

بررسی رابطه بین محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود

فصلی و عدم تقارن اطلاعاتی

موسی بزرگ اصل*، آزاده ادیبی**

تاریخ دریافت: ۹۵/۱۰/۲۹

تاریخ پذیرش: ۹۶/۰۱/۲۸

چکیده

ارزشمندی گزارشگری سود، بعنوان یکی از مهم‌ترین شاخص‌های تصمیم‌گیری سهامداران، در گرو میزان اطلاعاتی است که این فرآیند در اختیار بازار سرمایه قرار می‌دهد. در این بین عواملی نظیر عدم تقارن اطلاعاتی، اخبار موجود در شرکت و مواردی از این دست، بر فرآیند گزارشگری سود اثر گذاشته و بار اطلاعاتی آن را دستخوش تغییر می‌کنند. هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی بر محتوای اطلاعاتی سود فصلی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور از اطلاعات ۷۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۳ استفاده و جهت سنجش این رابطه از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت استفاده شد. نتایج تحقیق بیانگر این موضوع است که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی در انتهای یک فصل (و نه ابتدای آن) بر محتوای اطلاعاتی سود آن فصل تأثیری مثبت و معنادار دارد.

واژه‌های کلیدی: انگیزه‌های افشای اختیاری، محتوای اطلاعاتی سود، عدم تقارن اطلاعاتی، اخبار منفی.

طبقه‌بندی موضوعی: G14, M41

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

کد DOI: 10.22051/jera.2017.8280.1139

* دانشیار حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، (mbozorgasl@gmail.com).

** کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، نویسنده مسئول، (adibi.azadeh@yahoo.com).

مقدمه

دستیابی به اطلاعات از مهم‌ترین مسائل بازار سرمایه به شمار می‌رود. سهامداران به منظور دستیابی به اخبار و اطلاعات از منابع مختلفی بهره می‌برند. منابع اطلاعاتی بسته به منشاء انگیزشی خود بصورت اجباری و یا اختیاری منتشر می‌گردند. بر خلاف فرآیند افشای اجباری که بیشتر تحت تأثیر قوانین و دستورالعمل‌های حسابداری است، افشای اختیاری در اثر عوامل و شرایط مختلفی نظیر عدم تقارن اطلاعاتی، اخبار موجود در شرکت، دستمزد و پاداش مدیر و... دستخوش تغییر می‌گردد. رویچودھاری و اسلتن (۲۰۱۲) معتقدند که در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، مدیران و افراد درون سازمانی در مقایسه با سرمایه‌گذاران دارای اطلاعات افشاء نشده بیشتری در مورد عملیات و جوانب مختلف شرکت در آینده هستند. این تفاوت در دسترسی به اطلاعات سبب می‌شود طرفین معامله نسبت به موضوعی به ظاهر یکسان واکنشی متفاوت بروز دهند و تصمیماتی با فاصله از یکدیگر اتخاذ کنند که منجر به فاصله هر چه بیشتر قیمت‌های پیشنهادی خرید و فروش از یکدیگر می‌شود. افزایش میزان تفاوت در قیمت پیشنهادی خرید و فروش حکایت از شرایطی دارد که مدیران و افراد درون سازمانی با در اختیار داشتن اطلاعاتی نهانی و آگاهی از میزان اهمیت این اطلاعات انگیزه کمتری برای ارایه اختیاری و پیش از هنگام چنین اطلاعاتی به بازار دارند. کوثری و همکاران (۲۰۰۹) در خصوص اثر اخبار شرکت بر فرآیند افشای اختیاری معتقدند که به علت واکنش شدیدتر بازار به اخبار منفی مدیران بطور متوسط در افشای اخبار منفی به سرمایه‌گذاران تاخیر می‌ورزند. بنابراین با کاهش انگیزه مدیر برای افشاء اخبار و اطلاعات موجود در شرکت بصورت داوطلبانه، این فرآیند گزارشگری سود است که بار بیشتری را برای ارائه اطلاعات به بازار سرمایه به دوش می‌کشد (رویچودھاری و اسلتن، ۲۰۱۲). بنابراین به نظر می‌رسد علی‌رغم تلاش‌های گسترده نهادهای مختلف برای افزایش شفافیت در بازار سرمایه و ارتقای سطح افشای اختیاری اطلاعات، اعلامیه‌های سود، هنوز هم ارزش خود را بعنوان یک منبع اطلاعاتی برای سهامداران حفظ کرده‌اند و بدلیل وجود عوامل مختلفی نظیر عدم تقارن اطلاعاتی، اخبار منفی و... اتکای سهامداران به اعلامیه‌های سود بیش تر از پیش نیز شده است (رویچودھاری و اسلتن، ۲۰۱۲). لندزمن و میدیو (۲۰۰۱) معتقدند که میزان محتوای اطلاعاتی سود طی گذشت سال‌ها افزایش داشته است و شواهدی مبنی بر افزایش حجم معاملات و ناپایداری در بازده سهام در زمان انتشار اعلامیه‌های سود وجود دارد. در چنین شرایطی بار اطلاعاتی صورت‌های

مالی و اعلامیه‌های الزامی برای اطلاع رسانی به بازار بیشتر شده و بازار اتکای بیشتری به اطلاعات بر آمده از اهرم‌های افشای اجباری می‌کند.

بر این اساس در پژوهش پیش رو به بررسی تأثیر دو عامل کاهنده افشای اختیاری، یعنی عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی، بر محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود فصلی پرداخته شده است. به منظور محاسبه محتوای اطلاعاتی سود از معیار بازده غیرعادی بهره گرفته شده است. در اکثر پژوهش‌های صورت گرفته از این معیار استفاده شده است (بیور، ۱۹۶۸؛ بال و براون، ۱۹۶۸؛ رویچادهوری و اسلتن، ۲۰۱۲). به عبارت دیگر پرسش اصلی در این پژوهش این است که "آیا عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی در طول فصل اثری بر محتوای اطلاعاتی سود دارد؟"

پیشینه تحقیق

به منظور بررسی تحقیقات موجود در حوزه سود حسابداری، پژوهش‌ها به دو بخش بررسی محتوای اطلاعاتی سود و انگیزه‌های کاهنده افشای اختیاری (عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی) تقسیم و ارائه شده‌اند.

محتوای اطلاعاتی سود

تحقیقات خارجی

بیور (۱۹۶۸) نخستین کسی بود که برای تعیین محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود خالص سالانه از انحراف بازدهی‌های غیرعادی استفاده کرد. تحقیق بیور بر دو محور تحلیل حجم معاملات و قیمت برای بررسی محتوای اطلاعاتی سود بنیان شده است. در این تحقیق از اعلامیه‌های سود منتشر شده ۱۴۳ شرکت پذیرفته شده در بورس نیویورک طی سال‌های ۱۹۶۱ تا ۱۹۶۵ استفاده شده است. بیور برای بررسی محتوای اطلاعاتی به تحلیل و مقایسه حجم معاملات و قیمت سهام شرکت‌ها در ۱۷ هفته حول زمان اعلامیه سود (۸ هفته قبل و بعد از زمان اعلام سود) و هفته‌های خارج از این بازه (هفته‌هایی که سود خالص در آن‌ها اعلام نمی‌شود) و با ۱۷ هفته اعلام سود از نظر انحراف بازده غیرعادی و حجم مبادلات مقایسه می‌شوند) پرداخت. طبق این تحقیق، واکنش قیمت همانند واکنش حجم مبادلات یک سهم، در برابر انتشار سود بیانگر این موضوع است که اعلامیه سود نه تنها بر انتظارات سرمایه‌گذاران بصورت فردی تأثیر گذار است بلکه بر انتظارات بازار به صورت کلی هم اثر گذار است چرا که از نظر

بیور تغییرات در حجم مبادلات سهام ناشی از تغییر در انتظارات فردی سرمایه‌گذاران و تغییر در قیمت بر اثر انتشار سود نشان دهنده فراگیر شدن این تغییر در انتظارات در سطح بازار است. بنابراین وجود واکنش در قیمت و حجم مبادلات در هفته اعلام سود نشانگر اثر گذاری اعلامیه‌های سود بر انتظارات سرمایه‌گذاران و متعاقب آن نشانه‌ای از وجود محتوای اطلاعاتی در گزارشات سود است.

گران (۱۹۸۰) در تحقیقی به بررسی محتوای اطلاعاتی موجود در سود خالص شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس و فرابورس نیویورک پرداخت. نتایج تحقیق بیانگر این موضوع بود که شرکت‌های کوچکتر بازدهی غیرعادی بیشتری نسبت به شرکت‌های بزرگ‌تر دارند. گران نتیجه گرفت که محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود خالص با توجه به منابع مختلف اطلاعاتی موجود برای شرکت متفاوت است.

لندزمن و میدیو (۲۰۰۱) در پژوهش خود به بازبینی نتایج تحقیق بیور (۱۹۶۸)، مبنی بر اینکه آیا گزارشات سود با گذشت زمان محتوای اطلاعاتی خود را از دست داده‌اند یا نه پرداختند. با بررسی ۱۰۰۰ فصل-شرکت برای سال‌های ۱۹۷۲ تا ۱۹۹۸ در مورد شرکت‌هایی که هر ۴ اعلامیه فصلی آنها موجود و در دسترس بود نه تنها شواهدی مبنی بر کاهش محتوای اطلاعاتی سود مشاهده نشد بلکه شواهدی قوی دال بر وجود ناپایداری غیر عادی در حجم مبادلات و قیمت سهام در پنجره زمانی اعلامیه سود نسبت به بازه زمانی خارج از این پنجره نیز بدست آمد. اضافه بر این لندزمن و میدیو دریافتند که با تغییر شرایطی نظیر سبک شرکت، میزان دارایی‌های نامشهود، وجود زیان و سایر فاکتورها روند تغییر محتوای اطلاعاتی سود با گذشت زمان غیر کاهشی بوده است.

بال و شیواکومار (۲۰۰۸) به اندازه‌گیری میزان اهمیت اعلامیه‌های سود در فراهم آوردن اطلاعات جدید برای سهامداران، یا به عبارتی دیگر میزان محتوای اطلاعاتی سود برای بازار سرمایه، پرداختند. نتیجه پژوهش این محققان بیانگر این است که اعلامیه‌های فصلی بطور متوسط با ۵ تا ۹ درصد از کل اطلاعات موجود در قیمت شرکت و با ۱ درصد از کل تغییرات در حجم مبادلات سالانه سهام در ارتباط است.

رویچودھاری و اسلتن (۲۰۱۲) در پژوهشی با بررسی اثر انگیزه‌های افشای اختیاری بر محتوای اطلاعاتی سود اعلامیه‌های فصلی پرداختند. محققان با بررسی تغییر در بازده غیر عادی

سهام در یک پنجره زمانی مشخص حول انتشار سود فصلی دریافتند که محتوای اطلاعاتی سود در فصول با اخبار منفی بیشتر از فصولی است که اخبار مربوط به شرکت مثبت است. علاوه بر این نتایج پژوهش بیانگر این بود که وجود عدم تقارن اطلاعاتی و فروش سهم توسط مدیران شرکت در فصولی که شرکت با اخبار منفی مواجه است بر بار اطلاعاتی سود می‌افزاید.

کوماس و ویلیام (۲۰۱۵) در تحقیقی به بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی و عددی سود شرکت‌ها با مجموعه فعالیت‌های معاملاتی بازار سرمایه پرداختند. نتیجه کلی تحقیق حاکی از این است که بار اطلاعاتی اعلامیه‌های سود بر فعالیت‌های معاملاتی کل بازار اثرات مشخصی می‌گذارد. سایر یافته‌های پژوهش نیز با دو ایده رایج و مقبول در تحقیقات بازار سرمایه منطبق است. اول اینکه اخبار منفی نسبت به اخبار مثبت ارتباط جامع‌تری را با معاملات بازار برقرار می‌کند و دوم اینکه محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود در دوره‌هایی که بیشتر شرکت‌ها اقدام به افشای این اطلاعات می‌کنند بیش‌تر از سایر دوره‌ها است.

تحقیقات داخلی

خوش طینت و براری (۱۳۸۵) در تحقیقی به بررسی اثر اندازه شرکت بر محتوای اطلاعاتی سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۸۲ تا ۸۴ پرداختند. نتایج اولیه بیانگر وجود ارتباط معنادار بین اعلام سود سالانه و بازده غیرمنتظره در دوره زمانی نزدیک به اعلام سود است. بعبارتی دیگر سهامداران نسبت به اعلام خیر سود واکنش نشان می‌دهند. افزون بر این نتایج تحقیق حاکی از وجود ارتباط معکوس بین اندازه شرکت و محتوای اطلاعاتی سود است.

قائم‌ی و همکاران (۱۳۹۰) در مقاله‌ای به بررسی عوامل مؤثر بر واکنش بازار به اعلان سودهای فصلی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران به موضوع محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود فصلی پرداختند. محققان ۵ عامل زمان اعلام، اندازه شرکت، نوع صنعت، تعداد اعلان‌های سود و تعداد سایر اطلاعیه‌های شرکت را مدنظر قرار داده و واکنش بازار در قالب تغییرات قیمت و حجم معاملات سهام از ۲۰ روز قبل تا ۲۰ روز پس از روز اعلان سود فصلی را ارزیابی کردند. نتایج نشان می‌دهد، هرچه سودهای فصلی زودتر اعلام شوند محتوای اطلاعاتی بیشتری خواهند داشت. نوع صنعت و تعداد سایر اطلاعیه‌ها در دوره

رویداد بر محتوای اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی مؤثر است. همچنین هرچه تعداد اعلان‌های سود توسط شرکتها کم‌تر باشد، بار اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی کمتر خواهد بود.

دارایی و مرادلو (۱۳۹۰) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین شفافیت اطلاعات و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ پرداختند. یافته‌های تحقیق بیانگر عدم وجود رابطه مثبت بین شفافیت اطلاعات با محتوای اطلاعاتی سود حسابداری است.

آقایی و همکاران (۱۳۹۱) در پژوهشی به بررسی میزان محتوای اطلاعاتی موجود در اعلان سودهای فصلی شرکت‌ها برای تأمین نیازهای اطلاعاتی ذینفعان در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. به منظور محاسبه میزان محتوای اطلاعاتی موجود در اعلان سودهای فصلی از رگرسیون بازده سالانه به بازده‌های مربوط به چهار فصل سال در پنجره زمانی ۷ روزه حول انتشار سودهای فصلی استفاده شد. نتایج بدست آمده نشان دهنده این است که اعلان‌های فصلی سود بطور متوسط ۹ تا ۱۷ درصد از کل اطلاعات سالانه تأثیرگذار بر قیمت سهام شرکت‌ها را تشکیل می‌دهد. از دیگر نتایج بدست آمده در این پژوهش وجود ارتباط مثبت و معنادار میان محتوای اطلاعاتی موجود در اعلان سودهای فصلی با متغیرهای نسبت فرصت‌های رشد، کیفیت و ماهیت سود و ارتباط منفی و معنادار با اندازه، اهرم مالی و عمر شرکت است.

فدائی نژاد و خرم نیا (۱۳۹۱) در تحقیقی به بررسی رابطه بین محتوای اطلاعاتی افشای اطلاعات سود، نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۸۵ تا ۸۸ پرداختند. نتایج تحقیق حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد هنگام انتشار اخبار بد از سوی شرکت افشای اطلاعات سود برای مخاطبین دارای ارزش بوده و باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی و افزایش نقدشوندگی بازار می‌شود، اما در زمان وجود اخبار خوب، افشای اطلاعات سود تنها سبب افزایش نقد شوندگی بازار می‌شود.

خواجوی و علیزاده (۱۳۹۳) در مقاله‌ای رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران را مورد بررسی قرار دادند. این پژوهشگران برای اندازه‌گیری متغیر سطح افشای داوطلبانه، از چک‌لیستی شامل ۷۱ شاخص در شش بخش کلی پیشینه اطلاعاتی، خلاصه‌ای از نتایج مهم تاریخی، آماره‌های کلیدی غیرمالی،

اطلاعات بخش‌ها، اطلاعات پیش‌بینی و بحث و تحلیل مدیریت است، استفاده کردند. همچنین متغیر عدم تقارن اطلاعاتی با استفاده از مدل و کینتاش و چیانگ (۱۹۸۶) اندازه‌گیری شده است. یافته‌های بررسی بیانگر این است که بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران، رابطه معناداری وجود ندارد.

انگیزه‌های کاهنده افشای اختیاری (عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی)

تحقیقات خارجی

کیم و ورچیا (۱۹۹۴) در پژوهش خود به بررسی اثرگذاری عدم تقارن اطلاعاتی بر مبادلات فعالان مطلع بازار سرمایه پیرامون زمان اعلام سود پرداختند. نتایج تحقیق بیانگر این موضوع بود که اعلام سود، عدم تقارن اطلاعاتی و حجم معامله را افزایش می‌دهد.

جیانگ و کیم (۲۰۰۰) به بررسی اثرات عدم تقارن اطلاعات بین مدیران و سهامداران در رابطه با سودآوری از نظر زمان و مقدار پرداختند. طبق نتایج تحقیق، هر میزان سطح مالکیت نهادی افزایش می‌یابد، عدم تقارن اطلاعات کمتری بین مدیران شرکت و سایر اشخاص مرتبط در بازار وجود خواهد داشت. بنابراین در شرکت‌هایی که میزان مالکیت بین شرکتی در آنها بیشتر است، قیمت بازار سهام اطلاعات مرتبط با سودآوری آینده شرکت را سریعتر از شرکت‌هایی که مالکیت بین شرکتی کمتری دارند، در برمی‌گیرد.

کریستین پترسن و پلن بورگ (۲۰۰۶)، طی تحقیقی در سال ۲۰۰۶ به بررسی رابطه بین سطوح افشای اختیاری و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس کپنهاگ پرداختند. به منظور اندازه‌گیری عدم تقارن اطلاعاتی از تفاوت قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام و جهت محاسبه افشای اختیاری از شاخصی با ۶۲ متغیر استفاده شده است. نتایج تحقیق بیانگر این موضوع است که افشای اختیاری با عدم تقارن اطلاعاتی ارتباط معکوس دارد.

آنیلوسکی و همکاران (۲۰۰۷) در پژوهشی با بررسی روند بازده سهام طی دوره‌های سه ماهه دریافتند که بازده مثبت در طول دوره‌های سه ماهه و بازده‌های منفی در انتهای دوره اتفاق می‌افتد. آنها وقوع چنین پدیده‌ای را ناشی از تاخیر مدیر در افشای اخبار منفی و ارایه اخبار مثبت در طول فصل تفسیر کرده‌اند.

کوتاری، شو و ویسوکی (۲۰۰۹) در پی پاسخ به این سؤال بودند که آیا مدیران از افشای اخبار نامطلوب خودداری می‌کنند؟ شواهد این پژوهش نشان می‌دهد که به‌طور متوسط مدیران افشای اخبار بد را به تأخیر می‌اندازند و انگیزه‌های مدیریت برای حفظ اخبار بر انگیزه‌های افشای مدیریت غلبه دارد. همچنین سرمایه‌گذاران در مقابل افشای اخبار بد، بیشتر از اخبار خوب واکنش نشان می‌دهند. آن‌ها چنین استدلال کردند که چون اخبار خوب زود افشا می‌شوند، بنابراین برای سرمایه‌گذاران غیرمنتظره نخواهد بود.

سویاسی (۲۰۱۱) به بررسی واکنش قیمت سهام به اخبار خوب و اخبار بد و انگیزه‌های مدیر به حفظ اخبار بد پرداخت. وی به این نتیجه رسید که تأثیر اخبار بد روی قیمت سهام بیشتر از اخبار خوب است. همچنین مدیران برای جلوگیری از کاهش شدید قیمت سهام در روز اطلاعیه سود و زیان، اخبار بد را زودتر افشا می‌کنند.

تحقیقات داخلی

احمدپور و همکاران (۱۳۸۸) به بررسی کیفیت افشا و عدم تقارن اطلاعاتی طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ پرداختند. در واقع به دنبال پاسخ به این سؤال بودند که آیا افزایش کیفیت افشا موجب کاهش عدم تقارن اطلاعاتی می‌گردد؟ در این تحقیق، از امتیازهای سالیانه کیفیت افشا که برای شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران محاسبه گردیده، استفاده شده است. نتایج تحقیق حاکی از آن است که بین کیفیت افشا و عدم تقارن اطلاعاتی رابطه منفی معنی‌داری وجود دارد. در واقع با افزایش کیفیت افشا، تلاش سرمایه‌گذاران برای دسترسی به اطلاعات محرمانه کاهش یافته و در نتیجه عدم تقارن اطلاعاتی کاهش می‌یابد.

پورحیدری و عرب‌آبادی (۱۳۹۳) به بررسی رابطه تغییرات قیمت سهام و افشای اختیاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج پژوهش بصورت کلی بیانگر این موضوع است که مدیران با هدف حداکثر سازی قیمت سهام شرکت خود، تمایل زیادی به افشای اخبار خوب به بازار، در مقابل نگهداری اخبار منفی نزد خود دارند که این خود موجب افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در چنین شرایطی می‌گردد.

سرلک و محمدی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی رابطه بین ویژگی‌های مالی و غیرمالی شرکت با کیفیت افشای اجباری و اختیاری پرداختند. به منظور بررسی ویژگی‌های مالی و

غیرمالی شرکت متغیرهای تمرکز مالکیت، ساختار هیئت مدیره، مالکیت اعضای هیئت مدیره، محافظه‌کاری مدیریت، صداقت مدیریت، کارایی مدیریت، فرصت‌های رشد، رقابت در بازار محصول، نقدینگی، سن شرکت، اندازه شرکت، سودآوری، اهرم مالی و میزان دارایی ثابت انتخاب شده است و رابطه آن‌ها با کیفیت افشای اجباری و اختیاری مورد بررسی قرار گرفت. یکی از نتایج تحقیق حاکی از این موضوع است که بین ساختار هیئت مدیره، نقدینگی شرکت، اندازه، سودآوری، اهرم مالی و میزان دارایی ثابت با کیفیت افشای اختیاری رابطه مثبت و بین مالکیت اعضای هیئت مدیره و کیفیت افشای اختیاری رابطه منفی وجود دارد.

فروغی و آیسک (۱۳۹۴) در پژوهشی با نام بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سهم پیش‌بینی شده به تحقیق در خصوص واکنش بازار به تعدیل منفی در سود هر سهم پیش‌بینی شده (خبر بد) و اعلام دیرنگام این خبر در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۰ پرداختند. نتایج پژوهش نشان می‌دهد بازار به خبر بد، منفی واکنش نشان می‌دهد اما اعلام دیرنگام، با واکنش مثبت بازار روبرو می‌شود. بعلاوه بین اخبار بد دیرنگام و زودنگام، از نظر واکنش بازار تفاوتی وجود ندارد، اما اعلام دیرنگام اخبار خوب با یک واکنش مثبت مواجه می‌شود.

ثقفی و همکاران (۱۳۹۴) در مقاله‌ای به بررسی رابطه کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷ پرداختند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های با کیفیت سود پایین و شرکت‌های با کیفیت سود بالا، دارای تفاوت معنی‌دار نیستند. به علاوه، سطح عدم تقارن اطلاعاتی در دوره پس از اعلام سود نسبت به دوره قبل از آن، افزایش یافته است.

با توجه به مطالب ذکر شده در خصوص مفاهیم محتوای اطلاعاتی سود، عدم تقارن اطلاعاتی، اخبار منفی و همچنین پیشینه تحقیقات داخلی و خارجی که حاکی از وجود ارتباط بین این متغیرها است، فرضیه‌های پژوهش تدوین و در بخش بعدی ارائه می‌گردد.

فرضیه‌های پژوهش

بر مبنای مباحث مطرح شده، این فرضیه‌ها مطرح است:

فرضیه اصلی: "عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی در ابتدای فصل اثر مثبتی بر محتوای اطلاعاتی سود دارد".

فرضیه تعدیل شده: "عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی در انتهای فصل اثر مثبتی بر محتوای اطلاعاتی سود دارد".

روش پژوهش

این پژوهش از نظر هدف کاربردی و از جنبه ماهیت توصیفی-همبستگی است. برای گردآوری داده‌ها از نرم افزار رهاورد نوین، سامانه جامع اطلاع رسانی ناشران (سازمان بورس و اوراق بهادار) و همچنین سایت شرکت بورس استفاده شده است. برای تحلیل داده‌ها از نرم افزارهای Eviews و Excel استفاده شده است.

مدل آماری تحقیق

برای آزمون ارتباط بین محتوای اطلاعاتی سود و عدم تقارن اطلاعاتی به همراه وجود اخبار منفی در طول یک فصل از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$\begin{aligned} \text{Ln (NEWS_RATIO)}_t &= \beta_0 + \beta_1 * \text{RInfoAsymm}_{t-1} + \beta_2 * \text{RLEV}_{t-1} + \beta_3 * \text{RBTM}_{t-1} + \beta_4 * \text{TRADE_DAYS}_t + \beta_5 * \text{BNEWS}_t + \beta_6 * \text{RInfoAsymm}_{t-1} * \text{BNEWS}_t + \beta_7 * \text{TRADE_DAYS}_t * \text{BNEWS}_t + \beta_8 * \text{RBTM}_{t-1} * \text{BNEWS}_t + \beta_9 * \text{RLEV}_{t-1} * \text{BNEWS}_t + U_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

در این مدل متغیرهای مورد استفاده به شرح زیر است:

NEWS_RATIO: بیانگر محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود است و به شیوه زیر محاسبه می‌گردد:

$$\text{NEWS_RATIO}_t = \left(\frac{\text{ABS (EAR)}_t}{\text{ABS (NEAR)}_t} \right) \times 100 \quad (2)$$

که در آن

- ABS (EAR)_t: قدر مطلق بازده‌های غیرعادی بازار در روزهای +۱ و ۰ و -۱ نسبت به تاریخ انتشار سود فصلی جاری .

و

- $ABS (NEAR_t)$ قدر مطلق بازده‌های غیرعادی بازار در خارج از دوره انتشار سود فصلی جاری.

در این پژوهش به منظور محاسبه بازده مورد انتظار و به تبع آن بازده غیرعادی سهام از مدل شاخصی بهره گرفته شده است. در مدل شاخصی یا تعدیل شده بازار به عوامل بازاری موثر بر بازده مورد انتظار سهام تاکید شده است. این مدل همانند مدل بازار به بازده بدون ریسک بی توجه است:

$$E (R_{jt}) = R_{mt} \quad \text{مدل (۳)}$$

سپس بازده غیر عادی خالص از بازده بازار (AR_{jt}) بصورت زیر محاسبه می‌شود:

$$AR_{jt} = R_{jt} - E (R_{jt}) \quad \text{مدل (۴)}$$

$$AR_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

- $E (R_{jt})$: بازده مورد انتظار سهم j در زمان t
- R_{mt} : بازده مورد انتظار پرتفوی بازار زمان t که به صورت زیر محاسبه شده است:

$$R_{mt} = (TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}) / TEDPIX_{t-1}$$

که $TEDPIX_t$ نشانگر شاخص کل قیمت و سود نقدی بازار در یک روز مشخص است.

- R_{jt} : بازده سهم j در زمان t که براساس رابطه (5) به دست می‌آید:

$$R_{i,t} = (P_{i,t} - P_{i,t-1}) / P_{i,t-1} \quad \text{مدل (۶)}$$

که $P_{i,t}$ و $P_{i,t-1}$ به ترتیب عبارتند از قیمت سهم شرکت i در روز t و روز $t-1$. در این پژوهش عدم تقارن اطلاعاتی به‌مراه اخبار منفی بعنوان متغیر مستقل انتخاب شده و اثر آن بر کاهش انگیزه افشای اختیاری مدیر مورد بررسی قرار می‌گیرد.

$BNEWS_t$: نشانگر وجود اخبار منفی در طول فصل جاری است. جهت اندازه‌گیری وجود اخبار منفی از بازده سهام شرکت در طول یک فصل بهره گرفته شده است:

- بازده فصلی سهام شرکت (RET) ، نشان از وجود اخبار مثبت در طول فصل دارد: $(BNEWS=0)$

- بازده فصلی سهام شرکت ($RET_t > 0$)، نشان از وجود اخبار منفی در طول فصل دارد: (BNEWS=1)

InfoAsymm_{t-1}: نشانگر عدم تقارن اطلاعاتی در ابتدای فصل جاری است. به منظور محاسبه عدم تقارن اطلاعاتی از اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام نسبی (چیانگ و ویکنتاش، ۱۹۸۶) بهره گرفته شده است:

$$BA_i = \frac{AP - BP}{\frac{(AP+BP)}{2}} \quad \text{مدل (۷)}$$

بگونه ای که

- BA: اختلاف قیمت پیشنهادی خرید و فروش

- AP: میانگین بهترین قیمت پیشنهادی فروش سهام*

- BP: میانگین بهترین قیمت پیشنهادی خرید سهام*

* برای محاسبه میانگین بهترین قیمت پیشنهادی، از بهترین مظنه‌های خرید و فروش هر لحظه در طی یک روز معاملاتی میانگین گرفته شد.

TRADE-DAYS_t: نشان‌دهنده تعداد روزهای معاملاتی در طول فصل جاری است. با توجه به تحقیقات قبلی انجام شده تعداد روزهای معاملاتی یک فصل رابطه‌ی معناداری با میزان محتوای اطلاعاتی سود همان فصل دارد (رویچودھاری و اسلتن، ۲۰۱۲).

BTM_{t-1}: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در ابتدای فصل جاری که جهت کنترل فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت انتخاب شده است.

LEV_{t-1}: نسبت کل بدهی‌ها به کل دارایی‌ها در ابتدای فصل جاری. این متغیر از طریق نسبت بدهی به دارایی شرکت در ابتدای فصل محاسبه و در مدل گنجانده شده است.

U_{it}: جمله اخلاص است.

0: عرض از مبدأ است.

جامعه آماری و روش نمونه‌گیری

جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که ویژگی‌های زیر را داشته باشند:

- ۱- سهام شرکت طی سال‌های ۱۳۸۹-۱۳۹۳ در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده باشند.
 - ۲- شرکت جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی، بانکها و بیمه‌ها نباشد.
 - ۳- پایان سال مالی شرکت، منطبق با ۲۹ اسفند ماه باشد.
 - ۴- اطلاعات مورد نیاز در دسترس بوده و هر ۴ اطلاعیه فصلی شرکت انتشار عمومی یافته باشد.
- با در نظر گرفتن ویژگی پنجم تعداد جامعه آماری به ۷۵ شرکت و مجموعاً ۱۵۰۰ فصل - شرکت محدود شد که تماماً مورد بررسی قرار گرفتند.

تجزیه و تحلیل داده‌ها

داده‌های این تحقیق از اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی فصلی شرکت‌ها، فهرست قیمت‌های معاملاتی و پیشنهادی نمادها استخراج شدند که در بانک اطلاعات مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران موجود است. به منظور دستیابی به سایر اطلاعات نیز از داده‌های موجود در سایت اطلاع رسانی بورس نیز بهره گرفته شد. برای تحلیل داده‌ها نیز از رگرسیون حداقل مربعات معمولی (OLS) استفاده شده است. با توجه به اینکه داده‌ها به صورت ترکیبی هستند، در انجام آزمون‌ها لازم است نیاز به کنترل بعد مقطع و زمان، بصورت تصادفی و یا ثابت، بررسی شود. این فرآیند از طریق اجرای آزمون چاو (F لیمر) و هاسمن بررسی شده است. از آنجا که سطح معناداری آزمون چاو برای هر دو فرضیه تحقیق ۰/۰۰۰ است از روش داده‌های پانل استفاده شد. در ادامه بر اساس نتایج برآمده از آزمون‌ها سمن به دلیل آن که سطح معناداری این آزمون برای هر دو رابطه کمتر از ۵ درصد بود در اجرای همه رگرسیون‌ها، از مدل ترکیبی با اثرات ثابت برای هر دو بعد زمان و مقطع، استفاده شده است. در استفاده از داده‌های ترکیبی (پنل) معمولاً مشکلات ناهمسانی واریانس، خودهمبستگی باقی‌مانده‌ها و هم‌خطی متغیرهای مستقل تا حد زیادی برطرف می‌شود. در ادامه جهت بررسی معنادار بودن الگوها و برقرار بودن فرض‌های اساسی در رگرسیون، آزمون‌های آماری T ،

آزمون F و R^2 به کار رفتند. جهت بررسی خود همبستگی از آزمون دورین واتسون استفاده شد که بیانگر عدم وجود همبستگی بین خطاهای مدل بود.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی پژوهش و آزمون فرضیه‌های پژوهش

در نگاره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش گزارش شده‌اند. همچنان که مشاهده می‌شود، میانگین محتوای اطلاعاتی سود اعلامیه‌های فصلی (NEWS_RATIO) ۳/۶۶ است. این عدد بیانگر این موضوع است که به صورت میانگین تغییرات بازده سهام شرکت‌ها، در روزهای نزدیک به انتشار سود بالغ بر ۳ برابر این مقدار در سایر روزها است. بصورت متوسط هر فصل حاوی ۴۷ روز معاملاتی است. میانگین اهرم مالی و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها نیز مقداری برابر با به ترتیب ۰/۶۱۹ و ۰/۶۷۶ واحد را دارا است. ضریب کشیدگی و چولگی متغیرهای محاسبه شده نیز در بازه نرمال قرار دارد. سایر اطلاعات در نگاره (۱) قابل مشاهده است.

نگاره (۱): آمار توصیفی

نام متغیر	متغیر	میانگین	میانه	ماکزیمم	مینیمم	انحراف معیار	ضریب کشیدگی	ضریب چولگی
محتوای اطلاعاتی سود	NEWS_RATIO	۳/۶۶	۳/۷۹	۱۴/۷۳	-۲/۴۴	۱/۸۶	۱/۲۹	۰/۳۴
عدم تقارن اطلاعاتی	InfoAsymm	۲/۳۵	۲/۲۸	۴/۹۹	-۰/۸۶	۱/۳۵	۰/۰۸	-۰/۸۶
تعداد روزهای معاملاتی	TRADE-DAYS	۴۷	۴۵	۱۳۰	۱۰	۲۴/۹	۰/۶۵	۰/۰۲۲
نسبت ارزش دفتری به بازار	BTM	۰/۶۷۶	۰/۵۶۵	۲/۷	۰/۰۰۶	۰/۵۲	۲/۰۸	۰/۵۸
اهرم مالی	LEV	۰/۶۱۹	۰/۶۲۹	۱/۵۵	۰/۰۱۶	۰/۱۷	۱/۰۴	۰/۰۲

نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

نتیجه تخمین مدل پژوهش با بهره‌گیری از روش رگرسیون حداقل مربعات و اثرات ثابت در نگاره (۲) ارائه می‌گردد:

نگاره (۲): نتیجه تخمین مدل پژوهش

رابطه ۱					
علامت مورد انتظار	مقدار احتمال	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	ضرایب
	۰/۰۰۰	۱۰۸/۱۲	۰/۰۳۱	۳/۴۱	عرض از مبدا
	۰/۰۰۰	۳۲/۳۶	۰/۰۴۳	۱/۴۹	BNEWS _t
	۰/۰۰۰	۴/۰۱	۰/۰۰۲	۰/۱۱۵	InfoAsymm _{t-1}
	۰/۰۰۰	-۸/۳۲	۰/۰۰۰	-/۰۰۱۸	TRADE-DAYSt
	۰/۰۰۰	۱۴/۳	۰/۰۰۲	۰/۰۴۶	BTM t-1
	۰/۰۰۰	-۳/۶۹	۰/۰۰۲	۰/۰۲۵	LEV t-1
+	۰/۰۰۰۴	-۳/۴۲	۰/۰۰۳	-۰/۱۲۵	InfoAsymm _{t-1} * BNEWS _t
	۰/۰۰۰	-۶۳/۱۲	۰/۰۰۰	-۰/۳۵۵	TRADE-DAYSt* BNEWS _t
	۰/۰۰۰	-۱۹/۳	۰/۰۰۳	-۰/۰۵۳	BTMt-1* BNEWS _t
	۰/۱۸۳	-۱/۶۲	۰/۰۰۳	-۰/۰۰۹	LEVt-1* BNEWS _t
۱/۹۱					شاخص دوربین واتسون
۰/۰۵۹		R ² تعدیل شده	۰/۰۵۹		R ²
۰/۰۰۰		احتمال (آماره F)	۷۹/۴۱		F آماره

نگاره فوق بر اساس خروجی‌های آزمون رگرسیون بر مبنای رابطه ۱ تنظیم شده است. بر اساس نتایج حاصله، آماره F به میزان ۷۹/۴۱ و در سطح معناداری ۰/۰۰۰ حاکی از نیکویی برازش رگرسیونی و خطی بودن آن است. مقدار برآورد شده برای آمار دوربین واتسون به عدد ۲ نزدیک است. این یافته نشان می‌دهد که بین خطاهای مدل، همبستگی وجود ندارد. بر اساس این یافته‌ها می‌توان نتیجه گرفت که فرض‌های اساسی و اولیه در خصوص الگوی رگرسیونی آزمون فرضیه تحقیق، برقرار است و بنابراین الگوی برازش شده، شرایط یک معادله رگرسیون مطلوب را کسب کرده است.

همان‌گونه که ضریب متغیر $BNEWS_t * InfoAsymm_{t-1}$ نشان می‌دهد، عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی اثری منفی و معنادار ($-۰/۰۱۳۷$) بر محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود دارد ($۰/۰۵ <$ سطح معناداری)، که رد فرضیه تحقیق را، در حضور متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد. اندازه برآورد شده برای ضریب متغیر اخبار منفی ($BNEWS_t$) در تحلیل آماری، ۱/۴۹ و سطح معناداری آن کمتر از ۰/۰۵ است، این موضوع بیانگر این است که اخبار منفی در

طول یک فصل بر محتوای اطلاعاتی سود اثری مثبت دارد. این نتیجه سازگار با یافته‌های پژوهش کوثری و همکاران (۲۰۰۹) و فدائی نژاد و خرم نیا (۱۳۹۱) در خصوص نگهداری اخبار بد توسط مدیران و واکنش بیشتر بازار به اخبار منفی نسبت به اخبار خوب است. ضریب معنی دار متغیر $InfoAsymm_{t-1}$ در سطح زیر ۵ درصد، اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر محتوای اطلاعاتی سود را نشان می‌دهد. ضریب مثبت برای این متغیر (۰/۱۱۵) به این معنی است که هر چه عدم تقارن اطلاعاتی ابتدای فصل بین سهامداران و مدیران شرکت افزایش یابد بر شدت واکنش سهامداران به اطلاعیه‌های سود فصلی و محتویات حاصل از افشای اجباری افزوده می‌شود، این نتیجه به دست آمده از تحلیل آماری با مبانی نظری پژوهش هماهنگی دارد. افزون بر این، توجه به ضرایب معنی دار متغیرهای کنترلی، اثر دیگر عوامل را بر محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود را نشان می‌دهد. ضریب برآوردی متغیر روزهای معاملاتی ($TRADE_{t-1}$) منفی (۰/۰۰۱۸-) و معنی دار است (سطح معناداری) $< 0/05$ که نشان می‌دهد هر چه تعداد روزهای معاملاتی در طول یک فصل بیشتر باشد از میزان محتوای اطلاعاتی سود کاسته می‌شود. به عبارت دیگر با افزایش تعداد روزهای معاملاتی مدیران فرصت بیشتری برای ارائه اختیاری اطلاعات به بازار را دارند و در اثر چنین شرایطی، افشای اجباری اطلاعات نقش کم‌رنگی را در انتقال اطلاعات به بازار سرمایه ایفا می‌کند. این نتیجه با یافته‌های رویچودهاروی و اسلتن (۲۰۱۲) سازگار است. ضریب متغیر تعداد روزهای معاملاتی و اخبار منفی ($BNEWS_{t-1} * TRADE-DAYS_{t-1}$) با مقدار برآوردی $-0/355$ در سطح معناداری کمتر از ۵ درصد نشان می‌دهد که وجود اخبار منفی در مورد شرکت، اثر منفی تعداد روزهای معاملاتی بر محتوای اطلاعاتی سود را تشدید می‌کند.

ضریب معنی دار متغیر اهرم مالی (LEV_{t-1}) در سطح زیر ۵ درصد، اثر اهرم مالی بر محتوای اطلاعاتی سود اعلامیه‌های فصلی را نشان می‌دهد. ضریب منفی برای این متغیر (-۰/۰۲۵) به این معنی است که هر چه اهرم مالی شرکت بیش تر باشد از میزان بار اطلاعاتی سود در نظر سهامداران کاسته می‌شود. از دلایل شناخته شده این یافته می‌توان به این موضوع اشاره کرد که افزایش اهرم مالی با افزایش ریسک مالی در شرکت همراه است، شرکت‌هایی با ریسک مالی بیشتر دارای محتوای اطلاعاتی سود کمتری هستند و یا در شرکت‌های با اهرم مالی بالاتر مدیران انگیزه‌های بیش تری برای افشای اختیاری اطلاعات دارند تا میزان ریسک مالی خود را کاهش دهند. این نتیجه با یافته‌های پژوهش آقایی و همکاران (۱۳۹۱) سازگار است. ضریب

متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BTM_{t-1}) با مقدار برآوردی $0/046$ در سطح معنی‌داری کمتر از $0/05$ نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری بین افزایش این نسبت با محتوای اطلاعاتی سود وجود دارد. افزایش نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار نمایانگر کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت است در چنین حالتی افشای اختیاری و پیش از موعد اطلاعات در نظر مدیران از اهمیت کمتری برخوردار بوده و این اعلامیه‌های سود هستند که حاوی اطلاعات بیشتری در مورد اخبار موجود در شرکت هستند. این یافته با آنچه کولینز و کوتاری در پژوهشی در ۱۹۸۷ در خصوص اثر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر محتوای اطلاعاتی سود اعلام کردند سازگار است.

نتایج آزمون فرضیه تعدیل شده پژوهش

بر اساس نتایج به دست آمده از آزمون فرضیه تحقیق در خصوص اثر منفی و معنادار عدم تقارن اطلاعاتی ابتدای فصل و اخبار منفی بر محتوای اطلاعاتی سود که حاکی از رد فرضیه پژوهش بود، با تعدیل زمان متغیر مستقل پژوهش و بهره‌گیری از عدم تقارن اطلاعاتی در انتهای فصل (به‌جای ابتدای فصل) نتایج جدید حاصل شد که در نگاره (۳) قابل مشاهده است.

نگاره (۳): نتیجه تخمین مدل تعدیل شده پژوهش

رابطه ۱-تعدیل شده					
علامت مورد انتظار	مقدار احتمال	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	ضرایب
	0/001	110/19	0/031	3/58	عرض از مبدا
	0/000	33/61	0/043	-0/172	BNEWS _t
	0/000	3/74	0/002	-0/152	InfoAsymmt
	0/000	-8/09	0/000	-0/001	TRADE-DAYS _t
	0/000	15/4	0/002	0/051	BTM _{t-1}
	0/000	-4/23	0/002	-0/015	LEV _{t-1}
+	0/000	-3/99	0/003	0/369	InfoAsymmt* BNEWS _t
	0/000	-92/05	0/000	-0/024	TRADE-DAYS _t * BNEWS _t
	0/000	-14/8	0/003	-0/062	BTM _{t-1} * BNEWS _t
	0/569	-2/71	0/003	0/003	LEV _{t-1} * BNEWS _t
1/92					شاخص دوربین واتسون
0/097	R ² تعدیل شده		0/098		R ²
0/000	احتمال (آماره F)		114/35		F آماره

نگاره فوق بر اساس خروجی‌های آزمون رگرسیون بر مبنای رابطه ۱ (تعدیل شده) تنظیم شده است. بر اساس نتایج حاصله، آماره F به میزان $118/35$ و در سطح معناداری $0/000$ حاکی از نیکویی برازش رگرسیونی و خطی بودن آن است. مقدار برآورد شده برای آمار دورین واتسون به عدد ۲ نزدیک است. این یافته نشان می‌دهد که بین خطاهای مدل، همبستگی وجود ندارد. بر اساس این یافته‌ها می‌توان نتیجه گرفت که فرض‌های اساسی و اولیه در خصوص الگوی رگرسیونی آزمون فرضیه تحقیق، برقرار است و بنابراین الگوی برازش شده، شرایط یک معادله رگرسیون مطلوب را کسب کرده است.

همان گونه که ضریب متغیر $BNEWS_t$ * $InfoAsymm_{t-1}$ نشان می‌دهد، عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی اثری مثبت و معنادار ($0/369$) بر محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود دارد ($0/05 <$ سطح معناداری)، که تأیید فرضیه تحقیق را، در حضور متغیرهای کنترلی نشان می‌دهد. به عبارت دیگر، وجود اخبار منفی در شرکت زمانی که با سطوح بالاتری از عدم تقارن اطلاعاتی در انتهای فصل همراه شود سبب می‌گردد تا انگیزه مدیر برای افشای اختیاری اطلاعات کم‌تر شده و بازار راه دریافت اطلاعات جدید را در اطلاعیه‌های سود ببیند تا اینکه منتظر ارائه اطلاعات بصورت اختیاری از سمت مدیران شرکت باشد. افزایش تغییرات بازده غیرعادی سود در چنین شرایطی نشانه‌ای از توجه سهامداران به گزارش سود است. این یافته هم جهت با نتیجه پژوهش رویچودھاری و اسلتن (2012)، میلر (2002) و فدائی نژاد و خرم نیا (1391) است.

متغیر اخبار منفی در تحلیل آماری تعدیل شده، ضریبی برابر با $-0/0172$ در سطح معناداری ۵ درصد به خود گرفته است. این یافته با نتیجه نگاره (۲) مبنی بر افزایش محتوای اطلاعاتی در شرایطی که در مورد شرکت اخبار بد وجود دارد در تقابل است. ضریب معنی‌دار متغیر $InfoAsymm_t$ در سطح زیر ۵ درصد، اثر عدم تقارن اطلاعاتی در انتهای فصل را بر محتوای اطلاعاتی سود نشان می‌دهد. ضریب منفی برای این متغیر ($-0/152$) به این معنی است که هر چه سطح عدم تقارن اطلاعاتی در انتهای فصل بالاتر باشد (بدون حضور و احتساب اخبار منفی در مورد شرکت) از بار اطلاعاتی سود همان فصل کاسته خواهد شد. این نتیجه با استنباط کوتاری و همکاران در تضاد است که اظهار می‌دارند مدیران تلاش می‌کنند تا اخبار بد را تا حد امکان پنهان کنند، تا از اثرات واکنش منفی بازار بکاهند.

در ادامه توجه به ضرایب معنی‌دار متغیرهای کنترلی اثرات سایر متغیرها را بر محتوای اطلاعاتی ارائه می‌کند. ضریب برآوردی متغیر روزهای معاملاتی ($TRADE-DAYS_t$) منفی ($-0/001$) و معنی‌دار است ($0/05 < \text{سطح معناداری}$) که نشان می‌دهد هر چه تعداد روزهای معاملاتی در طول یک فصل بیشتر باشد از میزان محتوای اطلاعاتی سود کاسته می‌شود. ضریب این متغیر در حضور اخبار منفی ($BNEWS_t * TRADE-DAYS_t$) با مقداری برابر $-0/024$ و در سطح معناداری کمتر از ۵ درصد بیانگر این موضوع است که اخبار منفی در مورد شرکت شدت تأثیر منفی تعداد روزهای معاملاتی بر محتوای اطلاعاتی سود را افزایش می‌دهد. ضریب متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BTM_{t-1}) با مقدار برآوردی $0/051$ در سطح معنی‌داری کمتر از $0/05$ نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین افزایش این نسبت با محتوای اطلاعاتی سود وجود دارد. ضریب معنی‌دار متغیر LEV_{t-1} در سطح زیر ۵ درصد، اثر اهرم مالی بر محتوای اطلاعاتی سود اعلامیه‌های فصلی را نشان می‌دهد. ضریب منفی برای این متغیر ($-0/015$) به این معنی است که هر چه اهرم مالی شرکت بیش‌تر باشد از میزان بار اطلاعاتی سود در نظر سهامداران کاسته می‌شود. این یافته‌ها با آنچه که در خصوص اثر متغیرهای کنترلی بر محتوای اطلاعاتی سود در تحلیل آماری پیشین ارائه شد سازگار است.

نتیجه‌گیری

پژوهش حاضر به بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی بر محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود فصلی پرداخت. نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق در نگاره (۴) ارائه شده است.

نگاره (۴): نتیجه تخمین مدل تعدیل شده پژوهش

فرضیه	نتیجه آزمون	یافته
فرضیه اصلی	تأیید نشد	محتوای اطلاعاتی سود شرکت‌های حاوی اخبار منفی با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در ابتدای فصل کاهش می‌یابد.
فرضیه تعدیل شده	تأیید شد	عدم تقارن اطلاعاتی در طول و همچنین انتهای یک فصل چنانچه با اخبار منفی در خصوص شرکت همراه شود محتوای اطلاعاتی سود فصلی را افزایش می‌دهد.

بر اساس فرضیه تدوین شده پژوهش در گام نخست این موضوع بررسی شد که آیا عدم تقارن اطلاعاتی در ابتدای یک فصل در شرایطی که اخبار بدی در مورد شرکت وجود دارد

میزان محتوای اطلاعاتی سود فصلی را افزایش می‌دهد. انتظار آن بود که افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی از طریق کاهش انگیزه افشای اختیاری مدیر بر میزان اهمیت افشای اجباری در نظر سهامداران و افزایش محتوای اطلاعاتی سود در نظر آنان بیافزاید. اما آزمون انجام شده نشان داد که بر خلاف پیش بینی‌های اولیه، یک رابطه منفی و معنادار بین عدم تقارن اطلاعاتی، اخبار منفی و محتوای اطلاعاتی سود وجود دارد. این یافته مخالف با نتایج بدست آمده توسط محققانی همچون رویچودهای و اسلتن (۲۰۱۲) و میلر (۲۰۰۲) است، مبنی بر اینکه افزایش عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی سبب افزایش محتوای اطلاعاتی سود می‌شود. بررسی تحلیل آماری رابطه ۱ یافته‌های دیگری را در خصوص اثر متغیرهایی مثل اخبار منفی، تعداد روزهای معاملاتی، نسبت ارزش دفتری بر بازار و اهرم مالی را بر محتوای اطلاعاتی سود فصلی نشان می‌دهد. بر این اساس، ضریب برآوردی $BNEWS_t$ که در نگاره (۲) مشخص است، وجود اخبار منفی در شرکت، واکنش بیشتر سهامداران به اطلاعیه سود فصلی و افزایش محتوای سود را در پی دارد. تفسیر ضریب بدست آمده برای متغیر BTM_{t-1} نیز نتیجه مشابهی با اخبار منفی دارد. ضریب مثبت و معنادار متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بیانگر این است که رابطه مثبتی بین افزایش این نسبت با محتوای اطلاعاتی سود وجود دارد. افزایش نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار نمایانگر کاهش فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت است در چنین حالتی افشای اختیاری و پیش از موعد اطلاعات در نظر مدیران از اهمیت کمتری برخوردار بوده و این اعلامیه‌های سود هستند که حاوی اطلاعات بیشتری در مورد اخبار موجود در شرکت هستند. ضریب منفی و معنادار متغیر اهرم مالی، آنچنان که در نگاره (۲) نمایش داده شده است، به معنای آن است که هر چه اهرم مالی شرکت بیش تر باشد از میزان بار اطلاعاتی سود در نظر سهامداران کاسته می‌شود.

در گام بعدی به بررسی اثر عدم تقارن اطلاعاتی در انتهای فصل (با در نظر گرفتن وقفه زمانی) بر محتوای اطلاعاتی سود پرداخته شد. مثبت و معنادار بودن ضریب برآوردی متغیر $BNEWS_t * InfoAsymm_{t-1}$ آنچنان که در نگاره (۳) موجود است، به معنای تأیید فرضیه تعدیل شده تحقیق، در حضور متغیرهای کنترلی نشان است. این یافته در هماهنگی با نتایج پژوهش‌های رویچودهای و اسلتن (۲۰۱۲) و میلر (۲۰۰۲) در خصوص اثر مثبت عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی بر محتوای سود است. تفسیر این یافته را می‌توان در این موضوع دید که مدیران در صورت اطلاع از اخبار منفی در مورد شرکت با انگیزه‌های مختلفی نظیر افزایش

ثروت، بهبود اوضاع، برآورد بهتر ضرر احتمالی و... تلاش دارند تا این اطلاعات را مدت طولانی‌تری نزد خود نگه دارند (کوتاری و همکاران، ۲۰۰۹). نگهداری اخبار منفی خود به خود بر شکاف اطلاعاتی سهامداران نسبت به افراد درون سازمانی در انتهای فصل می‌افزاید و سبب می‌گردد تا سهامداران به فرآیند گزارشگری سود اجباری اطمینان بیشتری داشته باشند و تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بر آن اساس انجام دهند. به عبارت دیگر نتایجی که از آزمون فرضیه پژوهش بدست آمد، بیانگر تاثیر منفی و معنادار عدم تقارن اطلاعاتی در ابتدای فصل و اخبار منفی بر محتوای اطلاعاتی اعلامیه سود فصلی است. این در حالی است که این رابطه برای عدم تقارن اطلاعاتی در انتهای فصل مثبت و معنادار است.

پیشنادهایی برای پژوهش‌های آتی

پیشنهاد می‌شود در پژوهش‌های آتی علاوه بر توجه به اثر اخبار منفی، عدم تقارن اطلاعاتی و ویژگی‌های خاص شرکت‌ها بر محتوای اطلاعاتی سود، به شدت تأثیر این عوامل در فصول مختلف نیز پرداخته شود. افزون بر این بررسی عملیاتی و یا غیر عملیاتی بودن اخبار منفی و میزان تأثیر آن‌ها بر محتوای سود نیز می‌تواند موضوع یک پژوهش مستقل باشد.

محدودیت‌های تحقیق

این تحقیق با محدودیت‌هایی نیز مواجه است: محدودیت در دسترسی به اطلاعات فصلی شرکت‌ها، باعث حذف برخی مشاهدات شده است، علاوه بر این توقف طولانی تعدادی از نمادها سبب شد تا از نمونه مورد بررسی خارج شوند؛ علیرغم وجود تورم در اقتصاد ایران، اطلاعات مالی استفاده شده در این پژوهش بر اساس شاخص تورم تعدیل نشده‌اند. بدلیل محدودیت‌های ذکر شده، در تعمیم یافته‌های تحقیق به شرایطی خارج از آنچه در پژوهش حاکم است باید با احتیاط برخورد شود. افزون بر این پیشنهاد می‌گردد سهامداران علاوه بر سود هر سهم، اطلاعات افشا شده توسط مدیریت و نوع این اخبار را نیز در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری خود مد نظر قرار دهند و در شرایطی که شایعات و اخبار منفی در مورد شرکت به گوش می‌رسد، صورت‌های مالی را مورد بررسی و موشکافی دقیق‌تری قرار دهند و صرفاً بر آنچه اطلاعیه‌های شفاف‌سازی نامیده می‌شود اتکا نکنند.

منابع

- احمد پور، احمد؛ ملکیان، اسفندیار و کردتبار، حسین. (۱۳۸۸). بررسی تاثیر مدیران غیر موظف و سرمایه گذاران نهادی در رفتار مدیریت سود. *مجله تحقیقات حسابداری*، شماره ۳، ۶۸-۸۷.
- آقایی، محمدعلی؛ ثقفی، علی؛ نقی تاج، غلامحسین و اسدنیسا، جهانبخش. (۱۳۹۱). تأثیر اعلان سود فصلی شرکت‌ها بر تأمین نیاز اطلاعاتی ذینفعان. *فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی*، شماره ۱۶، ۱-۳۹.
- پورحیدری، امید؛ عرب آبادی، رحیم. (۱۳۹۳). رابطه تغییرات قیمت سهام و افشای اختیاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*. دوره ۲۱، شماره ۱، ۳۹-۵۶.
- ثقفی، علی؛ بولو، قاسم و دانا، محمد مهدی. (۱۳۹۴). رابطه کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*. شماره ۱۶، ۱-۱۶.
- خواجه‌جوی، شکراله؛ علیزاده طلائی، وحید. (۱۳۹۳). بررسی اثرات سطح افشای داوطلبانه بر عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، دوره ۱۱، ۸۹-۱۱۴.
- خوش طینت، محسن؛ براری نوکاشتی، صغری. (۱۳۸۵). تأثیر اندازه شرکت بر محتوای اطلاعاتی اعلام سود. *مجله مطالعات تجربی حسابداری مالی*، شماره ۱۶، ۱-۱۸.
- دارابی، رویا؛ مرادلو، حسین. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین شفافیت اطلاعات و محتوای اطلاعاتی سود حسابداری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله حسابداری مدیریت*، دوره ۴، شماره ۱۱، ۴۱-۵۱.
- سرلک، نرگس؛ محمدی، آمنه. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین ویژگی‌های مالی و غیرمالی شرکت با کیفیت افشای اجباری و اختیاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، شماره ۲۸، ۱۸-۳۵.
- فدائی نژاد، محمداسماعیل؛ خرم نیا، نوید. (۱۳۹۱). بررسی محتوای اطلاعاتی افشای اطلاعات سود شرکت‌ها و اثر آن بر نقدشوندگی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران. *نشریه سازمان بورس*، شماره ۱۸، ۶۶-۸۲.
- فروغی، داریوش؛ مهرداد آیسک، سید سعید. (۱۳۹۴). بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سهم پیش بینی شده. *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، شماره ۱۷، ۱۳۹-۱۶۲.
- قائم، محمدحسین؛ بیات، علی و اسکندرلی، طاهر. (۱۳۹۰). بررسی عوامل موثر بر محتوای اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۸، ۱۱۵-۱۳۰.

- Aghayi, M. A. , Saghafi, A. , Naghi taj, Gh. , and Asadnia, J. (2012). The impact of the firm's quarterly earnings announcements on information needs of stakeholders. *Journal of Quareterly financial accounting*, 16, 1-39. (In Persian)
- Ahmadpour, A. , Malekyan, E. , and Kordebarar, H. (2009). The Investigation of relationship between outside directors and institutional investors with earnings management behavior (Tehran stock exchange). *Journal of Quarterly accounting research*, 1 (3) , 68-87. (In Persian)
- Anilowski, C. , M. Feng, and D. J. Skinner. (2007). Does earnings guidance affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings Guidance. *Journal of Accounting and Economics*, 44, 36-63.
- Ball, R. , Brown, P. (1968). An empirical evaluation of income numbers, *Journal of accounting research*, 6 (2) , 159-178.
- Ball, R. , Shivakumar, L. (2008). How much new information is there in earnings? *Journal of Accounting Research*, 46 (5) , 975° 1016.
- Beaver, W. H. (1968). The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92.
- Collins, D. , S. Kothari, and J. Rayburn. (1987). Firm size and the information content of prices with respect to earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 9, 111-139.
- Darabi, R. and Moradloo, H. (2012). Investigation the relationship between information transparency and the information content of accounting earning in Tehran stock exchange. *Journal of Quarterly Management Accounting*, 4 (11) , 41-51. (In Persian)
- Fadaeinejad, M. E. and Khoramnia, N. (2012). The Survey of Information Content of Corporate Earning Information Disclosure and Its Effect on Liquidity and Information Asymmetry in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of securities exchange*, 18, 66-82. (In Persian)
- Forooghi, F. and Mehrdad Ayask, S. S. (2015). Market Reaction to the Timing of EPS Forecast. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 5 (1) , 139-162. (In Persian)
- Ghaemi, M. H. , Bayat, A. and Skandarlee, T. (2012). The Information Content of Quarterly Earnings Announcements. *Journal of the Accounting and Auditing Review*, 18 (65) , 115-130. (In Persian)
- Grant, E. (1980). Market implications of differential amounts of interim information. *Journal of Accounting Research*, 18, 68-255.
- Jiang, L. and J. B. Kim. (2000). Cross-corporate ownership, information Asymmetry and the usefulness of accounting performance measures in Japan. *The International Journal of Accountig*, 35, 85-98.
- Khajavi, Sh. and Alizadeh Tala Tape, V. (2014). Investigating the Impacts of Voluntary Disclosure Level on the Information Asymmetry of the

- Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*, 11, 89-114. (In Persian)
- Khoshtinat, M. and Barari Nokashti, S. (2006). The Effect of Firm Size on Information Content of Earning Announcement. *Empirical Studies in Financial Accounting Quarterly*, 4 (16) , 1-18. (In Persian)
- Kim, o. and R. Verrechia. (1994). Market liquidity and volume around earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 17, 41-67.
- Kothari, S. P. , S. Shu, and P. Wysocki. (۲۰۰۹). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47, 241-276.
- Kumas, A. and M. William. (2015). Aggregate Market Attention around Earnings Announcements. *SSRN Electronic Journal*, 1-49. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2547936>.
- Landsman, W. R. and E. L. Maydew. (2001). Beaver (1968) Revisited: Has the Information Content of Annual Earnings Announcements Declined in the Past Three Decades? *Online library: <http://www.ssrn.com>*.
- Miller, G. S. (2002). Earnings performance and discretionary disclosure. *Journal of Accounting Research*, 40, 173 ° 204.
- Petersen, C. , and V. Plenborg. (2006). Voluntary disclosure and information asymmetry in Denmark. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 15, 127-149.
- Pourheidari, o. and Arababadi, R. (2014). The Impact of Stock Price Changes on Voluntary Disclosure in Firms Listed in Tehran Stock Exchange (TSE). *Quarterly Journal of the Iranian Accounting*, 21, 39-56. (In Persian)
- Roychowdhury, S. and E. Sletten. (2012). Voluntary Disclosure Incentives and Earnings Informativeness. *The Accounting Review*, 87, 1679-1708.
- Saghafi, A. , Bolo, G. and Dana, M. (2015). The Relation between Earnings Quality and Information Asymmetry in the Firms. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 4, 1-16. (In Persian)
- Sarlak, N. and Mohammadi, A. (2015). The Relationship between financial and non-financial enterprise quality features and mandatory and voluntary disclosure of listed companies in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting and Auditing Research*, 28, 18-35. (In Persian)
- Subasi, M. (2011). Asymmetric Stock Price Reaction to Good vs. Bad Earnings News: Short Sale Constraints vs. Managers Incentives to Withhold Bad News. *SSRN Electronic Journal*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1470308> .
- Venkatesh, P. and R. Chiang. (1986). Information Asymmetry and the Dealer`s Bid-Ask Spread: A case study of Earnings and Dividend Announcements. *The journal of Finance*, 41, 1089-1102.