمد اسماعیل و محسن صادقی، (۱۳۸۵)، بررسی سودمندی استراتژی های مومنتوم و معکوس در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه پیام (چشم انداز) مدیریت، سال پنجم، شماره ۱۷ و ۱۸،
۱۷. قائمی، امید، ۱۳۷۹، "بررسی رابطه بین حجم معاملات و قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه تحصیلی، دانشکده علوم اداری، دانشگاه شهید بهشتی.
۱۸. کرباسی یزدی، ح، ۱۳۸۴، "مباحث جاری در حسابداری"، انتشارات دانشگاه پیام نور
۱۹. کرباسی یزدی، ح، ۱۳۸۷، "تئوری حسابداری"، جلد اول، انتشارات دانشگاه آزاد اسلامی واحد بروجرد
۲۰. کردستانی، غ، و ضیاء الدین مجدی، ۱۳۸۶، "بررسی رابطه بین ویژگی های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۸
۲۱. مهرانی کاوه، بهرام فر نقی (۱۳۸۳) "رابطه ی بین سود هر سهم و سود تقسیمی و سرمایه گذاری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" بررسی حسابداری و حسابرسی سال ۱۱ شماره ۳۶
۲۲. هاگن، رابرت، (۱۳۸۶)، نظریه های مالی نوین، ترجمه غلامرضا اسلامی بیدگلی و دیگران، چاپ اول، انتشارات دانشگاه تهران.
۲۳. هندریکسن،الدون و مایکل اف ون بردا، ترجمه علی پارسائیان، ۱۳۸۵، "تئوری های حسابداری"، جلد اول، انتشارات ترمه

منابع لاتین:

- Barberis, Nicholas and Ming Huang (2001) "Mental Accounting, Loss Aversion and Individual Stock Return", *Journal of Finance*, Vol. 56, 2001, pp. 1247-92. .۱
- Economics, Barberis, N., Huang, M. and Santos, J.,(2001), "Prospect Theory and asset prices" *Quarterly Journal of Finance* Vol. 141, pp. 1-53. .۲
- Finance" In "Handbook of the Economics of Barberis, N. C. and Thaler R. H.,(2003), "A Survey of Behavioral Financial Markets and Asset Pricing, Elsevier North Holland, Chapter 18, pp. 1053-1128. Finance." Volume 1B, Blavatsky, Pavlo, and Ganna Pogrebna, (2006) "Myopic Loss Aversion Revisited: The Effect of Probability Distortion in Choice under Risk", Institute for Empirical Research in Economics, University of Zurich, Working Paper, No. 249. .۳
- Das, Sanjiv, Markowitz, Harry, Scheid, Jonathan, and Meir Statman, (2009) "Portfolio Optimization with Mental Accounting", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 45, No. 2. .۴
- Ert, Eyal, and Ido Erev, (2010) "On the Descriptive Value of Loss Aversion in Decision under Risk", Harvard Business School, Working Paper, No. 10-056. .۵
- pricing anomalies" *Journal of Finance*, 51, PP.55- Fama,E.F. French,K.R.(1996), "Multifactor explanations of asset 84. .۶
- Cliffs, New Jersey: The Case against Efficient Markets. Englewood Haugen, Robert. (1995). The New Finance: Prentice Hall. .۷
- Testing for Linear and Nonlinear Granger Causality in the Stock Price-Volume "Hiemstra C., and Jones J.D. 1994 , *Journal of Finance*, 49, 1639-1664. , "Relation .۸
- Grinblatt, Mark, and Bing Han,(2004), "Prospect Theory, Mental Accounting and Momentum", UCLA Anderson School of Finance, Working Paper, No. 01-18. .۹
- Giorgi, Enrico G. De, and Thierry Post (2010), "Loss Aversion with a State-dependent Reference Point", Swiss Finance Institute, Research Paper No. 07-14. .۱۰
- Journal of Finance*, 45, pp: 881-898. Jegadeesh, N. (1990). "Evidence of predictable behavior of security returns", .۱۱
- Jin, Hanqing, and Xun Yu Zhou, (2008) "Behavioral Portfolio Selection in Continuous Time", *Mathematical Finance*, Vol. 18, No. 3, pp. 385-426. .۱۲
- Trading Volume", *Journal of Financial and Karpoff, J.M., 1987, "The Relation Between Price Changes and March, Vol.22, pp.109-126. Quantitative Analysis, .۱۳*
- Muradoghlu, Yaz Gulnur, Altay-Salih, Aslihan, and Muhammet Mercan, (2005) "A Behavioral Approach to Efficient Portfolio Formation", *The Journal of Behavioral Finance*, Vo. 6, No. 4. .۱۴
- Rayan ball (2011) discussion of why do EPS forecast error and dispersion vary with scale? .۱۵
- Shefrin Hersh and M. Statman (1985), "The Disposition Effect to sell winners too early and ride losers too long", *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 3. .۱۶
- Shefrin Hersh and M. Statman (2000), "Behavioral Portfolio Theory", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 35, No. 2. .۱۷
- Shamway, Tyler, and Ann Arbor, (1997), "Explaining Returns with Loss Aversion", available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract:58442>. .۱۸
- Shafir, Elder, and Richard H. Thaler, (2006) "Invest Now, Drink Later, Spend Never: On the Mental Accounting of Delayed Consumption", *Journal of Economic Psychology*, Vol. 27, No. 5, pp. 694-712. .۱۹
- Yao, Jing, and Duan Li, (2010), "Bounded Rationality as a Source of Loss Aversion and Optimism: A Study of Psychological Adaptation under Incomplete Information", Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract : 1636122>. .۲۰
- Wagner, Niklas, (2001) "On a Model of Portfolio Selection with Benchmark", *Journal of Asset Management*, Vol. 3., No. 1. .۲۱

Abstract:

In order to solve the existent depletions and deficits in the efficient market theory, financial literature needed some approaches to be more compatible with the practical instances. In light of that, some activities called non expecting utility theories “non-EU” were proposed and other models were delivered too. One of the most important theories among them is the Expectations theory. In descriptive model of Expectations theory investors maximize their value function. By the use of investment approach Schifrin and Statman changed the Expectations theory into a wider theoretical framework which is called Dispositional effect. Dispositional effect states that, investors sell the shares in the position of profit sooner and keep the shares in the position of loss for a long time. In this research we investigate the explanation of annual EPS in the shares transactions volume based on Dispositional theory in the Tehran exchange stock. To gain this particular purpose, two hypotheses were proposed: 1) there is a meaningful relationship between positive amazement of EPS and transactions volume, 2) there is no meaningful relationship between negative amazement of EPS and transactions volume. Our results show that there is a relationship between annual EPS and shares transaction volume based on Dispositional theory and regarding to the results of the research hypotheses, there is the Dispositional effect in Iran.