

بازده ایجاد پرتفوی سهام براساس ویژگی‌های کیفی سود

غلامرضا کردستانی* ، سیامک طایفه**

چکیده

براساس تحقیقات متعدد در بازارهای مختلف، تاکنون تأثیر عوامل زیادی نظیر افشای اطلاعات مربوط به سود، نقدشوندگی، اهرم مالی، نسبت سود به قیمت، اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر بازده سید سهام تأیید شده است. در این تحقیق، تأثیر عامل کیفیت سود بر بازده پرتفوی سهام ۶۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ بررسی شده است. برای آزمون فرضیه‌ها، شرکت‌های باکیفیت سود بالا و کیفیت سود پایین تفکیک شدند و با این نگرش که سرمایه‌گذاران، سید سهام یکی از دو گروه مزبور را خریداری کنند، پرتفوهایی براساس شش ویژگی کیفی سود شامل پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود، ضریب واکنش و ضریب واکنش تعدیل شده سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام و همچنین به‌موقع بودن اطلاعات سود تشکیل و بازده پرتفوها، از طریق آزمون مقایسه میانگین‌ها مقایسه شد. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد بازده پرتفوهایی تشکیل شده از سهام با کیفیت سود بالا و پایین تفاوت معناداری ندارند.

کلیدواژه‌ها: بازده پرتفوی سهام؛ پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود؛ ضریب واکنش سود؛ مربوط بودن سود به ارزش سهام؛ به‌موقع بودن اطلاعات سود.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
رتال جامع علوم انسانی

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۰/۱۱/۲۴، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۱/۰۲/۰۲
* دانشیار، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی قزوین (نویسنده مسئول).

Email: gkordestani@yahoo.com

** کارشناسی ارشد، موسسه آموزش عالی رجا قزوین.

۱. مقدمه

طی سالیان متمادی الگوهای مختلفی نظیر مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، مدل فاما و فرنچ^۱ و نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژ برای ارزیابی ریسک و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری مطرح شده است. نرخ بازده بدون ریسک، ضریب حساسیت بازده سرمایه‌گذاری نسبت به پرتفوی بازار (بتا)، بازده بازار، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار از جمله عوامل هستند که در این مدل‌ها بر بازده مورد انتظار تأثیرگذارند. براساس تحقیقات متعدد در سراسر دنیا نیز تاکنون تأثیر عوامل زیادی نظیر افشای اطلاعات مربوط به سود، نقدشوندگی، اهرم، نسبت سود به قیمت، اندازه و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بر بازده سرمایه‌گذاری تأیید شده است [۲، ۱۲، ۱۶]. بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران تحت تأثیر ریسک اطلاعات قرار دارد. ریسک اطلاعاتی به‌میزان اطلاعات محرمانه و عدم دقت اطلاعات عمومی گزارش شده بستگی دارد. هرچه میزان اطلاعات محرمانه بیشتر و دقت اطلاعات ارائه شده کمتر باشد، بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران بالاتر خواهد بود [۱۵].

تغییرات سود به‌عنوان شاخص ریسک اطلاعات حسابداری شناخته می‌شود. با توجه به اینکه ریسک اطلاعات از میزان عدم دقت در اطلاعات ارائه شده و ناتوانی اطلاعات موجود در برآورد بازده مورد انتظار ناشی می‌شود انتظار می‌رود هر یک از ویژگی‌های کیفی سود که از دیدگاه سرمایه‌گذاران نامطلوب باشد برآورد بازده مورد انتظار را با ابهام مواجه ساخته [۱۵] و بر آن تأثیر بگذارد. در این تحقیق، پرتفوهایی براساس شش ویژگی کیفی سود شامل پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود، ضریب واکنش و ضریب واکنش تعدیل شده سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام و همچنین به‌موقع بودن اطلاعات سود تشکیل و بازده پرتفوها، مقایسه شد. اگر تأثیر کیفیت سود بر بازده پرتفوی سهام تأیید شود، سرمایه‌گذاران می‌توانند با استفاده از این اطلاعات، سبد سهام تشکیل داده و عملکرد خوبی داشته باشند.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

تنوع عوامل مؤثر بر بازده سرمایه‌گذاری. عوامل مؤثر بر بازده سرمایه‌گذاری به‌طور عام و بازده سرمایه‌گذاری در اوراق بهادار قابل معامله در بازارهای سرمایه به‌طور خاص را می‌توان به سه دسته کلی طبقه‌بندی کرد:

- عوامل کلان اقتصادی شامل سیاست‌های دولت، عوامل فرهنگی و اجتماعی، وضعیت صنعت و همچنین شرایط اقتصادی و دوران‌های تجاری و مالی؛
- عوامل خرد اقتصادی شامل میزان تقاضا و کشش کالای تولیدی شرکت، خط مشی‌های مدیریت، وضعیت مالی و حساب‌های شرکت و همچنین میزان وابستگی تولید شرکت به عوامل حیاتی و به خارج، وضعیت عمومی و جهانی منابع؛

- عوامل غیر اقتصادی [۵].

مسیر تأثیر این عوامل بر بازده می‌تواند از کانال اطلاعات حسابداری و یا سایر کانال‌ها مثل تجزیه و تحلیل‌های مدیریت، علامت‌دهی مدیران یا کارکنان و عدم تقارن اطلاعاتی باشد. با مروری بر مدل‌های ارزیابی بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری و تحقیقات انجام شده می‌توان به تنوع عوامل مؤثر برگرفته از اطلاعات حسابداری بر بازده سهام پی برد:

تنوع مدل‌های ارزیابی بازده مورد انتظار. شاید بتوان سرآغاز ارائه مدل‌های ارزیابی ریسک و بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری را ارائه مدل پرتفوی بهینه هری مارکوویتز^۲ در دهه ۱۹۵۰ دانست [۶]. مشکل محاسبه دو به دو کواریانس بین دارایی‌های مجموعه برای استفاده کنندگان و همچنین خاصیت سیر تکاملی علوم موجب گردید مدل‌های دیگری در این زمینه ارائه شود. ویلیام شارپ^۳ با پیگیری کارهای مارکوویتز، مدل تک شاخصی ارائه کرد که بازده هر ورقه بهادار را به بازده سهام عادی مرتبط می‌سازد. در این مدل، بازده یک ورقه بهادار، تابع بازده ثابت آن ورقه بهادار، بازده شاخص بازار، بتا و خطای تصادفی است [۶]. بیان دیگر از مدل تک شاخص شارپ، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای است که در آن، بازده مورد انتظار یک سرمایه‌گذار از جمع نرخ بازده بدون ریسک و صرف ریسک بدست می‌آید. در این مدل، بتا، حساسیت بازده سهام نسبت به بازده بازار تعریف می‌شود. در دهه ۱۹۹۰ نظریه قیمت‌گذاری آربیتراژ ارائه و عنوان شد که بازده هر سهم به تأثیرات گسترده اقتصاد کلان که اصطلاحاً عوامل نامیده می‌شوند و رویدادهایی که برای شرکت خاصی واقع می‌شوند بستگی دارد [۱۷].

با افزایش شواهد تجربی مبتنی بر تأثیر متغیرهای غیرعادی متعدد بر قیمت و بازده، فاما و فرنچ (۱۹۹۲)، در مقاله چالشی خود، نقش مشترک بتای بازار و متغیرهای متعدد خاص شرکت را آزمون کردند و به تأثیر پررنگ دو عامل نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و اندازه شرکت پی بردند [۲۵]. در واقع آنها اعتبار بتای مدل شارپ را زیر سوال بردند. آنها از تحقیقات خود چنین نتیجه گرفتند که یا بازار طبق برداشت آنان کارایی ندارد یا مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای درست نیست و یا هر دو مورد مصداق دارد. مقاله فاما و فرنچ در مورد عوامل تأثیرگذار بر بازده سهام مورد توجه خیلی از صاحب نظران قرار گرفته و به انقلاب دوم فاما مشهور شده است.

فاما و فرنچ (۱۹۹۳)، با توسعه نتایج قبلی خود با وارد کردن این دو عامل به مدل سنتی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای، یک مدل سه عاملی ارائه کردند که شامل عوامل بازار (بازده بازار اضافی)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و اندازه است. آنها نشان دادند بازده پرتفوی تشکیل شده از سهام شرکت‌های کوچک بیشتر از بازده سبد سهام شرکت‌های بزرگ

(SMB)^۴ و همچنین بازده پرتفوی شرکت‌های دارای B/M بالا یا سهام ارزشی، بیشتر از بازده پرتفوی سهام شرکت‌های دارای B/M پایین یا سهام رشدی (HML)^۵ است. فاما و فرنچ (۱۹۹۶)، با الگوبرداری از تحقیق جگادیش و تیمن^۶ (۱۹۹۳)، مدل چهار عاملی تقویت شده خود را نیز ارائه دادند. آنها به این نتیجه رسیدند پرتفوی سهامی که در گذشته دارای بازده بالایی بوده، نسبت به سبد سهامی که در گذشته دارای بازده پایینی بوده، بازده بیشتری دارد (WML)^۷ [۲۵]. با انتقاداتی که از مدل فاما و فرنچ شد برن هلت^۸ (۲۰۰۷)، مدل Reward Beta را ارائه کرد. این مدل که به نوعی، تعدیل یافته CAPM است برای محاسبه بتا، از روش میانگین-ریسک (یعنی استفاده از میانگین بازده بازار، بازده سهام و بازده بدون ریسک)، به جای روش میانگین-واریانس (یعنی به کارگیری واریانس و کواریانس) استفاده می‌کند [۳].

علاوه بر مدل‌های پیش گفته، مدل‌هایی نظیر مدل بین دوره‌ای قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (ICAPM)، مدل تعدیلی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (DCAPM) و مدل CAPM با بتای صفر نیز ارائه و استفاده شده که بیانگر تنوع و اهمیت محاسبه ریسک و بازده مورد انتظار است.

تنوع عوامل مؤثر بر بازده براساس تحقیقات. با مروری اجمالی بر مطالعات این حوزه، می‌توان به تأثیر عوامل متعدد بر بازده اوراق بهادار و تأیید مجدد برخی از آنها در دوره‌ها و بازارهای مختلف پی برد. شواهد ارائه شده توسط چان، هامائو و لاکونیشوک^۹ (۱۹۹۱)، نشان می‌دهد که نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام علاوه بر ارتباط مثبت با میانگین بازده‌های سهام یک نقش قوی در توضیح میانگین بازده‌های سهام شرکت‌های ژاپنی دارد [۱۶]. تحقیقات آمیهود^{۱۰} (۲۰۰۲)، آمیهود و مندلسون^{۱۱} (۱۹۸۶)، داتار^{۱۲} و همکاران (۱۹۹۸)، ژاکوبی^{۱۳} و همکاران (۲۰۰۰) و همچنین آمیهود و بن مارشال^{۱۴} (۲۰۰۶) همگی حکایت از یک وجود رابطه منفی میان نقدشوندگی و بازده مورد انتظار دارایی‌ها دارند [۲]. ومک و ژانگ^{۱۵} (۲۰۰۶)، اثر نسبت سود به قیمت، بدهی به حقوق صاحبان سهام و ارزش دفتری به ارزش بازار را تأیید کردند و دریافتند که برای پیش بینی بازده، به غیر از ریسک باید عوامل دیگری مثل اندازه و ارزش شرکت را نیز در نظر گرفت [۱۲]. دهقانی و لوو^{۱۶} (۲۰۱۱)، توزیع وجوه نقد مازاد شرکت را بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مالزی مؤثر تشخیص دادند [۱۹].

علاوه بر موارد پیش گفته در حوزه تحقیقات، بارها تأثیر اطلاعات مربوط به سود بر قیمت و بازده سهام مورد تأیید قرار گرفته است. اولین سند رسمی در این باره را می‌توان مقاله معروف بال و براون^{۱۷} در سال ۱۹۶۸ دانست که تأثیر افزایش غیرمنتظره سود تعهدی بر بازده غیرعادی سهام را تأیید کرد [۱]. بال (۱۹۷۸) معتقد بود که نسبت E/P نماینده‌ای از عوامل ناشناخته در

بازده‌های مورد انتظار است. سهامی که ریسک و بازده‌های مورد انتظار بالایی دارد احتمالاً دارای نسبت E/P بالاتری می‌باشد [۱۶]. پنمن^{۱۸} و ژانگ (۲۰۰۱)، به رابطه مستقیم سطح Q-Score به‌عنوان شاخص کیفیت سود و بازده سهام پی بردند [۹]. پنمن و ژانگ (۲۰۰۲)، تأثیر حجم سرمایه‌گذاری شرکت به‌همراه حسابداری محافظه‌کارانه بر بازده سهام را تأیید کردند. اگر حسابداری محافظه‌کارانه با رشد یا تمرکز سرمایه‌گذاری همراه باشد، سود و نرخ بازده کاهش یافته و اندوخته پنهان ایجاد می‌شود. با کاهش سرمایه‌گذاری این اندوخته آزاد شده و در نتیجه سود و نرخ بازده افزایش می‌یابد [۲۷]. فاما و فرنچ (۲۰۰۶)، تأثیر سودآوری مورد انتظار را بر بازده مورد انتظار تأیید کردند [۲۱]. وزیلاکیس و سامیتاس^{۱۹} (۲۰۱۱)، به مؤثر بودن نقدینگی، مقدار و توزیع سود بر بازده سهام شرکت‌های انگلیسی پی بردند [۲۹].

تا کنون حجم وسیعی از تحقیقات در زمینه کیفیت سود و بازده سهام انجام شده است. پنمن و ژانگ (۱۹۹۹)، نشان دادند که محافظه‌کاری همراه با تغییرات مبالغ سرمایه‌گذاری‌ها می‌تواند توضیح دهنده بازده‌های آتی سهام باشد [۲۷].

گارسیا^{۲۰} و همکاران (۲۰۰۶)، به این نتیجه رسیدند که محافظه‌کارانه بودن حسابداری، ریسک و هزینه سرمایه شرکت را کاهش می‌دهد. همچنین آنها دریافتند که مدل‌های قبلی اندازه‌گیری محافظه‌کاری در حسابداری برای بررسی رابطه آن با هزینه سرمایه، هرچند از نظر تئوری صحیح هستند اما خطا نیز دارند [۲۳].

آگنوا^{۲۱} (۲۰۰۸)، رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی با بازده سهام را بررسی کرد. وی به این نتیجه رسید که کیفیت ارقام تعهدی و بازده آتی سهام رابطه معکوس دارند [۲۶].

هیرشلیفر^{۲۲} و همکاران (۲۰۰۹)، به بررسی رابطه بین ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی با بازده سهام پرداختند. شواهد ارائه شده توسط آنها ارتباط مثبت بین اندازه جریان‌های ارقام تعهدی با بازده سهام و ارتباط منفی بین اندازه جریان‌های نقدی با بازده سهام را تأیید می‌کند [۱۰].

ایلیو^{۲۳} (۲۰۱۰)، تأثیر بخش ۴۰۴ قانون سارینز-آکسلی را بر بهای تمام شده، کیفیت سود و قیمت سهام بررسی کرد. او در این تحقیق شبه آزمایشی به این نتیجه رسید که این قانون، شرکت‌های کوچک را به گزارش بهای تمام شده واقعی و سود محافظه‌کارانه هدایت کرده و باعث کاهش ارزش آنها می‌شود [۲۴].

پروتی و ویگن هافر^{۲۴} (۲۰۱۱)، رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و بازده مازاد را بررسی کردند. آنها استدلال کردند که ویژگی‌های کیفی سود از طریق تأثیر بر هزینه سرمایه بر بازده سهام اثرگذارند. آنها تأثیر ویژگی‌های پایداری، قابلیت پیش‌بینی و هموارسازی سود و همچنین کیفیت ارقام تعهدی، ارقام تعهدی غیرعادی، ضریب واکنش، ضریب واکنش تعدیل شده سود و

مربوط بودن سود به ارزش سهام را بر بازده مازاد مورد بررسی قرار دادند. شواهد ارائه شده نشان می‌دهد ویژگی‌های مبتنی بر اطلاعات بازار (ضریب واکنش سود و مربوط بودن سود به ارزش سهام) نسبت به بیشتر ویژگی‌های مبتنی بر اطلاعات حسابداری از جمله کیفیت ارقام تعهدی و ارقام تعهدی غیرعادی بازده بالاتری دارند [۲۸].

قائمی و همکاران (۱۳۸۲)، تأثیر هموارسازی سود بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را بررسی کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که هموارسازی اثری بر بازده‌های غیرعادی شرکت‌ها ندارد. اما عامل صنعت توأم با هموارسازی بر بازده‌های غیرعادی شرکت‌ها مؤثر است. هموارسازی و اندازه‌توأم بر بازده‌های غیرعادی بی‌اثر بوده ولی هموارسازی و افزایش سرمایه را توأم می‌توان عاملی مؤثر بر بازده‌های غیرعادی دانست. در نهایت اینکه تأثیر هموارسازی سود بر بازده‌های غیرعادی، ضعیف است [۱۴].

خواجوی و ناظمی (۱۳۸۴)، تأثیر ارقام تعهدی بر کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار دادند. آنها نشان دادند میانگین بازده سهام شرکت‌ها، تحت تأثیر میزان ارقام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار نمی‌گیرد. به عبارت دیگر نمی‌توان پذیرفت که بین میانگین بازده شرکت‌هایی که ارقام تعهدی آنها به کمترین و بیشترین میزان گزارش می‌شود اختلاف معناداری وجود دارد [۸].

خوش‌طینت و اسماعیلی (۱۳۸۵)، رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام را بررسی کردند. در این تحقیق، حجم ارقام تعهدی و همچنین اجزای اختیاری و غیراختیاری ارقام تعهدی، معیارهای کیفیت سود هستند. آنها دریافتند رابطه ضعیفی بین کیفیت سود و بازده سهام وجود دارد [۹].

ایزدی نیا و نظرزاده (۱۳۸۸)، ارتباط کیفیت سود و بازده سهام را مورد بررسی قرار دادند. آنها از ده معیار میزان تحقق نقدی سود، ارزیابی سود ناخالص، نرخ رشد سود، ارزیابی ارقام تعهدی، نسبت گردش دارایی، ارزیابی سود عملیاتی، ارزیابی حساب‌های دریافتی، بازده سرمایه، سرمایه‌گذاری مجدد دارایی‌های مولد و بازده دارایی‌ها برای ارزیابی کیفیت سود استفاده کرده و در سه سطح کیفیت سود زیاد، متوسط و کم ارتباط آنها را با بازده سهام مورد سنجش قرار دادند. شواهد نشان می‌دهد بین بازده سهام و کیفیت سود رابطه وجود دارد و سرمایه‌گذاران به کیفیت سود توجه می‌کنند [۴].

علوی طبری و همکاران (۱۳۸۸)، به بررسی رابطه بین کیفیت سود و سود تقسیمی پرداختند. آنها برای کیفیت سود از چهار معیار ارقام تعهدی، وجود ارقام استثنایی، ارائه مجدد صورت سود و زیان و همچنین همبستگی پیرسون بین درآمد عملیاتی جاری و آتی به‌عنوان متغیرهای توضیحی و سود تقسیمی به‌عنوان متغیر وابسته استفاده کردند و دریافتند که با معیار تجدید ارائه

صورت سود و زیان، شرکت‌هایی که کیفیت سود بالایی دارند سود تقسیمی را در زمان مقرر پرداخت نمی‌کنند و با معیار وجود ارقام استثنایی، شرکت‌های با کیفیت سود بالا، سود تقسیمی بیشتری پرداخت می‌کنند. همچنین آنها نتیجه گرفتند که کیفیت سود با تغییرات سود تقسیمی رابطه‌ای ندارند [۱۳].

حقیقت و پناهی (۱۳۹۰)، رابطه کیفیت سود و بازده آینده سهام را آزمودند. آنها از دو معیار نسبت وجه نقد حاصل از عملیات به سود عملیاتی و حجم ارقام تعهدی برای اندازه‌گیری کیفیت سود استفاده کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه معناداری بین کیفیت سود و بازده آینده سهام شرکت‌ها وجود ندارد [۷]. دستگیر و رستگار (۱۳۹۰)، رابطه بین پایداری سود و بازده سهام با کیفیت ارقام تعهدی را بررسی کردند. آنها دریافتند که این دو با یکدیگر رابطه مستقیم دارند. ضمن اینکه با کاهش کیفیت ارقام تعهدی و افزایش اندازه ارقام تعهدی، بازده سهام افزایش می‌یابد [۱۰].

سدیدی و همکاران (۱۳۹۰)، تاثیر محافظه‌کاری به‌عنوان شاخص کیفیت سود را بر بازده دارایی‌ها و بازده سهام مورد بررسی قرار دادند و دریافتند واحدهای اقتصادی که از روش‌های محافظه کارانه استفاده می‌کنند می‌توانند با تغییر سرمایه‌گذاری در دارایی‌های عملیاتی، کیفیت سود را تغییر دهند [۱۱].

تفاوت این تحقیق با مطالعات انجام شده قبلی در این است که از شش ویژگی کیفی سود که برخی از آنها قبلاً بررسی نشده، برای مقایسه بازده پرتفوی سهام استفاده شده است.

۳. توسعه فرضیه‌ها و مدل مفهومی

این تحقیق به دنبال یافتن پاسخ برای این سوال است که آیا کیفیت سود بر بازده پرتفوی سهام تأثیر دارد؟ به همین منظور شش فرضیه به شرح زیر تدوین یافته است:

۱. بازده پرتفوی شرکت‌های با سطح بالای پایداری سود، بیشتر از بازده پرتفوی شرکت‌های دارای سطح پایین پایداری سود است؛

۲. بازده پرتفوی شرکت‌های با سطح بالای قابلیت پیش‌بینی سود، بیشتر از بازده پرتفوی شرکت‌های دارای سطح پایین قابلیت پیش‌بینی سود است؛

۳. بازده پرتفوی شرکت‌های با سطح بالای ضریب واکنش سود، بیشتر از بازده پرتفوی شرکت‌های دارای سطح پایین ضریب واکنش سود است؛

۴. بازده پرتفوی شرکت‌های با سطح بالای ضریب واکنش تعدیل شده سود، بیشتر از بازده پرتفوی شرکت‌های دارای سطح پایین ضریب واکنش تعدیل شده سود است؛

۵. بازده پرتفوی شرکت‌های با سطح بالای مربوط بودن سود به ارزش سهام، بیشتر از بازده پرتفوی شرکت‌های دارای سطح پایین مربوط بودن سود به ارزش سهام است؛
۶. بازده پرتفوی شرکت‌های با سطح بالای به‌موقع بودن سود، بیشتر از بازده پرتفوی شرکت‌های دارای سطح پایین به‌موقع بودن سود است.

۴. روش‌شناسی

تحقیق حاضر از شاخه تحقیقات کاربردی و نوع پس‌رویدادی است که براساس اطلاعات واقعی بازار سهام انجام شده است. جامعه آماری مورد مطالعه در تحقیق حاضر، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره ده ساله بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ است. نمونه تحقیق با اعمال محدودیت‌های زیر انتخاب شده‌اند:

- شرکت‌ها باید قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند؛
- شرکت‌های مالی شامل بانک‌ها و کلیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ‌ها و مؤسسات مالی که ساختار سرمایه آنها متفاوت است و در برخی از روش‌های حسابداری هم با سایر شرکت‌ها تفاوت دارند، از نمونه حذف شدند تا تحلیل دقیق‌تری انجام شود؛
- پایان سال مالی شرکت‌های نمونه باید پایان اسفند باشد؛
- به دلیل اینکه این تحقیق ویژگی‌های کیفی سود را بررسی می‌کند شرکت‌ها نباید در طول هیچ یک از سال‌های مورد بررسی زیان‌ده باشند؛
- سهام شرکت‌های نمونه نباید وقفه معاملاتی بیشتر از چهار ماه نداشته باشد.

از بین کلیه شرکت‌های فعال در بورس، ۶۹ شرکت حائز شرایط بالا بودند که به‌عنوان نمونه انتخاب شدند. برای تجزیه و تحلیل اطلاعات، ابتدا متغیرهای توضیحی با استفاده از مدل‌های رگرسیونی سری زمانی، بدست آمده و سپس با استفاده از آزمون مقایسه میانگین‌ها به بررسی فرضیه‌های تحقیق پرداخته شد.

متغیرهای تحقیق

- **متغیر وابسته.** با فرض اینکه سرمایه‌گذار در تمامی افزایش سرمایه‌های شرکت، از محل آورده نقدی و مطالبات حضور داشته و مبالغ پذیرهنویسی حق تقدم را واریز کرده باشد، بازده از طریق رابطه (۱) محاسبه می‌شود.

$$Ret_{j,n} = (P_{j,n} - P_{j,n-1} + Div_{j,n} + SR_{j,n} + SD_{j,n}) / (P_{j,n-1} + (C_j * X_{j,n})) \quad \text{رابطه (۱)}$$

که در این رابطه

$Ret_{j,n}$: بازده سهام شرکت z در ماه n ام است.

$P_{j,n}$: قیمت سهام شرکت z در پایان ماه n ام است.

$P_{j,n-1}$: قیمت سهام شرکت z در پایان ماه $n-1$ ام است.

$Div_{j,n}$: میزان سود تقسیمی که پس از تصویب در مجامع عمومی به هر سهم شرکت z در ماه

n ام تعلق می‌گیرد و حاصل ضرب $DPS_{j,n}$ در سرمایه فعلی، تقسیم بر سرمایه اول دوره است.

$SR_{j,n}$: میزانی از حق تقدم که به نسبت درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات

حال شده در ماه n ام به سهامدار شرکت z تعلق می‌گیرد و حاصل ضرب قیمت حق تقدم در درصد

افزایش سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات حال شده بستانکاران است.

$SD_{j,n}$: میزانی از سهام جایزه که به نسبت درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته در ماه n ام به

سهامدار شرکت z تعلق می‌گیرد و حاصل ضرب قیمت سهام جایزه در درصد افزایش سرمایه از

اندوخته است.

C_j : ارزش اسمی سهام شرکت z است.

$X_{j,n}$: درصد افزایش سرمایه شرکت z در ماه n ام از محل آورده نقدی و مطالبات حال شده

بستانکاران است.

- متغیرهای توضیحی. در این تحقیق ویژگی‌های کیفی سود متغیرهای توضیحی هستند. برای

محاسبه ویژگی‌های پایداری، قابلیت پیش بینی، ضریب واکنش و ضریب واکنش تعدیل شده

سود، از مدل‌های استفاده شده در تحقیق پروتی و ویگن هافر (۲۰۱۱) و برای ویژگی‌های مربوط

بودن سود به ارزش سهام و به موقع بودن سود، از الگوهای به کارگرفته شده در تحقیق جنیفر

فرانسیس^{۲۵} و همکاران (۲۰۰۴) استفاده شده است [۲۲،۲۸]. کلیه مدل‌ها با اطلاعات ده دوره

شرکت‌ها بین سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ برآورد شده است.

۱. **پایداری سود:** پایداری سود میزان پایداری و تکرار پذیری سود جاری در آینده است. پایداری

بودن سود نشان از بالا بودن کیفیت سود است [۲۸]. همچنین می‌توان گفت سودی که ناشی از

فعالیت‌های غیرعادی و غیرمترقبه نباشد از پایداری بیشتری برخوردار است [۸]. ضریب متغیر

توضیحی $NIBE_{j,t-1}$ یعنی مدل (۱) بیانگر این ویژگی است.

$$NIBE_{j,t} = \beta_{j,t-1} + \epsilon_{j,t} \quad (1)$$

هرچه ضریب بدست آمده از این رابطه به عدد یک نزدیک تر باشد پایداری سود بیشتر خواهد بود

و برعکس.

۲. **قابلیت پیش بینی سود:** به توان پیش‌بینی سود از خودش گفته می‌شود [۱۵] و بیانگر این است که سودهای با کیفیت بالاتر برای پیش‌بینی سودهای آتی مفیدتر هستند. مانند شاخص پایداری، بالا بودن این ویژگی نیز بیانگر کیفیت بالای سود است [۲۸]. R^2 مدل (۱) بیانگر این ویژگی است. هرچه R^2 به عدد یک نزدیک تر باشد، قابلیت پیش‌بینی سود بالاتر است.

۳. **ضریب واکنش سود:** ضریب واکنش سود (ERC) که بیانگر واکنش بازار به تغییرات سود هر سهم است یکی از بهترین روش‌های ارزیابی کیفیت سود به‌شمار می‌رود [۱۸]. بتای مدل (۲) بیانگر ضریب واکنش سود است.

$$Ret_{j,t} = \beta_j + N(BE_{j,t}) + \epsilon_{j,t} \quad \text{مدل (۲)}$$

هر چه ضریب بیشتر باشد ریسک بالاتر است و سرمایه‌گذاران نسبت به سود اعلام شده واکنش کمتری نشان می‌دهند [۱].

۴. **ضریب واکنش تعدیل شده سود:** این ویژگی توسط اورت^{۲۶} و ویگن هافر (۲۰۱۰) پیشنهاد شده [۲۸] و براساس رابطه (۲) ارزیابی می‌شود.

$$\text{Adjusted ERC}_j = (ERC_j)^2 \cdot \text{Var}(NIBE_j) \quad \text{رابطه (۲)}$$

برای محاسبه واریانس سود قبل از ارقام غیرمترقبه در رابطه (۲) از اطلاعات سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ استفاده شده است.

۵. **مربوط بودن سود به ارزش سهام:** نحوه محاسبه و گزارش سود باید طوری باشد که به سرمایه‌گذاران در تعیین ارزش شرکت کمک نماید. اصطلاحاً سود باید مربوط به ارزش سهام باشد. ضریب تعیین تعدیل شده با علامت منفی مدل (۳) بیانگر این ویژگی است.

$$Ret_{j,t} = \beta_{1,j} NIBE_{j,t} + \beta_{2,j} NBE_{j,t} + \epsilon_{j,t} \quad \text{مدل (۳)}$$

هرچه R^2 تعدیل شده به عدد یک نزدیک تر باشد بازده سهام تابع بهتری از سود بوده و مربوط بودن سود به ارزش سهام بیشتر است.

۶. **به‌موقع بودن اطلاعات سود:** به‌موقع بودن اطلاعات سود به‌عنوان یک ویژگی کیفی بر این پایه استوار است که سود حسابداری تلاش می‌کند سود اقتصادی را اندازه‌گیری نماید که به‌عنوان

تغییر در ارزش بازار سهام تعریف می‌شود [۲۲]. هرچه اطلاعات، به‌موقع تر و در فواصل زمانی کوتاه‌تر در اختیار استفاده‌کنندگان قرار گیرد، باعث واقعی‌تر شدن برآورد بازده مورد انتظار و کاهش ریسک اطلاعاتی خواهد شد. برای ارزیابی این ویژگی از مدل (۴) استفاده شده است.

$$\text{مدل (۴)} \quad NIBE_{j,t} = \alpha_{j,t} + \beta_{1,j} \text{Neg}_{j,t} + \beta_{2,j} \text{Ret}_{j,t} + \beta_{3,j} \text{Neg}_{j,t} \cdot \text{Ret}_{j,t} + \epsilon_{j,t}$$

R^2 تعدیل شده حاصل از برآورد مدل (۴) با علامت منفی بیانگر این ویژگی است. ارزش‌های بیشتر (کمتر) به دست آمده دلالت بر به موقع بودن کمتر (بیشتر) سود دارد [۲۲].

در مدل‌های به‌کار گرفته شده (۱) تا (۴) متغیرها به‌شرح زیر تعریف شده‌اند:
 $NIBE_{j,t}$: سود قبل از ارقام غیرعادی شرکت ز در سال t که برای همگن شدن بر ارزش بازار سهام ابتدای دوره همان شرکت تقسیم شده است.

$NIBE_{j,t-1}$: سود قبل از ارقام غیرعادی شرکت ز در سال $t-1$ که برای همگن شدن بر ارزش بازار سهام ابتدای دوره همان شرکت تقسیم شده است.

$\text{Ret}_{j,t}$: بازده سالانه شرکت ز در سال t است.

ERC_j : ضریب واکنش سود شرکت ز است.

Adjusted ERC_j : ضریب واکنش تعدیل شده سود شرکت ز است.

$\text{Neg}_{j,t}$: شاخص بازده منفی شرکت ز در سال t است. اگر بازده سالانه منفی باشد این شاخص مساوی یک و در غیر این صورت صفر است.

روش محاسبه متغیرها و آزمون فرضیه‌های تحقیق. در این تحقیق ابتدا با بهره‌گیری از مدل‌های (۱) تا (۴)، هر یک از ویژگی‌های کیفی سود با منطق چرخشی ارزیابی شده است؛ سپس شرکت‌ها براساس کیفیت سود به ده گروه (دهک) تقسیم شدند و میانگین بازده سه دهک بالا، با میانگین بازده سه دهک پایین مقایسه شده تا مشخص شود پرتفوی تشکیل شده از سهام شرکت‌های با کیفیت سود بالاتر، بازده بیشتری دارد یا خیر. بیان آماری آزمون فرضیه‌ها به‌شکل زیر است:

$$H_0: \mu \text{ RP High Attribute}_k \geq \mu \text{ RP Low Attribute}_k$$

$$H_1: \mu \text{ RP High Attribute}_k > \mu \text{ RP Low Attribute}_k$$

$\mu \text{ RP High Attribute}_k$: میانگین بازده پرتفوی ویژگی کیفی k (سه دهک) بالا.

$\mu \text{ RP Low Attribute}_k$: میانگین بازده پرتفوی ویژگی کیفی k (سه دهک) پایین.

پیش از آزمون مقایسه میانگین دو جامعه، برابری واریانس آنها بررسی شده است.

۵. تحلیل داده‌ها

یافته‌های تحقیق. جدول ۱ خلاصه کمیته‌های آماری متغیرهای تحقیق را منعکس کرده است. به‌منظور افزایش قابلیت اتکا نتایج تحقیق، نرمال بودن متغیر وابسته مورد بررسی قرار گرفته است. سطح اهمیت آزمون کالموگروف - اسمیرنوف برابر با ۰/۵۴۳ است که نشان می‌دهد فرضیه صفر که نرمال بودن متغیر وابسته را تأیید می‌کند در سطح خطای ۵٪ رد نمی‌شود. بنابراین متغیر وابسته دارای توزیع نرمال است. قابل ذکر است چون شاخص‌های مربوط بودن سود به ارزش سهام و به‌موقع بودن اطلاعات سود، ضریب تعیین تعدیل شده مدل‌های (۳) و (۴) با علامت منفی است کمیته‌های آماری میانگین و میانه آن‌ها نیز اعداد منفی را نشان می‌دهند.

جدول ۱. آمار توصیفی داده‌های تحقیق

کمیته آماری متغیر						
میانگین	میانه	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی	حد بالا	حد پایین
۰/۱۶	-۰/۱	-۰/۵	۱/۱۴	۹/۱۴	۲/۵۹	-۱/۶۷
۰/۱۸	-۰/۱۶	-۰/۱۱	۱/۱۱	۱/۴۶	۰/۵۶	-۰/۲
۳/۲۲	۲/۹۹	۱/۸۸	-۰/۶۹	۰/۳۱	۸/۷۱	-۰/۴۹
۰/۲۹	-۰/۱۷	-۰/۴۶	۳/۲۳	۱۱/۸۲	۲/۳۹	-۰/۱
-۰/۴۱	-۰/۳۶	-۰/۲۹	-۰/۱۴	-۰/۴۵	۰/۳۱	-۰/۹۴
-۰/۳۵	-۰/۴۴	-۰/۳۵	-۰/۸۷	-۰/۹	۰/۷۷	-۰/۹۳
۰/۳۴	-۰/۳۲	-۰/۲۳	-۰/۴۷	-۰/۱۱	۰/۹۴	-۰/۰۶
کمیته آماری براساس						
سه دهک اول	سه دهک چهارم	سه دهک اول	سه دهک چهارم	سه دهک اول	سه دهک اول	سه دهک چهارم
۰/۳۶	-۰/۳۲	-۰/۲۷	-۰/۱۹	-۰/۹۴	-۰/۲	-۰/۰۵
۰/۳۴	-۰/۴۲	-۰/۲۳	-۰/۲۲	-۰/۸۲	-۰/۲	-۰/۰۴
۰/۳	-۰/۳۴	-۰/۲۳	-۰/۲۲	-۰/۹۴	-۰/۰۶	-۰/۰۵
۰/۴۲	-۰/۲۹	-۰/۲۶	-۰/۲۱	-۰/۹۴	-۰/۰۶	-۰/۰۵
-۰/۲۸	-۰/۴	-۰/۱۷	-۰/۲۴	-۰/۵۹	-۰/۲	-۰/۰۴
-۰/۳۲	-۰/۴	-۰/۲۳	-۰/۲۴	-۰/۸۲	-۰/۰۵	-۰/۰۳

نتایج آزمون فرضیه اول . نتیجه آزمون فرضیه اول در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲: آزمون پایداری سود و بازده

$H_0: \mu \text{ RP High Persistence} \leq \mu \text{ RP Low Persistence}$					
$H_1: \mu \text{ RP High Persistence} > \mu \text{ RP Low Persistence}$					
حد پایین	حد بالا	سطح معنی داری	آماره t	درجه آزادی	آماره F
-۰/۱۱	۰/۱۹	۰/۵۸	۰/۵۵	۳۸	۲/۴۲

همان‌طور که مشاهده می‌شود سطح معناداری مربوط به آماره F بیشتر از ۰/۰۵ است. در نتیجه فرض برابری واریانس‌ها پذیرفته می‌شود. بنابراین نتایج آزمون تساوی میانگین دو جامعه با فرض تساوی واریانس در نظر گرفته می‌شود. علاوه بر این سطح معناداری آزمون تساوی میانگین بیشتر از ۵ درصد است (۰/۵۸). پس H_0 با ۹۵ درصد اطمینان پذیرفته می‌شود یعنی پرتفوی تشکیل شده از سهام با سطح پایداری سود بالا نسبت به سطح پایداری سود پایین، بازده بالاتری ندارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم . نتیجه آزمون فرضیه دوم در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳: آزمون قابلیت پیش‌بینی سود و بازده

$H_0: \mu \text{ RP High Predictability} \leq \mu \text{ RP Low Predictability}$					
$H_1: \mu \text{ RP High Predictability} > \mu \text{ RP Low Predictability}$					
حد پایین	حد بالا	سطح معنی داری	آماره t	درجه آزادی	آماره F
-۰/۲۳	۰/۵۹	۰/۲۴	-۱/۲	۳۸	۰/۱۳

براساس آماره F نتیجه فرض برابری واریانس‌ها پذیرفته می‌شود. همچنین سطح معناداری آزمون تساوی میانگین بیشتر از ۵ درصد است (۰/۲۴). پس H_0 با ۹۵ درصد اطمینان پذیرفته شده و در نتیجه فرضیه دوم تحقیق نیز رد می‌شود یعنی بازده پرتفوی تشکیل شده از سهام با سطح قابلیت پیش‌بینی سود بالا نسبت به سطح قابلیت پیش‌بینی سود پایین، تفاوتی ندارد.

نتایج آزمون فرضیه سوم. نتیجه آزمون فرضیه سوم در جدول (۴) ارائه شده است. همانند نتایج دو فرضیه قبلی، سطح معناداری مربوط به آماره F در این فرضیه نیز بیشتر از ۰/۰۵ است. در نتیجه فرض برابری واریانس‌ها پذیرفته می‌شود. بنابراین نتایج آزمون تساوی میانگین دو جامعه با فرض تساوی واریانس در نظر گرفته می‌شود. همچنین با توجه به سطح معناداری بدست

آمده می‌توان نتیجه گرفت تفاوتی در بازده پرتفوی تشکیل شده از سهام با سطح ضریب پاسخ سود بالا نسبت به سطح ضریب پاسخ سود پایین، مشاهده نمی‌شود.

جدول ۴. آزمون ضریب پاسخ سود و بازده

$H_0: \mu \text{ RP High ERC} \leq \mu \text{ RP Low ERC}$					
$H_1: \mu \text{ RP High ERC} > \mu \text{ RP Low ERC}$					
حد پایین	حد بالا	سطح معنی داری	آماره t	درجه آزادی	آماره F
۰/۱	-۰/۱۸	۰/۱۳	-۰/۵۸	۳۸	۰/۰۵۵

نتایج آزمون فرضیه چهارم. نتیجه آزمون فرضیه چهارم در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵. آزمون ضریب پاسخ تعدیل شده سود و بازده

$H_0: \mu \text{ RP High Adjusted ERC} \leq \mu \text{ RP Low Adjusted ERC}$					
$H_1: \mu \text{ RP High Adjusted ERC} > \mu \text{ RP Low Adjusted ERC}$					
حد پایین	حد بالا	سطح معنی داری	آماره t	درجه آزادی	آماره F
-۰/۰۲	۰/۲۹	۰/۰۸	۱/۷۸	۳۸	۱

براساس نتایج بدست آمده فرض برابری واریانس‌ها پذیرفته می‌شود. سطح معناداری بدست آمده این آزمون کمی بیشتر از ۵ درصد است (۰/۰۸). پس H_0 با ۹۵ درصد اطمینان پذیرفته شده و در نتیجه فرضیه چهارم تحقیق نیز رد می‌شود یعنی پرتفوی تشکیل شده از سهام با سطح ضریب پاسخ تعدیل شده سود بالا نسبت به سطح ضریب پاسخ تعدیل شده سود پایین، بازده بالاتری ندارد. البته این فرضیه در سطح خطای ۸ درصد تأیید می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه پنجم. نتیجه آزمون فرضیه پنجم در جدول (۶) ارائه شده است.

جدول ۶. آزمون مربوط بودن سود به ارزش سهام و بازده

$H_0: \mu \text{ RP High Relevance} \leq \mu \text{ RP Low Relevance}$					
$H_1: \mu \text{ RP High Relevance} > \mu \text{ RP Low Relevance}$					
حد پایین	حد بالا	سطح معنی داری	آماره t	درجه آزادی	آماره F
۰/۰۱	-۰/۲۵	۰/۰۷	-۱/۸۲	۳۸	۰/۶۱

نتایج این آزمون به نتایج آزمون فرضیه چهارم نزدیک و فرض برابری واریانس‌ها نیز پذیرفته می‌شود. همچنین سطح معناداری، ۷ درصد است یعنی تفاوت بازده پرتفوی تشکیل شده از سهام

با سطح مربوط بودن سود به ارزش سهام بالا نسبت به سطح مربوط بودن سود به ارزش سهام پایین، در سطح ۷ درصد معنادار است.

نتایج آزمون فرضیه ششم. نتیجه آزمون فرضیه ششم در جدول ۷ ارائه شده است.

جدول ۷. آزمون به موقع بودن سود و بازده

$H_0: \mu \text{ RP High Timeliness} \leq \mu \text{ RP Low Timeliness}$		$H_1: \mu \text{ RP High Timeliness} > \mu \text{ RP Low Timeliness}$	
حد پایین	حد بالا	سطح معنی داری	آماره t
۰/۰۷	-۰/۲۳	۰/۲۸	-۱/۰۸
درجه آزادی	آماره F	درجه آزادی	آماره F
۳۸	۰/۱۱	۳۸	۰/۱۱

همانند نتایج فرضیه‌های قبلی تحقیق، فرض تساوی واریانس‌ها پذیرفته می‌شود. علاوه بر این سطح معناداری آزمون تساوی میانگین بیشتر از ۵ درصد است (۰/۲۸). پس H_0 با ۹۵ درصد اطمینان پذیرفته می‌شود یعنی بین بازده پرتفوی تشکیل شده از سهام با سطح به موقع بودن سود بالا نسبت به سطح به موقع بودن سود پایین، تفاوتی وجود ندارد.

۶. بحث و نتیجه گیری

سودی که پایدار است ریسک کمتری دارد و سرمایه‌گذاران، که اغلب به طور ذاتی ریسک‌گریزند به دنبال سود پایدار هستند. همچنین اگر سرمایه‌گذار نتواند سود آتی را پیش‌بینی کند، سرمایه‌گذاری پرریسکی داشته است و شرکتی که سودهای آتی آن قابلیت پیش‌بینی بالاتری داشته باشد، سهامش از دیدگاه سهامداران مطلوب‌تر است. از طرف دیگر وقتی شرکتی عملکرد خوبی دارد بدیهی است که ارزش آن شرکت و بازده سرمایه‌گذاری روی سهام آن بالا می‌رود و اصطلاحاً بازده به میزان سود واکنش نشان می‌دهد و با همین تحلیل می‌توان گفت سود باید به ارزش سهام مربوط باشد. در ضمن اگر اطلاعات مربوط به سود به موقع باشد سرمایه‌گذار می‌تواند بهتر تصمیم‌گیری نماید و ریسک سرمایه‌گذاری‌اش کاهش می‌یابد. به طور کلی انتظار می‌رود کیفیت سود بالا از نظر سرمایه‌گذاران، مطلوب بوده و با کاهش ریسک اطلاعاتی، بازده مورد انتظار آنها را کاهش دهد. ولی در ایران نقش تحلیل گران کم رنگ است و سرمایه‌گذاران از کیفیت سود آگاه نیستند بنابراین انتظار نمی‌رود کیفیت سود بالا یا کیفیت سود پایین شرکت‌ها بر بازده مورد انتظار آنها تأثیر بگذارد. در این تحقیق نیز تأثیر ویژگی‌های کیفی سود بر بازده سبد سهام مورد تأیید قرار نگرفت یعنی سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه با تشکیل سبد سهام، از سهام با کیفیت سود بالاتر بازده بالاتری کسب نمی‌کنند.

نتایج این تحقیق با یافته‌های برخی تحقیقات تقریباً مشابه نظیر قائمی و همکاران (۱۳۸۲)، خواجوی و ناظمی (۱۳۸۴) و همچنین حقیقت و پناهی (۱۳۹۰) مطابقت دارد ولی با یافته‌های برخی دیگر نظیر پروتی و ویگن هافر (۲۰۱۱)، ایزدی نیا و نظرزاده (۱۳۸۸) و همچنین دستگیر و رستگار (۱۳۹۰) مطابقت ندارد [۱۴، ۸، ۷، ۲۸، ۴، ۱۰].

محدودیت‌ها. بازده شاخص بازار سهام در سال ۱۳۸۹ نسبت به سال‌های دیگر زیاد بوده (حدود ۸۵٪) و این موضوع، بازده برخی شرکت‌هایی که بتای آنها کمتر از صفر بود را منفی کرد. به همین دلیل این شرکت‌ها نیز از نمونه‌ها حذف شدند. بازده، تابع قیمت سهام است. نوسانات شدید قیمت سهام و همچنین وقفه معاملاتی آن در دوره مورد بررسی ممکن است بر نتایج تحقیق تأثیر بگذارد.

پیشنهادها. خلاصه عناوین پیشنهاد برای تحقیقات آینده به شرح زیر است:

- شناسایی موانع به کارگیری کیفیت سود توسط سرمایه‌گذاران؛
- شناسایی دلایل عدم توجه حسابرسان به کیفیت سود؛
- فراهم کردن زمینه افشای کیفیت سود توسط شرکت‌ها.

منابع

۱. اسکات، ویلیام رابرت (۱۹۳۱)، "تئوری حسابداری مالی"، محسن مام بیگی، تهران، انتشارات مؤسسه عالی آموزش و پژوهش مدیریت و برنامه‌ریزی.
۲. اسلامی بیدگلی، غلامرضا و علیرضا سارنج (۱۳۸۷). "انتخاب پرتفوی با استفاده از سه معیار میانگین بازدهی، انحراف معیار بازدهی و نقدشوندگی در بورس اوراق بهادار تهران" بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۵ (شماره ۵۳)، صص ۱۶-۳.
۳. اکبری مقدم، بیت‌اله، رضایی، فرزین و علی نوروزی (۱۳۸۸). "مقایسه قدرت پیش‌بینی برای مدل‌های فاما و فرنچ و ارزش بتا و بازده مورد انتظار" مدل‌های اقتصادی، سال سوم (شماره ۱)، شماره پیاپی ۷، صص ۷۶-۵۵.
۴. ایزدی نیا، ناصر و سید یاسر نظرزاده (۱۳۸۸). "بررسی ارتباط کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" توسعه سرمایه، سال دوم (شماره ۳)، صص ۱۱۰-۸۷.
۵. تیموری، هادی (۱۳۸۶)، بررسی عوامل مؤثر بر ریسک و بازده سرمایه‌گذاری در محصولات مالی، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه اصفهان.
۶. جونز، چارلز پارکر (۱۹۴۳)، "مدیریت سرمایه‌گذاری"، رضا تهرانی و عسگر نوربخش، تهران، انتشارات نگاه دانش.
۷. حقیقت، حمید و مهدی پناهی (۱۳۹۰). "بررسی رابطه بین کیفیت سود و بازده آینده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" دانش حسابداری، سال دوم (شماره ۵)، صص ۵۰-۳۱.
۸. خواجهی، شکرالله و امین ناظمی (۱۳۸۴). "بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران" بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۲ (شماره ۲)، صص ۶۰-۳۷.
۹. خوش‌طینت، محسن و شاهپور اسماعیلی (۱۳۸۵). "بررسی رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام" فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۱۲ و ۱۳، صص ۵۶-۲۷.
۱۰. دستگیر، محسن و مجید رستگار (۱۳۹۰). "بررسی رابطه بین کیفیت سود (پایداری سود)، اندازه اقلام تعهدی و بازده سهام با کیفیت اقلام تعهدی" پژوهش‌های حسابداری مالی، سال سوم (شماره ۱)، شماره پیاپی ۷، صص ۲۰-۱.
۱۱. سدیدی، مهدی، ثقفی، علی و شاهین احمدی (۱۳۹۰). "محافظه‌کاری حسابداری و تأثیر کیفیت سود بر بازده دارایی‌ها و بازده سهام" دانش حسابداری، سال دوم (شماره ۶)، ص ۱۲۹.
۱۲. طالب نیا، قدرت‌اله و فاطمه احمدی نظام‌آبادی (۱۳۸۹). "بررسی قدرت پیش‌بینی مدل سه‌عاملی فاما و فرنچ و مدل ارزش در معرض خطر در انتخاب پرتفوی بهینه سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" حسابداری مدیریت، سال سوم (شماره ۶)، صص ۶۲-۴۹.

۱۳. علوی طبری، سید حسین، مجتهدزاده، ویدا، امیری سلیمانی، غلامرضا و یلدا عاملی (۱۳۸۸). "رابطه کیفیت سود و سود تقسیمی در شرکت ای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۶ (شماره ۵۶)، صص ۹۳-۱۰۶.
۱۴. قائمی، محمدحسین، قیطاسوند، محمود و محمود توجکی (۱۳۸۲). "تاثیر هموارسازی سود بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۰ (شماره ۳)، صص ۱۵۰-۱۳۱.
۱۵. کردستانی، غلامرضا و ضیاء الدین مجدی (۱۳۸۶). "بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی" بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۴ (شماره ۲)، صص ۸۵-۱۰۴.
۱۶. مجتهدزاده، ویدا و مریم طارمی (۱۳۸۵). "آزمون مدل سه عاملی فاما و فرنچ در بورس اوراق بهادار تهران جهت پیش بینی بازده سهام" پیام مدیریت، شماره ۱۷ و ۱۸، صص ۱۳۲-۱۰۹.
۱۷. هامپتون، جان و همکاران (۱۹۴۲)، "تصمیم‌گیری در مسائل مالی"، حمیدرضا وکیلی فرد، تهران، انتشارات جنگل.

18. Barua, A. (2006). Using the FASB s Qualitative Characteristics in Earning Quality Measu. *ProQuest Information and Learning Company, UMI Number: 320814*.
19. Dehghani, P., & Loo, S. L. (2011). The Impact of the Special Dividend Announcement on the Stock Return: The Case of Malaysia. *Journal of International Business Research, Vol. 10, No. 1, pp. 77-95, 2011*
20. Fama, E. F., & French, K. R. (1993). Common Risk Factors in the Returns of Stocks AndBonds. *Journal of Financial Economics 33, 3-56*.
21. Fama, E. F., & French, K. R. (2006). Profitability, Investment, and Average Returns. *Journal of Financial Economics 82 (2006) 491° 518*
22. Francis, J., Lafoad, R., Olsson, P. M., & Schipper, K. (2004). Cost of Equity and Earning Attributes. *The Accounting Review 79: 967-1010*
23. Garsia, L., Osmá, B. G., & Penalva, F. (2006). Cost of Equity and Accounting Conservatism. *IESE Business School, University of Navarra*
24. Iliev, P. (2010). The Effect of SOX Section 404: Costs, Earnings Quality and Stock Prices. *Journal of Finance forthcoming*,
25. Lam, S. K., Li, F. K., & So, S. M. S. (2009). On the Validity of the Augmented Fama-French Four-Factor Model. *International Journal of Financial Economics and Econometrics, Vol. 1, No. 2, pp. 79-88*
26. Ogneva, M. (2008). Accrual Quality and Expected Returns: The Importance of Controlling for Cash Flow Shocks. *Working Paper, Stanford University*
27. Penman, S. H., & Zhang, X. J. (2002). Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns. *The accounting review vol. 77. No.2, pp. 237-264*.
28. Perotti, P., & Wagenhofer, A. (2011). Earning Guality Measures and Excess Returns. *Working paper, Graz University*

29. Vasilakis, C., & Samitas, A. (2011). Liquidity, Volume and Dividend Yields in Stock Return Data: Evidence from London Stock Exchange. *International Journal of Financial Economics and Econometrics*, Vol. 1, No. 2, pp. 79-88.

