



The Stock Market Reaction to Quarterly Profit Behavior of High-Tech Companies

Sima Nowroozi¹, Mohammad Hossein Ranjbar^{2*}, Jahanbakhsh Asadnia³

Received: Aug. 29, 2020; Accepted: Apr. 21, 2021

ABSTRACT

From the perspective of stock market, the company's profitability expectations can have different effects on investors' predictions i.e. about the company's future profit and return in proportion to the level of their expectations. As the topic indicates, this study intends to investigate the stock market reaction to the seasonal profit behavior of high-tech companies listed on the Tehran Stock Exchange. In order to study the subject matter based on the regression model of combined data, during 2007-2018 period, data of 240 high-tech companies listed on the Tehran Stock Exchange were collected and used to test research hypotheses. The first hypothesis indicates the possibility of the information content modeling of quarterly earnings based on the expected profits path. Therefore, unexpected earnings can negatively affect the first earnings forecast. The second hypothesis is confirmed based on the fact that the investors' behavior in the market can be modeled by examining the path of expectations created about companies' profits. According to economic analysis and behavioral economics discussions, quarterly profits in high-tech companies have the greatest impact on the development of intellectual property in the company. The results of the research as a whole indicate this issue and state that the expected profit path drawn in this research affects the adjustment of the predicted profit and the behavior of investors.

Keywords: quarterly profit announcement, profit information content, stock market expectations, expected profit path, high-tech companies

1. Department of Accounting, Faculty of Humanities, Islamic Azad University, Bandar Abbas Branch, Iran

2. Assistant Professor, Department of Accounting and Financial Management, Faculty of Humanities, Bandar Abbas Branch, Islamic Azad University, Hormozgan, Iran (Corresponding Author)

✉ Mhranjbar54@gmail.com

3. Visiting Professor, Qeshm International Campus, Islamic Azad University, Qeshm Branch, Hormozgan, Iran



INTRODUCTION

After the research of Ball and Brown, many studies were conducted in an attempt to examine and test between accounting numbers and companies' stock prices and returns, and led to the development of this field of market research. In fact, subsequent researches in this domain could largely improve the methods of measuring profits and stock returns and used statistical methods to explain their relationship. Many criterions were used in these researches, and generally profit and return were homogenized through pricing or another variable, hence; unexpected profit and unusual return were used more in these researches. Empirical evidence from these studies also suggest that unexpected profits explain only a small amount (less than 5%) of changes in returns. Therefore, the information content of companies' profits is less than expected, which is probably due to the random step behavior and the quarterly profits announcement. Stock market reactions differ from advertisement and news, and in some cases, are not rational, leading to anomalies such as over- or underpricing. Overreaction and under-reaction occur when people set prices more or less than the actual amount based on new information. One of the main reasons for this is the quantitative and qualitative information available to major market players (Pearson, Sulaeman and Titman, 2018).

PURPOSE

The paper intends to investigate how the announcement of quarterly profits leads to the provision of information signals to predict future profit expectations from the perspective of investors and analysts. The study will also address the issue of whether or not the expected path of current quarterly profits can reflect the future return of the company's stock.

METHODOLOGY

Based on the accomplished researches, the conceptual framework of the present study is shown in the above figure. In general, previous researches were analyzed based on internal or external criterion, while in the holistic and optimal view, centralized and integrated vision can greatly help an organization achieve its goals. The present study is descriptive in terms of its purpose and correlational in terms of nature and method. It is a type of applied research given that this can be used in the decision-making process of investors. Here, to collect data and information, first the library method has been used meaning the theoretical bases of the research are gathered from specialized Persian and Latin books and journals. Then, data were also collected from statistical and digital archives of the Tehran Stock Exchange Organization and its official website as well as other related websites.

FINDINGS

The first hypothesis of the research states that the information content of quarterly profits can be modeled by examining the expected profit path of companies. As can be seen in the table, the probability level of the profit variable is equal to 0.0059 and considering that it is less than 5%, the first hypothesis is confirmed. The second hypothesis states that the behavior of investors can be modeled by examining the expected path of companies' profits. As can be seen in the table, the probability level of the profit variable is equal to 0.0162 and considering that it is less than 5%, the hypothesis is confirmed.

Based on the results of approximation of patterns, it can be concluded that the research patterns are significant because the amount of probability error level related to F data is less than 5%. As a result, the significance of the model is accepted at the 95% confidence level. Also, according to the amount of the camera-Watson patterns, it can be concluded that the research patterns do not have the correlated problem.

CONCLUSION

Behavioral economics is compiled to encourage the emerging discrepancy between the efficient market hypothesis and reality, deeper psychology-focused insights as an important factor in financial theory. Due to the integration of different scientific knowledge, behavioral economics better explains market anomalies and financial behavior of individuals. The theoretical assumption of the labor market believes that investors set fair prices while competing for big profits. In order to better understand individual financial behavior, behavioral theory of psychology, sociology and anthropology is applied. An efficient market is associated with the theory of logical expectations, including the evaluation of all information related to property. However, if there are many irrational investors and their financial behavior is not correlated and their transactions are unreliable and have impact on prices, these are outcome of a very poor assessment of the impact of unsuitable investors in the market. If investors are irrational, their financial decisions set prices, although they do not change the value of financial assets. As a result, rational investors can sell very valuable assets or buy low-value ones, and thus make a profit, as long as the price of the valuable asset converges.

NOVELTY

With regard to research findings, board of directors should pay more attention to conservative practices because, in case of non-implementation of related procedures, it will take longer to determine the performance consequences. Companies need to be aware of the risks and opportunities associated with changes to the behavior of investors because they may provide an opportunity to improve



Interdisciplinary
Studies in the Humanities

Abstract

performance, reduce risk, or delay the negative consequences of investment. In other words, considering the effect of fluctuations in behavior on the expected profit pattern increases the quality of the standard pattern. Current profit patterns are based on the assumption that investors' expectations are determined through corporate factors at one point of time and the cohesion and resistances effective on them are not considered.



Interdisciplinary
Studies in the Humanities

Volume 13
Issue 3
Summer 2021

BIBLIOGRAPHY

- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159. doi:10.2307/2490232
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008). How Much New Information Is There in Earnings? *Journal of Accounting Research*, 46(5),975-1016. doi:10.1111/j.1475-679x.2008.00299.x
- Ball, R., Sadka, G., & Sadka, R. (2009). Aggregate Earnings and Asset Prices. *SSRN Electronic Journal*, 47(5),1097-1133. doi:10.2139/ssrn.1915364
- Bartov, E., Radhakrishnan, S., & Krinsky, I. (2000). Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 75(1), 43–63. doi:10.2308/accr.2000.75.1.43
- Beaver, W. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92. doi:10.2307/2490070
- Berens, M. (2010). The Asymmetry of Market Efficiency for Positive and Negative Earnings Surprises. *SSRN Electronic Journal*, 1-11. doi:10.2139/ssrn.1569619
- Bird, R. G., Choi, D. F. S., & Yeung, D. (2011). Market Uncertainty and Sentiment, and the Post-Earnings Announcement Drift. *SSRN Electronic Journal*, 1-37. doi:10.2139/ssrn.1912195
- Chan, K., Li, F., & Lin, T.-C. (2013). Post-Split Drift and Post-Earnings Announcement Drift: One Anomaly or Two? *SSRN Electronic Journal*, doi:10.2139/ssrn.2329740
- Charles, C., Schmid, M.M., & Meyerinck, F.V. (2017). Peer Pressure in Corporate Earnings Management. Paris December 2017 Finance Meeting EUROFIDAI – AFFI, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2958181>
- Chen, L., & Zhao, X. S. (2008). Return Decomposition. *SSRN Electronic Journal*,22(12), 5213-5249 doi:10.2139/ssrn.762601
- Dichev, I., Graham, J., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2016). The Misrepresentation of Earnings. *Financial Analysts Journal*, 72(1), 22–35. doi:10.2469/faj.v72.n1.4
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2007). Information Uncertainty and Post-Earnings-Announcement-Drift. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(3-4), 403–433. doi:10.1111/j.1468-5957.2007.02030.x
- Ghaemi, M., Bayat, A., Skandarlee, T. (2011). The Information Content of Quarterly Earnings Announcements. *Accounting and Auditing Review*, 18(65), 115-130.
- Gibson, R., Sohn, M., & Tanner, C. (2017). Investing in Managerial Honesty. *SSRN Electronic Journal*, 1-79. doi:10.2139/ssrn.2912795
- Gurun, U. G., Stoffman, N., & Yonker, S. E. (2015). Trust Busting: The Effect of Fraud on Investor Behavior. *SSRN Electronic Journal*, Kelley School of Business Research Paper No. 15-70, 1-57. doi:10.2139/ssrn.2664307
- Mehrazeen, A., Masihabadi, A., dehnavi, M. (2012). Financial Information Transparency and Informativeness Content of Earnings. *Journal of Knowledge Accounting*, 3(8), 113-130. doi: 10.22103/jak.2012.6



Interdisciplinary
Studies in the Humanities

Abstract



- Moosavi, S., Alavi Tabari, S. (2011). Information Content of Net Earnings and the Stock Price Adjustment. *Empirical Research in Accounting*, 1(1), 7-19. doi: 10.22051/jera.2013.522
- NG, J., Rusticus, T. O., & Verdi, R. S. (2007). Implications of Transaction Costs for the Post-Earnings-Announcement Drift. *SSRN Electronic Journal*, 46(3),661-696. doi:10.2139/ssrn.899902
- PARSONS, C. A., SULAEMAN, J., & TITMAN, S. (2018). The Geography of Financial Misconduct. *The Journal of Finance*, 73(5), 2087–2137. doi:10.1111/jofi.12704
- Pevzner, M., Xie, F., & Xin, X. (2012). When Firms Talk, Do Investors Listen? The Role of Trust in Stock Market Reactions to Corporate Earnings Announcements. *SSRN Electronic Journal*, 117(1),190-223. doi:10.2139/ssrn.2144835
- Roychowdhury, S., & Sletten, E. (2012). Voluntary Disclosure Incentives and Earnings Informativeness. *SSRN Electronic Journal*, 1-57. doi:10.2139/ssrn.1220942
- Sadka, G., & Sadka, R. (2008). Predictability and the Earnings>Returns Relation. *SSRN Electronic Journal*,94(1),87-106 doi:10.2139/ssrn.967675
- Skinner, D. J. (1995). Earnings Disclosures and Stockholder Lawsuits. *SSRN Electronic Journal*, 1-46. doi:10.2139/ssrn.55489
- Williams, C. D. (2014). Asymmetric Responses to Earnings News: A Case for Ambiguity. *The Accounting Review*, 90(2), 785–817. doi:10.2308/accr-50866



واکنش بازار سرمایه به رفتار سود فصلی شرکت‌های دارای فناوری سطح بالا

سیما نوروزی^۱، محمدحسین رنجبر^۲، جهانبخش اسدنیاز^۳

دریافت: ۱۳۹۹/۰۶/۰۸؛ پذیرش: ۱۴۰۰/۰۱/۲۰

چکیده

از دیدگاه بازار سرمایه، انتظار سودآوری شرکت می‌تواند تأثیرهای متفاوتی بر پیش‌بینی سرمایه‌گذاران موجود در بازار در مورد سود و بازده آتی شرکت، متناسب با سطح انتظارات آنان داشته باشد. هدف اصلی این پژوهش، بررسی واکنش بازار سهام به رفتار سودهای فصلی شرکت‌های دارای فناوری سطح بالا و پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. به منظور بررسی موضوع مورد مطالعه بر پایه الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی، در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶، داده‌های ۲۴۰ شرکت دارای فناوری سطح بالا و پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، گردآوری و برای آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده شده است. فرضیه نخست، بیانگر امکان الگوسازی محتوای اطلاعاتی سودهای فصلی بر پایه مسیر انتظاراتی سود است؛ بنابراین، سود غیرمنتظره می‌تواند بر نخستین پیش‌بینی سود تأثیر منفی داشته باشد. فرضیه دوم این است که می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی ایجادشده در مورد سود شرکت‌ها، رفتار سرمایه‌گذاران را در بازار، الگوسازی کرد. با توجه به تحلیل‌های اقتصادی و بحث‌های اقتصاد رفتاری، سود فصلی، بیشترین تأثیر را بر توسعه مالکیت‌های فکری در شرکت‌های دارای فناوری سطح بالا می‌گذارد. نتایج کلی پژوهش، بیانگر این موضوع بوده و بیان می‌کند که مسیر انتظاراتی سود ترسیم‌شده در این پژوهش بر تعدیل سود پیش‌بینی‌شده و رفتار سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است.

کلیدواژه‌ها: اعلان فصلی سود، محتوای اطلاعاتی سود، انتظارات بازار سرمایه، مسیر انتظاراتی سود، شرکت‌های دارای فناوری سطح بالا

۱. گروه حسابداری و مدیریت مالی، دانشکده علوم انسانی گروه حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بندرعباس، هرمزگان، ایران

۲. گروه حسابداری و مدیریت مالی، دانشکده علوم انسانی، واحد بندرعباس، دانشگاه آزاد اسلامی، هرمزگان، ایران (نویسنده مسئول)

mhranjbar54@gmail.com ✉

۳. گروه حسابداری، دانشکده پرديس بين الملل قشم، واحد قشم، دانشگاه آزاد اسلامی قشم، هرمزگان، ایران

۱. مقدمه

بیور^۱ (۱۹۶۸) در مورد محتوای اطلاعاتی سود بر این نظر است که اگر گزارش سود شرکت، سبب تغییر ارزیابی سرمایه‌گذاران درباره احتمال توزیع بازده آتی (یا قیمت‌ها) شود، سود دارای محتوای اطلاعاتی بوده و ارزشمند است؛ بنابراین، اگر سود، دارای محتوای اطلاعاتی باشد، این محتوای اطلاعاتی سبب تغییر در مقدار و شیوه نگهداری سهام شرکت در پرتفوی سرمایه‌گذاران خواهد شد، زیرا سرمایه‌گذاران، درباره بازده و ریسک سهام، دارای باورهایی هستند. این باورهایی پیشین برپایه اطلاعاتی است که دردسترس همگان است، تا اینکه سود خالص سال جاری شرکت اعلام شود و در این زمان است که سرمایه‌گذاران در باورها و انتظارات خود بازنگری خواهند کرد. حتی اگر این انتظارات و باورها برپایه اطلاعات یکسان و دردسترس همگان شکل گرفته باشد، الزامی به یکسان بودن این باورها به سبب یکسان بودن اطلاعات وجود ندارد، زیرا سرمایه‌گذاران در سطوح گوناگونی از ادراک و تفسیر اطلاعات هستند.

مهم‌ترین رکن بازارهای سرمایه، وجود اطلاعات برای تصمیم‌گیری است. زمانی که سودمندی اطلاعات را با محتوای تغییر در قیمت اوراق بهادار برابر بدانیم، ممکن است حسابداران با تنظیم اطلاعات صورت‌های مالی برپایه واکنش بازار، وضع مالی بهتری داشته باشند، ولی نمی‌توان نتیجه گرفت که جامعه نیز الزاماً وضع مالی بهتری خواهد داشت. اطلاعات، یک کالای بسیار پیچیده است و ارزش خصوصی و اجتماعی آن مانند هم نیست. یکی از دلایل این وضعیت، میزان هزینه‌ای است که پرداخت می‌کنند. معمولاً استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی، به طور مستقیم برای اطلاعات، هیچ مبلغی پرداخت نمی‌کنند؛ در نتیجه امکان دارد برای آنان اطلاعات سودمند باشد، در حالی که هزینه‌ای که جامعه باید پردازد تا سودمندی اطلاعات افزایش یابد، رقم چشمگیری است. شاید هیچ موضوعی در ادبیات مالی اخیر بحث‌برانگیزتر از این پرسش نباشد که آیا سرمایه‌گذاران در تعیین قیمت سهام، منطقی عمل می‌کنند یا خیر. نظریه کارایی بازار سرمایه به دو فرض بسیار مهم توجه دارد؛ نخست اینکه سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود در بازار، رفتار



منطقی ای دارند. دوم اینکه آن‌ها بر پایه آخرین اطلاعات و اخبار، برای خرید و فروش اوراق بهادار اقدام می‌کنند و برای تعیین منصفانه بودن قیمت اوراق بهادار، درایت کافی دارند. فرض منطقی بودن سرمایه‌گذاران، مورد انتقاد پژوهشگران زیادی بوده است (بیور، ۱۹۶۸، ۷۱).

بال و برون^۱ در سال ۱۹۶۸ با در نظر گرفتن اینکه فرضیه بازار کارا، یک فرضیه توصیفی است، در صدد برآمدند تا رابطه بین سود حسابداری و قیمت سهام را بررسی کنند. آنان در پژوهش خود سعی کردند با استفاده از روش‌های ساده، رابطه بین سود حسابداری و بازده سهام را واکاوی کنند و به این نتیجه رسیدند که بار اطلاعاتی کم سود خالص سالانه، به دلیل احتمالی اعلان سودهای فصلی است.

پس از پژوهش بال و برون، پژوهش‌های زیادی در صدد بررسی و آزمون رابطه بین اعداد حسابداری و قیمت و بازده سهام شرکت‌ها برآمدند و سبب تکامل این حوزه از پژوهش‌های بازار شدند. در واقع، پژوهش‌های بعدی‌ای که در این باره انجام شدند تا حدود زیادی، روش‌های اندازه‌گیری سود و بازده سهام را بهبود بخشیدند و از روش‌های آماری برای تبیین این رابطه استفاده کردند. در این پژوهش‌ها از معیارهای زیادی استفاده شد و بیشتر آن‌ها سود و بازده را توسط قیمت یا متغیر دیگری نرمالایز می‌نمودند. در این پژوهش‌ها، سود پیش‌بینی نشده و بازده پیش‌بینی نشده بدون برنامه ریزی، بیشتر استفاده شده است. نتایج این پژوهش‌ها نیز نشان می‌دهد که سود غیرمنتظره، تنها میزان کمی (کمتر از ۵ درصد) از تغییرات بازده را تبیین می‌کند؛ بنابراین، محتوای اطلاعاتی سود شرکت‌ها کمتر از میزان مورد انتظار است که شاید به دلیل رفتار گام تصادفی و اعلان سودهای فصلی باشد. واکنش‌های بازار سهام به آگهی‌ها و اخبار متفاوت است و در برخی موارد، واکنش افراد، عقلایی نیست که سبب ناهنجاری‌هایی از جمله افزایش بیش از حد یا کمتر از حد قیمت‌ها می‌شود. واکنش بیش از حد و واکنش کمتر از حد، زمانی رخ می‌دهد که افراد با توجه به اطلاعات جدید، قیمت‌ها را بیشتر یا کمتر از میزان واقعی آن برآورد می‌کنند. یکی از دلایل اصلی این موضوع، کمیت و کیفیت اطلاعات در دسترس بازیگران اصلی بازار است (پیرسون، سولمن، و تیتمن^۲، ۲۰۱۸، ۲۱۲۴).



1. Ball and Brown
2. Parsons, Sulaeman, and Titman

هدف این پژوهش، بررسی این موضوع است که اعلان سودهای فصلی توسط سرمایه‌گذاران و تحلیلگران، چگونه سبب ارائه سیگنال‌های اطلاعاتی به منظور پیش‌بینی حذف انتظارات سودهای آتی می‌شود. همچنین، این موضوع را بررسی خواهیم کرد که آیا مسیر انتظارات سودهای فصلی جاری می‌تواند نشان‌دهنده بازده سهام شرکت در آینده باشد یا خیر. براین اساس، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر است:

فرضیه نخست: «می‌توان با بررسی مسیر انتظارات سود شرکت‌ها، محتوای اطلاعاتی سودهای فصلی را الگوسازی کرد».

فرضیه دوم: «می‌توان با بررسی مسیر انتظارات سود شرکت‌ها، رفتار سرمایه‌گذاران در بازار را الگوسازی کرد».

۲. پیشینه پژوهش

با مروری بر تاریخچه و ادبیات کهن دانش حسابداری درمی‌یابیم که کمتر مفهوم یا پدیده‌ای، مانند سود، مورد بحث و منازعه فراگیر نظریه‌پردازان و متفکران حسابداری و طبقات گوناگون حرفه حسابداری و مالی بوده است. حسابداران حرفه‌ای، تحلیلگران، و مفسران مالی همواره بر محاسبه سود حسابداری یا اطلاعاتی که در این راستا به کار می‌روند، به‌عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها تأکید داشته‌اند. اگرچه مفهوم تعهدی سود به‌عنوان یک ابزار بنیادین با انتقادهایی روبه‌رو است، از دیدگاه اطلاعاتی، این مفهوم بیانگر نتیجه فعالیت یک شرکت به لحاظ حسابداری و مالی است. دستیابی به اطلاعات از مهم‌ترین مسائل بازار سرمایه به‌شمار می‌آید. سهام‌داران برای دستیابی به اخبار و اطلاعات از منابع گوناگونی بهره می‌برند. منابع اطلاعاتی، بسته به منشأ انگیزشی خود، به‌گونه‌ای اجباری یا اختیاری منتشر می‌شوند. برخلاف فرایند افشای اجباری که بیشتر تحت تأثیر قوانین و دستورالعمل‌های حسابداری است، افشای اختیاری بر اثر عوامل و شرایط گوناگونی مانند عدم تقارن اطلاعاتی، اخبار موجود در شرکت، دستمزد و پاداش مدیر، تغییر می‌کند (موسوی و علوی طبری، ۱۳۹۰، ۱۲). با کاهش انگیزه مدیر برای افشای اخبار و اطلاعات موجود در شرکت به‌گونه‌ای داوطلبانه، این فرایند گزارشگری سود است



که بار بیشتری را برای ارائه اطلاعات به بازار سرمایه به‌دوش می‌کشد (رویچودهارای و اسلتن^۱، ۲۰۱۲، ۴۵). سود، به‌عنوان شاخص اصلی موفقیت شرکت، یکی از اقلام صورت‌های مالی است که در تصمیم‌گیری سهام‌داران تأثیر بسزایی دارد. ارزشمندی این قلم حسابداری، از نظر سهام‌داران و فعالان بازار، در گرو میزان اطلاعاتی است که به‌همراه خود دارد. محتوای اطلاعاتی سود در شرایط گوناگونی مانند وجود اخبار منفی در شرکت، دستخوش تغییر می‌شود (موسوی و علوی طبری، ۱۳۹۰، ۱۳)؛ بنابراین، به‌نظر می‌رسد، با وجود تلاش‌های گستردهٔ نهادهای گوناگون برای افزایش شفافیت در بازار سرمایه و ارتقای سطح افشای اختیاری اطلاعات، اعلامیه‌های سود، هنوز هم ارزش خود را به‌عنوان یک منبع اطلاعاتی برای سهام‌داران حفظ کرده‌اند و به‌دلیل وجود عوامل گوناگونی مانند عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی، اتکای سهام‌داران به آن‌ها افزایش یافته است (رویچودهارای و اسلتن، ۲۰۱۲، ۳۸).



حسابداران حرفه‌ای، تحلیلگران، و مفسران مالی همواره بر محاسبهٔ سود حسابداری یا اطلاعاتی که برای محاسبهٔ آن در نظر گرفته می‌شود، به‌عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها تأکید داشته‌اند. اگرچه در نظر گرفتن مفهوم تعهدی سود به‌عنوان یک ابزار بنیادین با انتقادهایی روبه‌رو است، از دیدگاه اطلاعاتی، این مفهوم بیانگر نتیجهٔ فعالیت یک شرکت از دیدگاه حسابداری و مالی است.

تغییر سود حسابداری یک شرکت از طریق انتخاب روش‌های متفاوت برای برآورد اقلامی مانند موجودی کالا، استهلاک، و تشخیص درآمد، کار نسبتاً ساده‌ای است، اما شاید بتوانیم دلیل اصلی نامربوط بودن سود را این واقعیت بدانیم که شرکت نمی‌تواند سود حسابداری را به حساب‌های بانکی خود واریز کند. شرکت نمی‌تواند با سود حسابداری گزارش‌شدهٔ خود، دارایی بخرد یا صورت‌حساب‌های خریدهای خود را پرداخت کند (انجی، راستیکوس، و وردی^۲، ۲۰۰۷، ۶۵۰). همچنین، سهام‌داران نمی‌توانند از سودی که شرکت گزارش کرده است، استفاده کنند. اما به‌لحاظ نظری چگونه می‌توان بین این

1. Roychowdhury and Sletten
2. Rusticus, and Verdi

واقعیت که تنها جریان‌های نقدی و ریسک همراه با آن باید قیمت سهام را محک بزنند از یک سو و این واقعیت که سرمایه‌گذاران آشکارا توجه زیادی به سودها دارند از سوی دیگر، ارتباط منطقی پیدا کرد؟ شاید ساده‌ترین پاسخ این پرسش این باشد که بگوییم، هم سودهای گزارش شده و هم سودهای پیش‌بینی شده، به سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی جریان نقدی آتی کمک می‌کنند. نگاهی گذرا به بازار اوراق بهادار، به سرعت ما را متوجه این موضوع می‌کند که سودها، معیارهای مهمی برای تعیین قیمت سهام هستند. سرمایه‌گذاران برای سود حسابداری به عنوان ابزاری برای پیش‌بینی، جایگاه ویژه‌ای در نظر دارند. بهای جاری هر واحد تجاری (قیمت سهام) با جریان سود موردانتظار، پیوند خورده است و سرمایه‌گذار معمولاً بر پایه انتظاراتش از سودهای آتی برای نگهداری یا فروش سهام تصمیم می‌گیرد (بال، سادکا، و سادکا^۱، ۲۰۰۹، ۱۱۱۳).

در مجموع، پژوهش‌های تجربی بر پایه مفروضات بازار کارای سرمایه، بیانگر این مطلب هستند که سود حسابداری، دارای محتوای اطلاعاتی است. در بیانیه شماره یک هیئت حسابداری مالی در موضوع استانداردهای مالی مطرح شده است که: «مهم‌ترین هدف از گزارشگری مالی، ارائه اطلاعاتی است که از طریق اندازه‌گیری سود و اجزای تشکیل‌دهنده آن در مورد فعالیت‌های یک مؤسسه تهیه می‌شود» (گوران، استافمن، و یانکر^۲، ۲۰۱۵، ۳۵).

نکته قابل توجه در مورد بازارهای سرمایه این است که بسیاری از افرادی که اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، مردم عادی هستند که تنها راه دسترسی آن‌ها به اطلاعات مهم شرکت‌ها، اطلاعیه‌هایی است که شرکت‌ها منتشر می‌کنند. اعلان سود برآوردی هر سهم را می‌توان به عنوان نمونه‌ای از این نوع اطلاعیه‌ها در نظر گرفت که در آن شرکت، سود پیشنهادی هر سهم را پیش‌بینی کرده و به عموم مردم اطلاع می‌دهد (رویچودھاری و اسلتن، ۲۰۱۲، ۴۴). انتظارات افراد، تابع پیش‌بینی‌های آن‌ها است که گاهی ناکارآمدی‌هایی دارد. فهم منبع این ناکارآمدی‌ها، می‌تواند کاربردهای زیادی برای مطالعه



1. Ball, Sadka, and Sadka

2. Gurun, Stoffman, and Yonker

درباره عقلانیت سرمایه‌گذاران و کارایی بازار داشته باشد. معمولاً زمانی که اطلاعات تازه‌ای از وضعیت شرکت‌ها در بازار منتشر می‌شود، تحلیلگران، سرمایه‌گذاران، و استفاده‌کنندگان دیگر آن‌ها را تجزیه و تحلیل، و برپایه آن، در مورد خرید یا فروش سهام تصمیم‌گیری می‌کنند (گیسون، سون، و تانر^۱، ۲۰۱۷، ۵۶).

همان‌گونه که پوزنر، شی، و شین^۲ (۲۰۱۲، ۲۰۵) بیان کرده‌اند، ضریب واکنش سود، که عوامل دیگر را نیز کنترل می‌کند، نشان‌دهنده این است که بازار تا چه حد به اخبار یک شرکت در مورد سود، برای پیش‌بینی آینده اعتماد می‌کند. این نکته به‌ویژه در مورد ادعاهای دروغ درباره سود (یعنی تحریف واقعیت در مورد سود) اهمیت زیادی دارد که در شرکت‌ها رایج است؛ برای مثال، ۴۰۰ مدیر مالی که دیچو، گراهام، هاروی، و راجگوپال^۳ (۲۰۱۶، ۲۸) از آن‌ها نظرسنجی کرده‌اند، بر این نظر بودند که ۲۰ درصد شرکت‌ها، با وجود پیروی از اصول پذیرفته‌شده حسابداری، به‌عمد و به‌گونه‌ای چشمگیر، اطلاعات غیر واقعی در مورد سودها ارائه می‌دادند.

بسیاری از پژوهشگران از جمله چن و ژائو^۴ (۲۰۰۸، ۵۲۲۰) و بال و شیواکومار^۵ (۲۰۰۸، ۱۰۰۲) درباره واکنش بازار سرمایه به اعلان خبر مربوط به سود تحقیق کرده‌اند؛ یعنی آیا اعلان خبر سود سالانه از سوی شرکت بر قیمت سهام آن تأثیرگذار است؟ در این پژوهش‌ها، فرض بر این است که تجمیع تصمیم‌ها و گرایش رفتار سرمایه‌گذاران در قیمت سهام شرکت نهفته است، به همین دلیل، تغییر در قیمت سهام شرکت بیانگر این است که اطلاعات ارائه‌شده به بازار با تأثیرگذاری بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاران، بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد. اکنون پرسش مهمی که در اینجا مطرح می‌شود این است که چرا بازار باید به اعلان خبر سود شرکت‌ها واکنش نشان دهد؟

در نظریه‌های نوین سرمایه‌گذاری، این دیدگاه مطرح است که می‌توان قیمت سهام یک شرکت را از طریق محاسبه ارزش فعلی جریان‌های نقدی آینده محاسبه نمود بدست آورد

1. Gibson, Sohn, Tanner, and Wagner
2. Pevzner, Xie, and Xin
3. Dichev, Graham, Harvey, and Rajgopal
4. Chen and Zhao
5. Ball and Shivakumar





این ارزش از محل سودهای تقسیمی سهامداران بر مبنای نرخ بازده مناسب بررسی خواهد شد. اکنون با توجه به اینکه سودهای نقدی آینده، تابعی از سود فعلی شرکت است و آن‌ها می‌توانند سود نقدی را از محل سودهای دوره جاری و گذشته پرداخت کنند، می‌توان انتظار داشت که قیمت سهام شرکت‌ها از میزان سود تأثیر پذیرد. در نتیجه، از دیدگاه ارزیابی جریان‌های نقدی واحد تجاری، اطلاعات مربوط به اعلان سود شرکت‌ها سودمند بوده و در بردارنده محتوای اطلاعاتی برای بازار سهام است (چارلز، اسکمید، و ون میرنیک^۱، ۲۰۱۷).

فرانسیس، لافند، السن، و اسکپیپر^۲ (۲۰۰۷، ۴۲۳) در پژوهشی با عنوان عدم قطعیت اطلاعاتی و درآمدهای بعدی نشان داده‌اند که سیگنال‌های سودهای غیرمنتظره، سبب عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر، واکنش‌های غیرعادی بازار، و پدیده رانش قیمت پس از اعلان سود^۳ می‌شوند. سرانجام باید بیان شود که این پژوهش بر بررسی ارتباط میان عدم تقارن اطلاعاتی و بازده بازار تمرکز دارد.

بارتف، رادهارکریشنام، و کرینکسی^۴ (۲۰۰۰، ۵۳) در پژوهش‌های خود نشان داده‌اند که واکنش سرمایه‌گذاران به سیگنال‌های سودهای غیرمنتظره پیاپی، کامل‌تر از زمانی است که این سیگنال‌ها جنبه موقت داشته باشند. روی هم رفته، پژوهش‌ها و ادبیات موجود نشان‌دهنده این است که انتظارات سود باثبات مثبت (منفی) در سیگنال‌های سود، سبب افزایش (کاهش) خطای پیش‌بینی سودهای آتی و بازده سهام می‌شود.

گیسن و همکاران (۲۰۱۷، ۴۴) در پژوهش خود، اعلان‌های سود شرکت‌ها و رفتار تحلیلگران را بررسی و دسته‌بندی کرده‌اند. آن‌ها در این پژوهش به این نتیجه رسیده‌اند که تحلیلگرانی که بر تعداد زیادی از شرکت‌ها تمرکز داشته و سود آن‌ها را پیش‌بینی می‌کنند، هنگامی که شرکت سود خود را اعلان می‌کند، تمرکز کمتری بر آن دارند و بیشتر بر شرکت‌هایی متمرکز می‌شوند که سود خود را افشا نکرده باشند. همچنین، شرکت‌هایی که

1. Charles, Schmid, and von Meyerinck
2. Francis, Lafond, Olsson and Schipper
3. post earnings announcement drift
4. Bartov, Radhakrishnan, and Krinsky

سودهای غیرمنتظره‌شان زیاد است، در سود پیش‌بینی شده خود، نوسان بیشتری دارند و این موضوع، ریسک این شرکت‌ها را افزایش داده و این تحلیل‌گران، بر این شرکت‌ها تمرکز کمتری دارند.

قائمی، بیات، و اسکندرلی (۱۳۹۰، ۱۲۱)، واکنش بازار به تغییرات سود سهام را با توجه به روند پرداخت آن بررسی کرده‌اند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد، تا زمانی که شرکت از روند پیشین تقسیم سود خود منحرف نشود، بازار واکنش غیرمنتظره‌ای نشان نمی‌دهد. همچنین، به این نتیجه رسیده‌اند که بازار با دنبال کردن روند خاصی، واکنش مثبتی به افزایش رخ داده در آن روند نشان می‌دهند.

مهرآذین، مسیح‌آبادی، و دهنوی (۱۳۹۰، ۱۲۴) ارتباط بین محتوای اطلاعاتی سود و سطوح شفافیت مالی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را در سال‌های ۱۳۸۶ و ۱۳۸۷ بررسی کرده‌اند. آنان بر این نظر بوده‌اند که شفافیت اطلاعات مالی، سبب تضعیف رابطه سودبازده می‌شود. در واقع، نتایج الگوی رگرسیون خطی چندگانه این پژوهش نشان‌دهنده این است که در شرکت‌های با سطح شفافیت مالی کم (زیاد) سود دارای اطلاعات بیشتری (کمتری) برای سرمایه‌گذاران است.

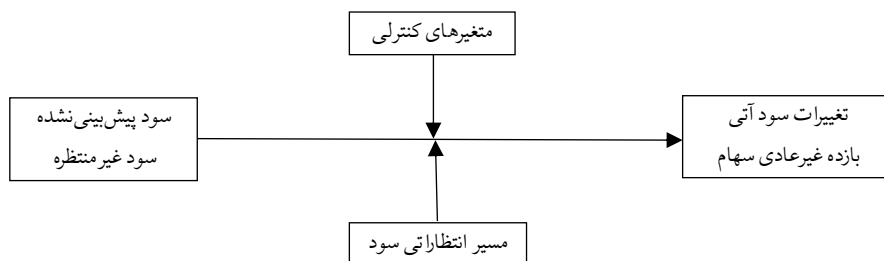
موسوی و علوی طبری (۱۳۹۰، ۱۳) در پژوهشی اثر اخبار منفی در طول یک فصل را بر محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود فصلی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی کرده‌اند. پرسش اصلی پژوهش آن‌ها این بود که آیا بین وجود اخبار منفی در طول فصل با محتوای اطلاعاتی سود، رابطه معناداری وجود دارد؟ این نویسندگان برای بررسی این پرسش از اطلاعات ۸۰ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ و برای سنجش این رابطه از آزمون رگرسیون اثرات ثابت استفاده کرده‌اند. نتایج پژوهش آن‌ها، بیانگر این است که وجود اخبار منفی در طول یک فصل بر محتوای اطلاعاتی سود آن فصل تأثیر مثبت و معناداری دارد.

۱-۲. الگوی مفهومی

تاکنون پژوهش‌های گوناگونی در ایران و خارج از ایران، ابعاد مختلف تأثیر رقم سود و خبر اعلان سود بر بازده سهام شرکت‌ها را بررسی کرده‌اند که براین اساس، تأثیر نقش متغیرهای



مستقل یعنی سود پیش‌بینی نشده و سود غیرمنتظره بر تغییرات سود آتی و بازده سهام غیرعادی با در نظر گرفتن متغیرهای کنترلی و مسیر انتظاراتی سود را بررسی کرده‌ایم.



شکل ۱. الگوی مفهومی پژوهش

۳. روش پژوهش

بر پایه بررسی‌های انجام‌شده، چارچوب مفهومی پژوهش حاضر در شکل شماره (۱) مشخص شده است. بیشتر پژوهش‌های پیشین، بر پایه معیارهای درونی یا بیرونی تجزیه و تحلیل شده‌اند، در حالی که در نگاه کل نگر و بهینه، دید متمرکز و یکپارچه می‌تواند به میزان زیادی به سازمان برای رسیدن به اهدافش کمک کند. پژوهش حاضر به لحاظ هدف، از نوع توصیفی و به لحاظ ماهیت و روش، از نوع همبستگی است. با توجه به اینکه این پژوهش می‌تواند در تعیین فرایند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران به کار رود، نوع پژوهش، کاربردی به‌شمار می‌آید. برای گردآوری داده‌ها، ابتدا از روش کتابخانه‌ای استفاده شده است. در این روش، مبانی نظری پژوهش از کتاب‌ها و مجله‌های تخصصی فارسی و لاتین گردآوری می‌شود. برای گردآوری داده‌های تکمیلی پژوهش نیز از لوح‌های فشرده بایگانی تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران، و پایگاه‌های اینترنتی مرتبط استفاده شده است.

۳-۱. جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری مورد مطالعه این پژوهش، همه شرکت‌های دارای فناوری سطح بالای پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ است. یک بنگاه



اقتصادی باید دست کم چهار ویژگی داشته باشد تا جزء صنایع دارای فناوری سطح بالا به شمار آید:

• فناوری‌های محوری آن، یعنی فناوری‌هایی که فعالیت تجاری بنگاه بر محور آن‌ها استوار است، از نوع پیشرفته باشد؛

• بخش زیادی از نیروی انسانی فعال در این بنگاه را نیروهای علمی مانند پژوهشگرها و مهندس‌ها تشکیل دهند؛

• این بنگاه‌ها بیشتر در بازارهایی حضور دارند که بر مبنای نوآوری فعالیت می‌کنند.

• در واقع، نوآوری، موتور محرک صنایع دارای فناوری سطح بالا است.

شرکت‌های دارای فناوری سطح بالا در چند دسته طبقه‌بندی می‌شوند:

• صنایع الکترونیک یا صنایع طراحی و ساخت که در بردارندهٔ رایانه و وسایل آن، مدارهای مجتمع، و تولید تجهیزات الکترونیکی و ارتباطی پیشرفته می‌شود (البته به جز فرایندهای مونتاژ (S.K.D))؛

• صنایع تولید مواد نو که تولید سرامیک‌های پیشرفته، کامپوزیت‌ها، پلیمرهای پیشرفته، و مواد ابرسانا است؛

• صنایع بیوفناوری که در بردارندهٔ انواع محصولات دارویی پیشرفته و کیت‌های تشخیص، مکمل‌های غذایی، بیوپلیمرها، رآکتورهای زیستی، تراشه‌های بیوفناوری، و تولید انواع کودهای بیولوژیک و آنزیم‌ها است؛

• صنایع اپتیک و لیزر که در بردارندهٔ انواع لنز، تجهیزات کاربرد لیزر، فیبر نوری، کریستال‌ها، و لایه‌های نازک اپتیکی و ایتومکانیک است؛

• اتوماسیون صنعتی و سامانه‌های هوشمند که سامانه‌ها و تجهیزات کنترل فرایند، ابزار دقیق، کنترل گرما، سنسورها، و روبات‌ها را در بر می‌گیرد؛

• نانوفناوری: این صنعت در زمینه‌های گوناگونی از قبیل برق و رایانه، پزشکی، محیط زیست، انرژی، و... کاربرد دارد؛

• صنایع مرتبط با فناوری اطلاعات (IT) که در بردارندهٔ طراحی و تولید بسته‌های نرم‌افزاری انتقال اطلاعات و خدمات شبکه‌های اطلاع‌رسانی، سامانه‌های اطلاعاتی، و اطلاع‌رسانی است؛





- صنایع هوا و فضا که به تجهیزات ناوبری هوایی، سامانه‌های آیرودینامیک و مکانیک پروازی ساخت هواپیماهای غیرنظامی، و فناوری‌های ماهواره‌ای مربوط است؛
 - انرژی‌های نو مانند پیل سوختی و مبدل‌های خورشیدی.
- برای انتخاب نمونه، از بین تمام شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که دارای هریک از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و سرانجام، شرکت‌های باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند:
- به منظور همگن شدن نمونه آماری در سال‌های موردبررسی، شرکت‌ها پیش از سال ۱۳۸۵ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند؛
 - در راستای افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند باشد؛
 - نمونه آماری، شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها، و شرکت‌های بیمه را دربر نمی‌گیرد و تنها دربردارنده شرکت‌های دارای فناوری سطح بالا است؛
 - شرکت‌ها در دوره زمانی موردنظر این پژوهش، تغییر فعالیت یا تغییر دوره مالی نداده باشند؛
 - داده‌های موردنظر شرکت‌ها در دسترس باشد.

سرانجام، شرکت‌های موردبررسی در این پژوهش، شامل ۲۴۰ شرکت دارای فناوری سطح بالای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. به این ترتیب که از بین تمام شرکت‌های بررسی، ۱۵۹ شرکت به دلیل هماهنگ نبودن پایان سال مالی، ۶۳ شرکت به سبب فعالیت در صنعت واسطه‌گری و سرمایه‌گذاری، و تعدادی نیز به علت عدم دسترسی به اطلاعات کامل در دوره زمانی پژوهش، حذف شدند.

۳-۲. الگوی پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها، ابتدا مفهوم متغیر مسیر انتظاراتی سود، ارائه و مطرح می‌شود. مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها از طریق نوع تعدیل در بازنگری پیش‌بینی سود^۱ و نوع تحقق سود غیرمنتظره^۲ و متناسب با انتظارات گذشته و در ۴ حالت به شرح زیر مشخص می‌شود. گفتنی است، نوع تعدیل در بازنگری پیش‌بینی سود و نوع تحقق سود غیرمنتظره به شرح زیر محاسبه می‌شوند.

$$REV = \text{Last Firms' forecast of quarter } q \text{ earnings} \\ - \text{First Firms' forecast of quarter } q \text{ earnings}$$

1. earnings expectation path
2. Sign of the Forecast Revision (REV)
3. Sign of the Earnings Surprise (SURP)

در فرمول بالا، نوع تعدیل در بازنگری پیش‌بینی سود (REV) از طریق محاسبه تفاوت میان آخرین پیش‌بینی سود شرکت و نخستین پیش‌بینی آن متناسب با هر فصل به‌دست می‌آید. البته باید در نظر داشت که تنها علامت عدد به‌دست‌آمده از نتیجه تفاضل، مبنای تعیین مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها خواهد بود.

$$SURP = EPS_q - \text{Last Firms' forecast of quarter } q \text{ earnings}$$

در فرمول بالا، نوع تحقق سود غیر منتظره (SURP) از طریق محاسبه تفاوت میان سود هر سهم شرکت و آخرین پیش‌بینی آن متناسب با هر فصل به‌دست می‌آید. البته باید در نظر داشته باشیم که تنها علامت عدد به‌دست‌آمده از نتیجه تفاضل، مبنای تعیین مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها خواهد بود.

مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها براساس ۴ حالت شناسایی می‌شود: مسیر نخست، استمرار در خبر خوب به شرط تعدیل پیش‌بینی سود مثبت و سود غیر منتظره مثبت است؛ مسیر دوم، عدم استمرار در خبر خوب به شرط تعدیل پیش‌بینی سود مثبت و سود غیر منتظره مثبت است؛ مسیر سوم، عدم استمرار در خبر بد به شرط تعدیل پیش‌بینی سود مثبت و سود غیر منتظره مثبت است؛ مسیر چهارم، استمرار در خبر بد به شرط تعدیل پیش‌بینی سود مثبت و سود غیر منتظره مثبت است.

البته باید در نظر داشته باشیم که تنها علامت عدد به‌دست‌آمده از نتیجه تفاضل، مبنای تشخیص مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها خواهد بود. در ادامه، مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها به شرح زیر محاسبه می‌شود:

جدول ۱. مسیر انتظاراتی سود

حالت‌های مختلف	نوع تعدیل در بازنگری پیش‌بینی سود	نوع تحقق سود غیر منتظره	مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها
اول	مثبت	مثبت	استمرار در اخبار خوب
دوم	منفی	مثبت	عدم استمرار در اخبار خوب
سوم	مثبت	منفی	استمرار در اخبار بد
چهارم	منفی	منفی	عدم استمرار در اخبار بد





در ادامه، شرکت‌ها بر پایهٔ حالت‌های گوناگونی که در آن قرار می‌گیرند، می‌توانند محتوای اطلاعاتی سود را تنظیم کرده و واکنش‌های متفاوت رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار را تعیین کنند. اکنون به منظور الگوسازی محتوای اطلاعاتی سود با توجه به مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها از الگوی زیر استفاده می‌کنیم:

$$\Delta EPS_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 SURP_{i,t} + \alpha_2 REV_{i,t} + \alpha_3 \Delta EPS_{i,t} + \alpha_4 LTA_{i,t} + \alpha_5 CATA_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 MGO_{i,t} + \alpha_8 LOSS_{i,t} + \alpha_9 MTB_{i,t} + \alpha_{10} LEV_{i,t} + \alpha_{11} RETVOL_{i,t} + \alpha_{12} INST_{i,t} + \sum \alpha_{13} Signals_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

به منظور الگوسازی رفتار سرمایه‌گذاران در بازار با توجه به مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها از الگوی زیر استفاده می‌شود:

$$AbRet_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SURP_{i,t} + \alpha_2 REV_{i,t} + \alpha_3 \Delta EPS_{i,t} + \alpha_4 LTA_{i,t} + \alpha_5 CATA_{i,t} + \alpha_6 ROA_{i,t} + \alpha_7 MGO_{i,t} + \alpha_8 LOSS_{i,t} + \alpha_9 MTB_{i,t} + \alpha_{10} LEV_{i,t} + \alpha_{11} RETVOL_{i,t} + \alpha_{12} INST_{i,t} + \sum \alpha_{13} Signals_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در الگوهای یادشده REV، تعدیل در بازنگری پیش‌بینی سود؛ SURP، تحقق سود غیرمنتظره؛ EPS، سود هر سهم؛ Signals، مسیر انتظاراتی سود؛ AbRet، بازده غیرعادی؛ LTA، اندازه شرکت؛ CATA، نسبت دارایی‌های جاری؛ LEV، اهرم مالی؛ ROA، بازده دارایی‌ها؛ MTB، نسبت ارزش بازار به دفتری؛ RETVOL، نوسان بازده؛ INST، مالکیت نهادی؛ MGO، مالکیت مدیریت؛ و LOSS، زیان شرکت را نشان می‌دهد.

۳-۳. متغیرهای پژوهش

• تغییرات سود آتی (ΔEPS_1): تغییرات سود بین دو دوره که به صورت سالانه و فصلی محاسبه می‌شود؛

• بازده غیرعادی سهام (AbRet): از طریق برآورد تفاوت میان بازده واقعی و بازده بازار به دست می‌آید؛

۳-۳-۱. متغیرهای مستقل

• سود غیرمنتظره (SURP): از طریق برآورد تفاوت میان سود هر سهم شرکت و آخرین پیش‌بینی آن متناسب با هر فصل به دست می‌آید؛

• تعدیل در بازنگری پیش‌بینی سود (REV): از طریق برآورد تفاوت میان آخرین پیش‌بینی سود شرکت و نخستین پیش‌بینی آن متناسب با هر فصل به دست می‌آید؛

• مسیر انتظاراتی سود (Signals): در چهار حالت و به شرح جدول شماره (۱) محاسبه می‌شود.

۳-۳-۲. متغیرهای کنترلی

در این پژوهش، متغیرهای کنترلی بر پایه یافته‌های پژوهش‌های پیشین، تعیین و در الگوهای پژوهش به کار برده شده‌اند.

- اندازه شرکت (LTA): لگاریتم طبیعی مجموع دارایی‌های شرکت است؛
- نسبت جاری (CATA): نسبت دارایی‌های جاری به مجموع دارایی‌ها است؛
- بازده دارایی‌ها (ROA): نسبت سود پیش از بهره و مالیات به مجموع دارایی‌ها است؛
- زیان (LOSS): متغیر موهومی است که اگر شرکت در سال جاری، سال پیش، یا در دو سال پیش زیان داشته باشد، عدد یک و در غیر این صورت، صفر است؛
- ارزش بازار به ارزش دفتری (MTB): نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است؛
- اهرم مالی (LEV): نسبت مجموع بدهی‌ها به مجموع دارایی‌های شرکت است؛
- انحراف معیار بازده (RETVOL): انحراف معیار سه‌ساله بازده سالانه شرکت است؛
- مالکیت نهادی (INST): میزان مالکیت نهادی، از تقسیم بر مجموع سهام در اختیار بانک‌ها و بیمه‌ها، هلدینگ‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، نهادهای دولتی، و شرکت‌های دولتی بر کل سهام منتشرشده شرکت به دست می‌آید؛
- مالکیت مدیریتی (MGO): مالکیت مدیریت که از تقسیم سهام نگهداری شده توسط هیئت مدیره بر کل سهام شرکت در هر دوره به دست می‌آید.

۴. یافته‌های پژوهش

۴-۱. آمار توصیفی

به منظور ارائه یک نمای کلی از ویژگی‌های مهم متغیرهای محاسبه‌شده، در جدول شماره (۲) برخی از آمارهای توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل، و اکثر مشاهدات ارائه شده است.



جدول شماره (۲). آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میان	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
تغییرات سود آتی	۰/۱۳۶۸	۰/۱۲۵۸	۰/۰۳۱۱	۰/۴۰۵۶	۰/۰۰۰۷
سود غیر منتظره	۰/۱۲۰۸	۰/۰۹۲۵	۰/۴۳۱۰	۰/۷۹۸۱	۰/۰۰۱۷
تعدیل در بازنگری پیش‌بینی سود	۰/۳۳۱۷	۰/۳۰۸۷	۰/۴۹۷۹	۰/۹۰۰۷	-۰/۲۲۵۸
تغییرات سود	۰/۱۲۴۹	۰/۱۰۶۸	۰/۳۳۱۰	۰/۴۰۵۶	۰/۰۰۰۷
بازده غیر عادی سهام	۰/۱۷۹۴	۰/۱۲۷۵	۰/۱۷۴۱	۰/۹۹۸۴	۰/۰۰۱۶
مسیر انتظاراتی سود (حالت اول)	۰/۲۹۴۳	۰/۰۰۰۰	۰/۲۱۱۹	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
مسیر انتظاراتی سود (حالت دوم)	۰/۱۳۱۰	۰/۰۰۰۰	۰/۲۱۷۶	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
مسیر انتظاراتی سود (حالت سوم)	۰/۳۸۴۱	۱/۰۰۰۰	۰/۲۸۲۷	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
مسیر انتظاراتی سود (حالت چهارم)	۰/۱۹۰۶	۰/۰۰۰۰	۰/۱۵۶۶	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
اندازه شرکت	۵/۸۵۸۶	۵/۷۹۵۰	۰/۶۱۲۳	۸/۵۲۰۰	۴/۲۴۶۴
نسبت جاری	۰/۶۱۴۳	۰/۶۵۱۰	۰/۲۱۱۹	۰/۹۵۰۰	۰/۰۶۷۰
بازده دارایی‌ها	۰/۱۳۷۶	۰/۰۵۷۳	۰/۲۱۷۶	۱/۱۸۵۴	-۰/۴۰۳۲
زیان شرکت	۰/۰۸۷۴	۰/۰۰۰۰	۰/۲۸۲۷	۱/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
ارزش بازار به دفتری	۱/۱۶۴۱	۱/۱۲۰۹	۰/۱۵۶۶	۱/۹۲۷۱	۰/۴۷۰۴
اهرم مالی	۰/۶۴۲۷	۰/۶۵۸۹	۰/۲۰۱۲	۱/۸۲۴۴	۰/۰۹۶۴
نوسان بازده	۰/۳۸۹۵	۰/۳۳۵۰	۰/۲۴۱۱	۰/۹۷۷۴	۰/۰۱۲۰
مالکیت نهادی	۰/۷۲۲۷	۰/۸۱۹۰	۰/۲۶۵۷	۰/۹۹۰۰	۰/۰۱۰۰
مالکیت مدیریت	۰/۶۶۸۱	۰/۷۰۱۱	۰/۲۰۸۴	۰/۹۹۰۰	۰/۰۱۰۰



میانگین تغییرات سود آتی، ۰/۱۳۶۸ است که بیانگر محافظه‌کارانه بودن رویکرد پیش‌بینی سود و ایجاد بازده غیر عادی در بلندمدت است. میانگین تعدیل در بازنگری پیش‌بینی سود و تغییرات سود به ترتیب، ۰/۳۳۱۷ و ۰/۱۲۰۸ است که نشان‌دهنده تعدیل در انتظارات و برآوردهای مدیریت است؛ به گونه‌ای که بیشتر شرکت‌های مورد مطالعه به دلیل نوسانات در بازار سرمایه و شرایط محیطی، اقدام به تعدیل پیش‌بینی‌های خود کرده‌اند که با توجه به بازده غیر عادی ۱۷ درصدی، قابل توجیه است. با توجه به مسیرهای انتظاراتی سود می‌توان گفت، پایداری مسیرهای مربوط به اخبار خوب نسبت به مسیرهای مربوط به اخبار بد، بیشتر است و با توجه به تغییرات مناسب در سودهای آتی، قابل توجیه است. افزون‌براین، با توجه به رویکرد محافظه‌کارانه در پیش‌بینی سود، مسیر انتظاراتی استمرار در



اخبار بد (با میانگین ۰/۳۸۴۱) بالاترین سهم از رویکردهای پیش‌بینی را به خود اختصاص داده است. ساختار مالکیتی شرکت، دربردارنده ۰/۷۲ سهام‌دار آگاه است که بخش عمده‌ای از اعضای هیئت‌مدیره (۰/۶۶۸) را تشکیل می‌دهند. میانگین ۱۷/۹ درصدی نااطمینانی محیطی، بیانگر ثبات در روند فروش شرکت‌های بورس اوراق بهادار است. ارزش میانگین اندازه شرکت، ۵/۸۵۸۶ و نسبت جاری، ۰/۶۱۴۳ است؛ به بیان روشن‌تر، بخش زیادی از دارایی‌های شرکت‌ها، جاری هستند که بیانگر بالاتر بودن سرمایه‌گذاری کوتاه‌مدت است. میانگین اهرم مالی و نوسان بازده به ترتیب، ۰/۶۴۲۷ و ۰/۳۸۹۵ است که نشان می‌دهد، بخش زیادی از هزینه‌کرد شرکت از محل بدهی‌ها تأمین مالی شده است. ارزش میانگین بازده دارایی و زیان شرکت به ترتیب، ۰/۱۳۷۶ و ۰/۰۸۷۴ است که بیانگر ایجاد ۰/۱۳ بازدهی به ازای هر ریال سرمایه‌گذاری در دارایی‌ها است. ارزش میانگین ۱/۱۶۴۱ برای نسبت ارزش بازار به دفتری، نشان‌دهنده فرصت‌های رشد موجود برای شرکت‌های مورد مطالعه است. با مقایسه میانگین و میانه متغیرها می‌توان گفت، ارزش همه میانگین‌ها به جز نسبت جاری، بزرگ‌تر از میانه‌ها است که نشان‌دهنده انحراف منطقی در توزیع هر متغیر است. پس از بررسی ضریب تغییرات داده‌ها می‌توان گفت، داده‌های مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته، توزیع نرمالی دارند.

۴-۲. آمار استنباطی

پیش از برازش الگوها، لازم است آزمون F لیمر به منظور بررسی استفاده از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت، در مقابل روش داده‌های ترکیبی برای الگوهای بالا انجام شود. نتایج به‌دست آمده از آزمون F لیمر برای الگوی پژوهش در جدول شماره (۳) نشان داده شده است.

جدول ۳. نتایج آزمون F لیمر برای الگوهای پژوهش

الگوی پژوهش	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
الگوی ۱	۶/۵۷۱۳	۰/۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی ۲	۵/۸۶۹۳	۰/۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت

با توجه به آماره و سطح خطای آزمون F لیمر ورد فرضیه H0 برای الگوهای پژوهش، لازم است برای انتخاب از بین الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت یا داده‌های تابلویی با اثرات تصادفی، آزمون هاسمن نیز انجام شود. نتایج مربوط به آزمون هاسمن نیز در جدول شماره (۴) ارائه شده است.

جدول ۴. نتایج آزمون هاسمن برای الگوهای پژوهش

الگوی پژوهش	آماره	سطح خطا	روش پذیرفته شده
الگوی ۱	۱۴/۰۵۹۲	۰/۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی ۲	۱۴/۱۹۰۲	۰/۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت

نتایج ارائه شده در جدول شماره (۴)، حاکی از رد شدن فرضیه H0 برای الگوهای پژوهش است و در نتیجه، الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت، برتری دارد؛ بنابراین، برای برآورد الگوهای پژوهش از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت استفاده شده است. در پژوهش حاضر، برای تشخیص خودهمبستگی الگو، از آزمون دورین-واتسن استفاده شده است. افزون بر این، از آزمون فیشر برای بررسی معناداری کل الگوها استفاده شده است.

جدول ۵. نتایج به دست آمده از برآورد الگوی ۱ و ۲ پژوهش

متغیر	محتوای اطلاعاتی سودهای فصلی			رفتار سرمایه‌گذاران		
	ضریب	آماره t	احتمال	ضریب	آماره t	احتمال
سود غیرمنتظره	۰/۱۲۰۳	۲/۵۹۲۴	۰/۰۰۵۹	۰/۰۰۳۲	۲/۴۱۱۳	۰/۰۱۶۲
تعدیل در بازنگری پیش‌بینی سود	-۰/۱۷۴۵	-۲/۳۹۵۱	۰/۰۱۰۳	۰/۱۰۶۰	۲/۱۸۲۶۴	۰/۰۰۴۸
تغییرات سود	۰/۱۰۲۵	۲/۷۱۰۶	۰/۰۰۳۴	-۰/۰۰۱۵	-۰/۴۳۵۱	۰/۶۶۳۶
مسیر انتظاراتی سود (حالت نخست)	۰/۰۳۵۹	۲/۹۹۲۸	۰/۰۰۰۰	۰/۰۱۵۲	۱/۷۹۷۸	۰/۰۷۲۶
مسیر انتظاراتی سود (حالت دوم)	۰/۰۰۱۶	۱/۴۲۱۶	۰/۱۵۲۴	-۰/۰۰۲۳	-۱/۰۵۳۲	۰/۲۹۲۶
مسیر انتظاراتی سود (حالت سوم)	-۰/۰۰۳۹	-۲/۵۱۰۱	۰/۰۰۷۸	۰/۰۰۴۴	۲/۷۳۳۶	۰/۰۰۷۰
مسیر انتظاراتی سود (حالت چهارم)	-۰/۰۰۲۵	-۳/۱۲۹۴	۰/۰۰۰۰	-۰/۰۰۶۲	-۰/۹۶۷۱	۰/۰۴۸۸
اندازه شرکت	-۰/۰۰۰۵	-۰/۵۶۰۸	۰/۵۷۵۱	-۰/۰۰۱۹	-۰/۴۹۰۱	۰/۶۲۴۲
نسبت جاری	۰/۰۳۱۴	*۳/۰۰۷۶	۰/۰۰۰۰	۰/۰۲۲۹	*۲/۷۴۸۰	۰/۰۰۶۲
بازده دارایی‌ها	۰/۰۱۴۱	*۲/۵۱۷۰	۰/۰۰۸۶	۰/۰۰۴۴	***۱/۹۴۴۱	۰/۰۵۵۴
زیان شرکت	۰/۰۰۹۲	*۳/۷۴۱۰	۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۳۱	۰/۹۵۹۱	۰/۳۳۷۸
ارزش بازار به دفتری	-۰/۰۰۱۵	-۰/۵۱۵۲	۰/۶۰۶۵	-۰/۰۰۴۵	-۰/۹۰۱۲	۰/۳۶۷۸



متغیر	محتوای اطلاعاتی سودهای فصلی		رفتار سرمایه‌گذاران	
	ضریب	آماره t	احتمال	ضریب
اهرم مالی	-۰/۰۲۴۰	*-۲/۷۱۱۷	۰/۰۰۰۰	-۰/۰۰۷۱
نوسان بازده	-۰/۰۰۱۶	-۱/۳۹۷۰	۰/۱۶۲۸	-۰/۰۰۳۰
مالکیت نهادی	-۰/۰۰۷۲	*-۲/۶۲۱۷	۰/۰۰۸۹	-۰/۰۰۴۷
مالکیت مدیریت	-۰/۰۰۸۹	*-۳/۱۳۹۴	۰/۰۰۱۸	-۰/۰۰۶۱
جزء ثابت	۰/۰۴۶۹	*۲/۸۰۴۹	۰/۰۰۴۷	۰/۰۵۲۴
ضریب تعیین	۰/۳۳۱۷			۰/۵۵۷۸
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۳۲۰۲			۰/۴۷۵۶
آماره دوربین-واتسن	۱/۷۳۴۳			۱/۵۷۵۵
آماره F	۲۸/۶۵۶۷			۶/۷۸۲۰
احتمال آماره F	۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰

فرضیه نخست پژوهش بیان می‌کند که می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها، محتوای اطلاعاتی سودهای فصلی را الگوسازی کرد. همان‌گونه که در جدول شماره (۵) مشاهده می‌شود، سطح احتمال متغیر تغییرات سود، ۰/۰۰۵۹ بوده و با توجه به اینکه کوچک‌تر از ۵ درصد است، فرضیه نخست پژوهش تأیید می‌شود. فرضیه سوم پژوهش بیان می‌کند که می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها، رفتار سرمایه‌گذاران را الگوسازی کرد. همان‌گونه که در جدول شماره (۵) مشاهده می‌شود، سطح احتمال متغیر تغییرات سود، ۰/۰۱۶۲ بوده و با توجه به اینکه کوچک‌تر از ۵ درصد است، فرضیه سوم پژوهش تأیید می‌شود.

بر پایه نتایج برآورد الگوها، می‌توان نتیجه گرفت که الگوهای پژوهش، معنادار است، زیرا مقدار سطح خطای احتمال مربوط به آماره F، کمتر از ۵ درصد است؛ در نتیجه، در سطح اطمینان ۹۵ درصد، معنادار بودن الگو، پذیرفته می‌شود. همچنین، با توجه به مقدار آماره دوربین-واتسن الگوهای بالا، می‌توان نتیجه گرفت، الگوهای پژوهش، مشکل خودهمبستگی ندارند.

۳-۴. اقتصاد رفتاری و سود فصلی شرکت‌های دانش‌بنیان

امروزه در کشورهای توسعه‌یافته، شرکت‌های دانش‌بنیان دارای فناوری سطح بالا به‌عنوان یک مجموعه مهم، توسعه یافته‌اند. جامعه به میزان زیادی اطلاعات جدید و ارزش‌های





مبتنی بر دانش را دریافت می‌کند. اقتصاد رفتاری، تأثیر عوامل اجتماعی، شناختی، و عاطفی را بر تصمیم‌های اقتصادی افراد و نهادها و پیامدهای آن برای تأمین سود و تخصیص منابع بررسی می‌کند. اقتصاد رفتاری، ویژگی‌های تصمیم‌گیرنده را ثابت نمی‌کند، بلکه بر فرایندهای غیرمتعادل و اقدامات عوامل گوناگون با عقلانیت محدود تمرکز دارد که ممکن است از تجربه‌ها و تعاملات بیاموزند. آموزش و در نتیجه، سطح بالای تجمعی دانش در جامعه ممکن است بر پیچیدگی و مشکل در نظام اقتصادی کشور، به‌ویژه با توجه به رویکرد اقتصاد رفتاری، تأثیر بگذارد.

رابطه امروز بین سطح آموزش اقتصادی (به‌ویژه دانش مالی) و بهره‌وری از اقتصاد واقعی (شرکت‌های دارای فناوری سطح بالا) یکی از موضوع‌های اصلی بحث علمی در بسیاری از رویکردهای گوناگون است. تقریباً غیرممکن است که علم اقتصاد، جدا از رشته‌های دیگری مانند روانشناسی، رفتار انسان، فلسفه، اخلاق، و... در نظر گرفته شود. رویکرد مشترک این است که سواد مالی برپایه دانش تعیین می‌شود؛ در پژوهش‌های گوناگون درباره جمعیت، افراد با توجه به اینکه آیا پولی را برای زمان‌های سخت ذخیره کرده‌اند، اهداف بلندمدتی دارند، یا از درآمد و بودجه اختصاص یافته به بازنشستگی مراقبت می‌کنند یا خیر، به باسواد یا بی‌سواد تقسیم می‌شوند. همچنین، سرمایه‌گذاری جامعه در بازار سهام، آگاهی از اقدامات این جمعیت، یا توزیع مناسب سرمایه‌گذاری در نظر گرفته شده نیز از جمله سایر مواردی است که در تعیین سواد مالی نقش دارد. برای تعیین میزان سواد مالی، مسائل زیر در نظر گرفته شده است: آیا فرد می‌داند که چگونه درآمد و هزینه‌های روزانه را با هم سازگار کند، آیا به‌گونه‌ای ناامیدکننده بدهکار است یا خیر. با دانش کافی، امکان توسعه بیشتر مهارت‌های مفید وجود دارد؛ بنابراین، لازم است دانش خود را ابتدا در حوزه ریاضیات و سپس در اقتصاد خرد و کلان، به‌منظور شناخت روش مدیریت امور مالی، چگونگی وابستگی به پول، بهره، تورم، و... توسعه دهیم. دانش کلی باید سبب یادگیری رفتار عقلانی، انتخاب مناسب خدمات مالی، و پرهیز از خطاهایی شود که موجب آسیب رسیدن به وضعیت مالی فرد می‌شوند. جهانی شدن، بهبود بازارهای مالی، و تغییرات دائمی در اقتصاد که پیش‌بینی آن‌ها دشوار است، نیاز به سواد مالی را برجسته

می‌کند. این تغییرات و نوآوری‌های فناوری، رفتار مالی افراد و مدیریت مالی شخصی را تغییر می‌دهند. با پیشرفت علم اقتصاد، رویکرد اقتصاددانان به رفتار مالی مصرف‌کننده تغییر کرده است.

اقتصاد رفتاری تدوین شده است تا به منظور برطرف کردن اختلاف در حال ظهور بین فرضیه بازار کارآمد و واقعیت، بینش عمیق‌تر متمرکز بر روانشناسی را به عنوان عامل مهمی در نظریه مالی گسترش دهد. با توجه به ادغام علوم گوناگون، اقتصاد رفتاری، ناهنجاری‌های بازار و رفتار مالی افراد را بهتر توضیح می‌دهد. فرضیه بازار کارآمد بر این نظر است که سرمایه‌گذاران، در حین رقابت برای دریافت سود بیشتر، قیمت‌های منصفانه را تعیین می‌کنند. نظریه رفتاری روانشناسی، جامعه‌شناسی، و انسان‌شناسی به منظور درک بهتر رفتار مالی افراد به کار می‌روند. یک بازار کارآمد با نظریه انتظارات منطقی، از جمله ارزیابی تمام اطلاعات مربوط به دارایی‌ها، همراه است. با این حال، وجود سرمایه‌گذاران غیرمنطقی فراوان، ناهمبستگی رفتار مالی آن‌ها، غیرقابل اعتماد بودن معاملاتشان، و تأثیرگذاری آن‌ها بر قیمت‌ها، نشان‌دهنده تأثیر سرمایه‌گذاران نامناسب بر بازار است. اگر سرمایه‌گذاران غیرمنطقی باشند، تصمیم‌های مالی آن‌ها قیمت‌ها را تعیین می‌کند، اگرچه ارزش دارایی‌های مالی را تغییر نمی‌دهند؛ در نتیجه، سرمایه‌گذاران منطقی می‌توانند — تا زمانی که قیمت دارایی با ارزش آن همگرا باشد — دارایی‌های بسیار با ارزش را به فروش برسانند یا کم‌ارزش را خریداری کنند و در نتیجه، سود به دست آورند.

۴-۴. تحلیل اقتصادی و اجتماعی

برای اینکه یک رفتار مدیریتی، یک نشانه متقاعدکننده برای کارمندان و سهامداران باشد، باید قابل مشاهده و بر مبنای هزینه و درآمد باشد، یعنی مدیر باید برای انجام کاری متفاوت به منظور تأثیرگذاری بر دستاوردهای قراردادی برای سود دهی شرکت انگیزه داشته باشد. در این مقاله بررسی نمودیم که آیا اعتبار و تاریخ ثبت کوتاه مدت شرکت در مدیریت سود، نشانه‌ای از قابلیت اعتبار سرمایه‌گذاران برای ارائه سود به آنها در آینده فراهم می‌نماید؛ بنابراین، مدیریت سود بین سرمایه‌گذاران نه تنها به عنوان جنبه‌ای از سودهای حال حاضر شرکت در نظر گرفته شده است بلکه سرمایه‌گذاران باید به منظور کسب تصویر آشکارتری





از عملکرد اقتصادی یک شرکت آن را نادیده نگیرند. همچنین بازار، میزان مدیریت سود در گذشته را به‌عنوان اطلاعاتی جهت قابلیت اعتبارسنجی شرکت در نظر می‌گیرد که نتایج مشخصی در این موضوع قابل بررسی و تحلیل نبود. افزون‌براین، ممکن است مدیران از گزارش سودها برای انتقال اطلاعات خصوصی درباره عملکرد آینده استفاده کنند. شرکت‌هایی که در مدیریت سودهای حقیقی تنها برای همسویی با معیارها مشارکت می‌کنند، نسبت به شرکت‌هایی که در مدیریت سودهای حقیقی مشارکت نمی‌کنند، عملکرد اجرایی بهتری در آینده خواهند داشت؛ به این معنا که مدیران از مدیریت سودها به‌عنوان یک نشانه استفاده می‌کنند و سرمایه‌گذاران ممکن است سود شرکت‌های فناور با مدیریت سود بالا را (نسبت به شرکت‌های فناور با مدیریت سود کم) دربردارنده اطلاعات مفیدتری درباره عملکرد آینده در نظر بگیرند.

به‌طور میانگین، بازارها به سود شرکت‌هایی که پیشتر مشارکت کمی در مدیریت سود داشته‌اند (نسبت به سود شرکت‌های دارای پیشینه چشمگیر در مدیریت سود) واکنش بیشتری نشان می‌دهند. در این بخش، شاخص‌های معاصر مدیریت سود، عدم قطعیت اطلاعات، و مدیریت سودهای حقیقی نیز بررسی شده است. افزون‌براین، سه معیار سنجش میزان مفید بودن اطلاعات سودها نشان می‌دهد که بازار، اطلاعات بیشتری از اخبار سودهای شرکت‌های دارای مشارکت در مدیریت سود در گذشته به‌دست می‌آورد. همان‌گونه که انتظار می‌رود، واکنش‌ها به سود، به‌ویژه زمانی شدیدتر است که شرکت نه تنها از مدیریت سود در سال گذشته، بلکه در محدوده زمانی طولانی‌تری، یا در کل دوره ریاست مدیرعامل یا مدیر مالی، خودداری کرده است.

هنگامی که اهداف شرکت‌کنندگان اصلی بازار و تصمیم‌گیرندگان اقتصادی همسو می‌شود، اطلاعات ارائه خواهد شد؛ اگر منافع آن‌ها متفاوت باشد، اطلاعات راهبردی یا پنهان یا اطلاعات به‌گونه‌ای ناهماهنگ ارائه می‌شود. یکی از مشکلات انواع مشارکت‌کنندگان در بازار، عدم تقارن اطلاعات سرمایه‌گذاران و اطلاعات ارائه‌شده توسط ارائه‌دهندگان خدمات است؛ بنابراین، اغلب تصمیم‌گیری برای آن‌ها دشوار است. عدم تقارن اطلاعات، زمانی به‌وجود می‌آید که اطلاعات گوناگونی درباره طرفین وارد شده به



یک معامله یا علاقه‌مند به آن در دسترس باشد. عدم تقارن اطلاعات گریزناپذیر است، زیرا اغلب معاملات، به‌ویژه بر پایه انتظارات طرفین از آینده رخ می‌دهد. افزون‌براین، عدم تقارن اطلاعات ممکن است مانع انجام یک معامله شود. یکی از مهم‌ترین ابزار برای مقابله با مشکل عدم تقارن اطلاعات، افزایش سواد مالی مصرف‌کنندگان است.

در قالب الگوی انتظارات عقلانی، رفتارهای غیرمنطقی مشخص می‌شود؛ افزون‌براین، در جهان انتظارات عقلانی و بازارهای کارآمد، قیمت‌دارایی، بازتاب‌دهنده اطلاعات همواره در حال تغییر و اغلب ناپایدار درباره عوامل بنیادینی است که بر قیمت تأثیر می‌گذارند. نقد اصلی الگوی انتظارات عقلانی، بر این نکته مبتنی است که فرض شود عوامل فردی می‌توانند تمام اطلاعات را در مغز خود ذخیره و پردازش کنند؛ پیچیدگی آن‌ها بسیار بیشتر از پیچیدگی مغز است؛ همچنین، بازارهای مالی دچار ناهنجاری‌های فراوانی است که با پارادایم انتظارات عقلانی تناقض دارد. الگوی عقلانی محدود که رواج فراوانی دارد، بر این فرض تأکید می‌کند که عوامل، برای تجزیه و تحلیل تمام اطلاعات در دسترس، توانایی محدودی دارند؛ بنابراین، برای تصمیم‌گیری، قوانین ساده‌ای اعمال می‌شود، درحالی‌که همه آن‌ها به‌طور بالقوه، به‌گونه‌ای یکسان اطلاعات را به اشتراک می‌گذارند؛ باین‌حال، آن‌ها در نحوه تفسیر و استفاده این اطلاعات متفاوت عمل می‌کنند.

بازار می‌تواند از اطلاعات مربوط به پیشینه مدیریت سود در گذشته برای آزمون میزان تعهد مدیریت به ارائه گزارش‌های معتبر، استفاده کند. انگیزه‌ها و فرصت‌های مدیریت برای مشارکت در تعیین مسیر و میزان سودها در شرکت‌های گوناگون متفاوت است و با گذشت زمان تغییر می‌کند. مدیرانی که در برابر فرصت و انگیزه تعیین مسیر و میزان سودها مقاومت می‌کنند برای بازار قابل‌اعتمادتر هستند.

۵. بحث و نتیجه‌گیری

بازار سرمایه در ایران، یک بازار ناشناخته است. روزانه هزاران سرمایه‌گذار، پول خود را به امید دستیابی به ثروت بیشتر در این بازار، سرمایه‌گذاری می‌کنند. در این میان، برخی به هدفشان دست می‌یابند و برخی دیگر، سرمایه خود را از دست می‌دهند. شناخت بازار



بورس اوراق بهادار تهران از جنبه‌ها و زوایای گوناگون می‌تواند ضمن کمک به پیش‌بینی بهتر آینده این بازار و تغییرات آن، ریسک سرمایه‌گذاری‌ها را کاهش داد یا بازده بیشتری را در پی داشته باشد. هدف اصلی این پژوهش این است که انتظارات سود ممکن است تأثیرات متفاوتی بر پیش‌بینی سرمایه‌گذاران موجود در بازار نسبت به سود و بازده آتی شرکت داشته باشند. با توجه به فرضیه نخست که بیان می‌کند، می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی ایجادشده در مورد سود شرکت‌ها، محتوای اطلاعاتی سودهای فصلی را الگوسازی کرد، وجود رابطه معکوس و معنادار تأیید شده است؛ بنابراین، سود غیرمنتظره می‌تواند به‌گونه‌ای منفی بر نخستین پیش‌بینی سود تأثیرگذار باشد. یافته‌های این پژوهش در این زمینه با یافته‌های پژوهش‌های چان، لی، و لین^۱ (۲۰۱۳)، برانز^۲ (۲۰۱۰، ۸)، بیرد، کوی، و یونگ^۳ (۲۰۱۱، ۲۴) و ویلیامز^۴ (۲۰۱۴، ۷۹۰) هم‌راستا است.

بر پایه فرضیه دوم پژوهش حاضر، می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی ایجادشده در مورد سود شرکت‌ها، رفتار سرمایه‌گذاران را در بازار الگوسازی کرد؛ بنابراین، یک رابطه مستقیم و معنادار بین آن‌ها برقرار است که با نتایج پژوهش‌های سادکا و سادکا^۵ (۲۰۰۸، ۱۰۰) و اسکینر^۶ (۱۹۹۵، ۳۴)، همسو است. نتایج به‌دست‌آمده پس از آزمون این فرضیه نشان می‌دهد که انتظارات سود باثبات مثبت (منفی) در سیگنال‌های سود سبب افزایش (کاهش) خطای پیش‌بینی سودهای آتی و بازده سهام می‌شود. نتایج کلی پژوهش، تأییدکننده این موضوع بوده و بیان می‌کنند که مسیر انتظاراتی سود ترسیم‌شده در این پژوهش بر تعدیل سود پیش‌بینی‌شده و رفتار سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است.

مسائل کلیدی مربوط به اقتصاد رفتاری مدرن عبارتند از اینکه: چگونه مسائل موردنیاز را به‌گونه‌ای مؤثر برآورد کنیم و نقش عوامل رقابت‌کننده اقتصادی را بازنویسی نماییم، بازنویسی چنین تقسیمی در عمل، نیازمند تعریف نقش‌های اجتماعی مجدد برای ارکان

1. Chan, Li, and Lin
2. Berens
3. Bird, Choi, and Yeung
4. Williams
5. Sadka and Sadka
6. Skinner

اقتصادی جامعه می باشد. همچنین تعیین اینکه کدام روش بیشترین مزیت را برای جامعه فراهم می نماید نیز از جمله موضوعات قابل بحث در اقتصاد رفتاری می باشد. پاسخ به این مسائل در صورت تعمیم نتایج این مقاله می تواند در زمان انتقال از نظریه انتزاعی تقسیم پایدار به راه حل های عملی طراحی بازارهای نهاد گرا ارائه شود. ابزارهای تحلیلی کاربردی به سرمایه گذاران اجازه می دهد تا روابط متقابل بین افراد از دیدگاه های مختلف، اصول عمومی بهینه و گسترش محدوده ابزار سنجش را بررسی نمایند. از سوی دیگر، در عمل فرصتی برای بازگشت به پیامدهای واقع گرایانه عدم تقارن اطلاعات، ویژگی های خصوصیت رفتاری فردی و چالش های خاص اقتصاد بازار را می توانند به کمک این ابزارها و گزارش ها بررسی نمایند و بهترین تصمیم را در موضوع سود سرمایه گذاری قبل از تقسیم اخذ نمایند.

بر پایه نتایج به دست آمده در این پژوهش، سرمایه گذاران در آینده به اخبار ارائه شده توسط شرکت هایی که همواره (اما به گونه ای قانونی) سودهای فصلی شرکت خود را گزارش می دهند، اعتماد نمی کنند. در واقع، بازار به خودداری از مدیریت سود فصلی دقیقاً در شرایطی واکنش نشان می دهد که اعتماد سرمایه گذاران به دلیل کارشکنی شرکت ها علیه شرکت های رقیبشان، و نیز نگرانی آنان از دریافت اطلاعات نادرست و فریبنده، بی دوام است. این نشان می دهد که سرمایه گذاران برداشت متفاوتی از مشارکت در مدیریت سودها دارند. به طور خلاصه، نتایج این پژوهش نشان می دهد که سرمایه گذاران، مدیریت سود را به خودی خود، خوب یا بد نمی دانند، بلکه شرایط موجود را در نظر می گیرند.

۶. پیشنهادها

با توجه به یافته های پژوهش، هیئت مدیره ها باید به رفتارهای محافظه کارانه توجه بیشتری داشته باشند، زیرا در صورت اجرا نشدن رویه های مربوط به آن، زمان زیادی لازم است تا پیامدهای رفتارشان اصلاح شود. شرکت ها باید از میزان ریسک و فرصت های ناشی از تغییرات عوامل رفتاری سرمایه گذاران آگاهی داشته باشند، زیرا ممکن است فرصتی برای بهبود عملکرد، کاهش ریسک، یا به تأخیر انداختن پیامدهای منفی سرمایه گذاری فراهم



نشود. به بیان روشن‌تر، در نظر گرفتن اثر نوسانات بر رفتار در الگوی سود مورد انتظار، باعث افزایش کیفیت الگوی استاندارد می‌شود. الگوهای کنونی سود، مبتنی بر این فرض هستند که انتظارات سرمایه‌گذاران بر پایه رفتارهای یک شرکت در یک نقطه از زمان تعیین می‌شود و مقاومت‌های مؤثر بر آن در نظر گرفته نمی‌شوند.

در مقاله حاضر تفاوت‌های موجود میان شرکت‌ها به لحاظ انگیزه و فرصت برای تحریف در اعلام سود، بررسی و یک تصویر بسیار متناقض پدیدار شد. هنگامی که انگیزه مدیرعامل‌ها و مدیران مالی برای افزایش قیمت سهام قوی است، سود و تحریف سود حائز اهمیت خواهد بود. این نتیجه جالب توجه نشان می‌دهد که سهام‌داران درک می‌کنند که مدیران، انگیزه‌های متفاوتی برای مشارکت در مدیریت سود دارند. نتایج مقاله‌های پیشین، وجود رابطه بین مدیریت سودها و انگیزه‌های مدیریتی برای افزایش قیمت سهام را نشان می‌دهند. به منظور تکمیل نتایج این پژوهش پیشنهاد می‌شود در آینده، تأثیر تعاملی ساختار مالکیت و اعتماد به نفس بیش از اندازه بر رفتار سرمایه‌گذاران بررسی شود و به منظور شناخت رفتار شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران در بلندمدت، صورت‌های مالی شرکت‌ها با یکدیگر مقایسه شوند



منابع

- موسوی، سیده سمیه؛ علوی طبری، سید حسین (۱۳۹۰). محتوای اطلاعاتی سود خالص و تعدیل قیمت سهام. پژوهش‌های تجربی حسابداری، ۱(۱)، ۱۹-۷. doi: 10.22051/jera.2013.522
- قائمى، محمد حسین؛ بیات، علی؛ اسکندرلی، طاهر (۱۳۹۰). بررسی عوامل مؤثر بر محتوای اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۸(۶۵)، ۱۱۵-۱۳۰.
- مهرآذین، علیرضا؛ مسیح آبادی، ابوالقاسم، دهنوی؛ محمد علی (۱۳۹۰). شفافیت اطلاعات مالی و محتوای اطلاعاتی سود. دانش حسابداری، ۳(۸)، ۱۱۳-۱۳۰. doi: 10.22103/jak.2012.6
- Ball, R., & Brown, P. (1968). An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159. doi:10.2307/2490232
- Ball, R., & Shivakumar, L. (2008). How Much New Information Is There in Earnings? *Journal of Accounting Research*, 46(5), 975-1016. doi:10.1111/j.1475-679x.2008.00299.x
- Ball, R., Sadka, G., & Sadka, R. (2009). Aggregate Earnings and Asset Prices. *SSRN Electronic Journal*, 47(5), 1097-1133. doi:10.2139/ssrn.1915364
- Bartov, E., Radhakrishnan, S., & Krinsky, I. (2000). Investor Sophistication and Patterns in Stock Returns after Earnings Announcements. *The Accounting Review*, 75(1), 43-63. doi:10.2308/accr.2000.75.1.43
- Beaver, W. (1968). The Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research*, 6, 67-92. doi:10.2307/2490070
- Berens, M. (2010). The Asymmetry of Market Efficiency for Positive and Negative Earnings Surprises. *SSRN Electronic Journal*, 1-11. doi:10.2139/ssrn.1569619
- Bird, R. G., Choi, D. F. S., & Yeung, D. (2011). Market Uncertainty and Sentiment, and the Post-Earnings Announcement Drift. *SSRN Electronic Journal*, 1-37. doi:10.2139/ssrn.1912195
- Chan, K., Li, F., & Lin, T.-C. (2013). Post-Split Drift and Post-Earnings Announcement Drift: One Anomaly or Two? *SSRN Electronic Journal*, doi:10.2139/ssrn.2329740
- Charles, C., Schmid, M.M., & Meyerinck, F.V. (2017). Peer Pressure in Corporate Earnings Management. Paris December 2017 Finance Meeting EUROFIDAI - AFFI, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2958181>
- Chen, L., & Zhao, X. S. (2008). Return Decomposition. *SSRN Electronic Journal*, 22(12), 5213-5249 doi:10.2139/ssrn.762601
- Dichev, I., Graham, J., Harvey, C. R., & Rajgopal, S. (2016). The Misrepresentation of Earnings. *Financial Analysts Journal*, 72(1), 22-35. doi:10.2469/faj.v72.n1.4
- Francis, J., Lafond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2007). Information Uncertainty and Post-Earnings-Announcement-Drift. *Journal of Business Finance & Accounting*, 34(3-4), 403-433. doi:10.1111/j.1468-5957.2007.02030.x



- Gibson, R., Sohn, M., & Tanner, C. (2017). Investing in Managerial Honesty. *SSRN Electronic Journal*, 1-79. doi:10.2139/ssrn.2912795
- Gurun, U. G., Stoffman, N., & Yonker, S. E. (2015). Trust Busting: The Effect of Fraud on Investor Behavior. *SSRN Electronic Journal*, Kelley School of Business Research Paper No. 15-70, 1-57. doi:10.2139/ssrn.2664307
- Ng, J., Rusticus, T. O., & Verdi, R. S. (2007). Implications of Transaction Costs for the Post-Earnings-Announcement Drift. *SSRN Electronic Journal*, 46(3),661-696. doi:10.2139/ssrn.899902
- PARSONS, C. A., SULAEMAN, J., & TITMAN, S. (2018). The Geography of Financial Misconduct. *The Journal of Finance*, 73(5), 2087–2137. doi:10.1111/jofi.12704
- Pevzner, M., Xie, F., & Xin, X. (2012). When Firms Talk, Do Investors Listen? The Role of Trust in Stock Market Reactions to Corporate Earnings Announcements. *SSRN Electronic Journal*, 117(1),190-223. doi:10.2139/ssrn.2144835
- Roychowdhury, S., & Sletten, E. (2012). Voluntary Disclosure Incentives and Earnings Informativeness. *SSRN Electronic Journal*, 1-57. doi:10.2139/ssrn.1220942
- Sadka, G., & Sadka, R. (2008). Predictability and the Earnings>Returns Relation. *SSRN Electronic Journal*,94(1),87-106 doi:10.2139/ssrn.967675
- Skinner, D. J. (1995). Earnings Disclosures and Stockholder Lawsuits. *SSRN Electronic Journal*, 1-46. doi:10.2139/ssrn.55489
- Williams, C. D. (2014). Asymmetric Responses to Earnings News: A Case for Ambiguity. *The Accounting Review*, 90(2), 785–817. doi:10.2308/accr-50866

