

بازده سهام و تغییرات نامنتظره سود: سطح بازار در مقایسه با سطح شرکت

محمدحسین قائمی*، آیدین کیانی**

تاریخ دریافت: ۱۸/۱۱/۹۱

تاریخ پذیرش: ۱۸/۰۳/۹۲

چکیده

هدف این پژوهش بررسی واکنش رفتاری سرمایه‌گذاران نسبت به اخبار سودهای فصلی گزارش شده توسط سیستم حسابداری در سطح کل بازار است. با استفاده از ۲۸۷۷ شرکت-فصل در بازه‌ی زمانی ۶ ماهه اول سال ۱۳۸۴ تا ۶ ماهه اول سال ۱۳۹۰، الگوی رفتاری شاخص کل بازار نسبت به تغییرات سودهای فصلی را مورد مطالعه قرار دادیم تا واکنش قیمت سهام نسبت به انتشار اخبار مربوط به تغییرات سودهای فصلی در سطح کل بازار، مورد آزمون قرار گیرد. نتایج نشان داد که بین بازده فصلی بازار و تغییرات سود رابطه معنادار وجود ندارد و اخبار تجمیعی حاصل از اعلان‌های فصلی سود توسط شرکت‌ها باعث واکنش معنادار شاخص کل بازار نمی‌گردد. برخلاف نتایج بدست آمده در سطح بازار، بررسی رفتار قیمت در سطح شرکت‌ها نشان دهنده وجود رابطه مثبت و معنادار بین بازده فصلی سهام و اخبار سود است. به بیان دیگر واکنش قیمت سهام شرکت‌ها نسبت به اخبار سود فصلی، مثبت و معنادار است. همچنین با وجود این که در سطح شرکتی، قیمت سهام نسبت به اعلان سود فصلی دچار کم و اکنشی است، چنین رفتاری در سطح کل بازار مشاهده نگردید. این نتایج تأییدی بر ارتباط ارزشی سودهای فصلی حسابداری است.

واژه‌های کلیدی: تغییرات نامنتظره سود، رفتار قیمت، واکنش بازار، سود فصلی

طبقه‌بندی موضوعی: C12, G14, G12, G02

*دانشیار گروه حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، (Ghaemi_d@yahoo.com)

**دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) (نویسنده مسئول)،

(Aidinkiani777@yahoo.com)

مقدمه

مطابق با نظریه بازار کارا، تمام اطلاعات موجود به سرعت توسط بازار جذب شده و تأثیر آن در قیمت اوراق بهادار بازتاب می‌یابد. از جمله متغیرهای تأثیرگذار در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، سود حسابداری است که توسط شرکت‌ها اعلام می‌شود. با توجه به الزام ارائه گزارش‌های مالی میان دوره‌ای و انتشار آن جهت استفاده‌ی ذینفعان و واکنش بازار از طریق رفتار غیرعادی سهام در طی روزهای پیرامون رویداد، بررسی‌هایی پیرامون تغییرات سودهای فصلی اعلان شده توسط شرکت‌ها و چگونگی تأثیر آن در رفتار قیمت سهام و شاخص بورس مورد توجه برخی از پژوهش‌گران قرار گرفته است. تغییرات عمده و با اهمیت قیمت و حجم معاملات سهام پس از اعلان سودهای حسابداری، اهمیت و سودمندی این اعلانات را در تصمیمات سرمایه‌گذاری نشان می‌دهد.

به عقیده بسیاری از کارشناسان مالی، تغییرات قیمت سهام، تغییر در حجم معاملات و تغییر در بازده غیر عادی اوراق بهادار پیرامون زمان اعلان سود حسابداری، همگی از مربوط بودن سود حسابداری حکایت دارد. استفاده از اطلاعات گزارشگری سودهای فصلی در قالب صورت‌های مالی میان دوره‌ای و بررسی روند تغییرات آن‌ها نسبت به دوره‌های گذشته می‌تواند عاملی برای پیش‌بینی سودهای آتی در مقاطع میان دوره‌ای و نحوه تأثیرگذاری آن بر رفتار قیمت سهام و شاخص بورس اوراق بهادار باشد. سرمایه‌گذاران با توجه به روند تغییرات سودهای فصلی می‌توانند نسبت به استخراج الگوی رفتاری مناسب مبادرت کنند و از نتایج حاصل از آن در تصمیمات سرمایه‌گذاری بهره‌برداری کنند. یکی از راه‌کارهای پیش‌بینی سود حسابداری در نظر گرفتن روند سری‌های زمانی تغییرات و خود همبستگی سودهای فصلی است.

در صورتی که یک تئوری مالی رفتاری، رفتار قیمت سهام را در دو سطح شرکت‌ها و کل بازار و روابط میان متغیرها و وجود پدیده‌ها را توضیح دهد، قابلیت پذیرش بیشتری در مقایسه با حالتی خواهد داشت که آن تئوری تنها رفتار قیمت سهام در سطح شرکت‌ها را توضیح دهد. تئوری‌های مالی رفتاری نظیر بیش‌واکنشی و کم‌واکنشی، در قبال ورود اطلاعات جدید به بازار مطرح هستند. تئوری‌های مزبور تبیین رفتار قیمت سهام در سطح شرکت‌ها را مورد بررسی قرار داده‌اند. و این در حالی است که ممکن است پیش‌بینی‌ها از رفتار قیمت در سطح کل

بازار با آنچه که در سطح شرکت‌ها رخ می‌دهد، مشابه نباشد. بنابراین هدف این مقاله بررسی واکنش بازار سهام نسبت به اخبار حاصل از اعلان‌های فصلی سود در سطح شرکت‌ها و کل بازار به صورت مقایسه‌ای است. بدیهی است در صورت تشابه الگوی رفتاری قیمت سهام در هر دو سطح، اعتبار فرضیه‌های مطرح شده در رابطه با رفتار قیمت پس از اعلان سود افزوده خواهد شد.

پیشینه پژوهش

مربوط بودن اطلاعات حاصل از گزارشگری مالی از مهمترین موضوعات مورد علاقه پژوهش‌گران حسابداری است. در رابطه با واکنش قیمتی بازار نسبت به اعلان‌های سالانه پژوهش‌های بسیاری انجام شده، اما بررسی واکنش در سطح بازار و پاسخ بازار نسبت به این اعلانات در سطح فصلی کمتر مورد توجه قرار گرفته است. استفاده از سری‌های زمانی سودهای فصلی در مقایسه با اطلاعات سالانه توان تبیین بهتری به همراه دارد. به طوری که با استفاده از اطلاعات فصلی می‌توان سودهای سالانه را بهتر و دقیق‌تر پیش‌بینی کرد. کاربرد اصلی الگوهای سری‌های زمانی در حیطه کارایی بازار سرمایه برای بررسی واکنش بازار پس از اعلان سودهای فصلی است (کوئاری، ۲۰۰۱).

پژوهش‌های بسیاری پیرامون تغییرات سود و واکنش بازده سهام نسبت به آن‌ها صورت گرفته است. از جمله می‌توان به بال و براون^۲ (۱۹۶۸)، واتس^۳ (۱۹۷۸)، فاستر^۴ (۱۹۸۴)، و برنارد و توماس^۵ (۱۹۹۰) اشاره کرد. تجارب حاصل نشان می‌دهد تغییرات سود شرکت با تغییرات سود سایر شرکت‌ها همسویی دارد. پژوهش بال و براون (۱۹۶۸) نشان داد، نیمی از تغییرپذیری میانگین سود هر سهم شرکت‌ها بوسیله عوامل اقتصاد کلان توضیح داده می‌شود. همچنین در این پژوهش نشان داده شد که تغییرات قیمت سهام شرکت‌ها و تغییرات سود با یکدیگر رابطه معنادار دارد. در پژوهش واتس (۱۹۷۸)، محتوای اطلاعاتی مربوط به اعلان سودهای فصلی، بر مبنای تفاوت میان سود فصلی واقعی و مورد انتظار است. در این پژوهش نشان داده شده است که در صورتی که بازار کارا باشد، در قیمت سهام، مرتبط با آن اطلاعات تغییرات همزمان رخ خواهد داد. در حالی که در زمان اعلان سود، قیمت تعدیل می‌شود و پس از اعلان سود بازده غیر عادی وجود ندارد. برنارد و توماس (۱۹۹۰) سودهای فصلی شرکت‌ها را طی بازه زمانی ۱۹۷۴ تا ۱۹۸۶ میلادی مطالعه کردند. آن‌ها سهام شرکت‌ها را بر اساس سود غیرمنتظره^۶

طبقه‌بندی و بازده دهک‌های بالا و پائین را برای دو سال آتی بررسی کردند. با بررسی بازده غیرعادی پیرامون زمان اعلان سود، طی سه دوره (فصل) اول، پرتفوی دهک بالا ۸/۱ درصد نسبت به پرتفوی دهک پائین عملکرد بهتری نشان داد. برنارد و توماس (۱۹۹۰) مدلی را ارائه کردند که نشان داد، سرمایه‌گذاران محتوای اطلاعاتی سودهای آتی را که در سودهای اعلان شده زمان حال وجود دارد، درک نمی‌کنند. در واقع برنارد و توماس (۱۹۹۰) چنین اظهار می‌کنند که سرمایه‌گذاران الگوی خودهمبستگی سودهای فصلی را نادیده می‌گیرند و براساس تغییرات سودهای فصلی غیرمنتظره پیش‌بینی‌های دقیقی ندارند. کوتاری و همپژوهان (۲۰۰۶) در زمینه بررسی رابطه سود غیرمنتظره در سطوح شرکت و کل بازار با بازده سهام به بررسی ارتباط بین میزان واکنش بازار سهام از طریق بازده سهام در سطح شرکت و در سطح کل بازار با تغییرات سودهای فصلی در بازارهای سهام نیویورک و آمریکا پرداختند و واکنش بازار سهام نسبت به سودهای فصلی را مورد ارزیابی قرار دادند. نتایج در سطح بازار با نتیجه پژوهش‌ها در سطح شرکت‌ها متفاوت بود. یافته کوتاری و همپژوهان (۲۰۰۶) نشان می‌دهد که بازده پرتفوی بازار با سودهای گذشته ارتباط معناداری ندارد و همچنین بازده بازار با سودهای فصلی که به طور همزمان اعلان می‌شوند، رابطه معکوس دارد. نتایج برخی از پژوهش‌ها از رفتار معکوس بازار نسبت به محتوای اطلاعاتی سودهای تجمیعی (در مقایسه با رفتار قیمت سهام در سطح شرکتی) حکایت دارد. یافته سادکا و سادکا (۲۰۰۹) نشان می‌دهد که بازده پرتفوی بازار با سودهای تجمیعی^۷ گذشته رابطه ندارد. کریدی و گوران (۲۰۱۰) در پژوهش خود به رابطه منفی میان سودهای غیرمنتظره و بازده پرتفوی بازار دست یافتند. تضاد میان ضریب واکنش سود در سطوح شرکت‌ها و کل بازار در پژوهش‌های مختلف مشهود است. محمودی و همپژوهان (۱۳۹۰) به بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به انتشار اطلاعات و اخبار مثبت و منفی سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۸ پرداخته‌اند. در مقاله‌ی مزبور برای اندازه‌گیری واکنش سرمایه‌گذاران از میانگین بازده‌های غیرعادی تجمیعی استفاده گردید. نتایج نشان داد، برای شرکت‌هایی که تغییر مثبت در سود خود گزارش کرده بودند واکنش کمتر از حد مثبت، و برای شرکت‌هایی که تغییر منفی در سود خود گزارش کرده بودند، کم واکنشی منفی وجود دارد. حجازی و دوستیان (۱۳۸۵) به بررسی ارتباط تغییرات سود خالص و جریان‌های نقدی عملیاتی با تغییرات بازده سهام طی سال‌های ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۸ پرداختند. نتایج نشان می‌دهد که تنها سود خالص با

بازده سهام شرکت‌ها همبستگی دارد. نتیجه‌ی مطالعه‌ی نیکبخت و مرادی (۱۳۸۴) حاکی از آن است که در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات منتشره، بیش واکنشی وجود دارد. پژوهش جهانخانی و صفاریان (۱۳۸۲) در مورد محتوای اطلاعاتی سود برآوردی هر سهم بیانگر این است که سود برآوردی هر سهم دارای محتوای اطلاعاتی بوده که منجر به تغییر قیمت و حجم معاملات سهام می‌گردد. در پژوهش قائمی و رحیم پور (۱۳۸۹) تأثیر اعلان سودهای فصلی بر میزان نقدشوندگی سهام مورد بررسی قرار گرفته است مشخص شد نقدشوندگی سهام پس از اعلان سودهای فصلی افزایش قابل ملاحظه‌ای نداشته است. در پژوهش قائمی و همپژوهان (۱۳۹۰) به بررسی عوامل مؤثر بر واکنش بازار نسبت به اعلان سودهای فصلی طی بازه زمانی از سال ۱۳۸۳ تا سه ماهه اول ۱۳۸۶ پرداخته شده و عواملی نظیر زمان انتشار، اندازه شرکت، نوع صنعت، تعداد اعلانات سود و سایر اطلاعاتی‌های شرکت بر روی تعداد ۵۲۳ اعلان سود توسط ۹۴ شرکت مورد مطالعه قرار گرفته است. نحوه‌ی واکنش بازار در شکل تغییرات حجم معاملات و قیمت در ۲۰ روز پیش و ۲۰ روز پس از وقوع رویداد بررسی شده است. یافته‌های پژوهش مزبور نشان داد، هر چه سودهای فصلی زودتر در بازار منتشر شود، محتوای اطلاعاتی بیشتری را به دنبال خواهد داشت. سایر عوامل مانند نوع صنعت و تعداد سایر اطلاعاتی‌های منتشر شده در محدوده رویداد نیز بر محتوای اطلاعاتی سودهای فصلی تأثیر گذار است. همچنین هر چه تعداد اعلان سود توسط شرکت‌ها کمتر باشد، بار اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی کمتر خواهد بود. در پژوهش قائمی و همپژوهان (۱۳۸۹)، به بررسی تأثیر اعلان سودهای فصلی بر عدم تقارن اطلاعاتی بازار پرداخته شده است. پژوهش نشان می‌دهد که اعلان سودهای فصلی با در نظر گرفتن نوع اعلان سودهای فصلی و دوره زمانی گزارش سودهای میان دوره‌ای، باعث کاهش عدم تقارن اطلاعاتی نمی‌گردد.

فرضیه‌های پژوهش

برای بررسی واکنش بازار سهام نسبت به تغییرات نامنتظره سودهای فصلی، در این پژوهش دو فرضیه به شرح زیر طبقه بندی شده اند:

الف) فرضیه مربوط به رفتار قیمت در سطح پرتفوی بازار^۸

فرضیه اول: بین بازده فصلی بازار و تغییرات سودهای فصلی تجمیعی بازار رابطه معنادار وجود دارد.

(ب) فرضیه مربوط به رفتار قیمت در سطح شرکت‌ها^۹

فرضیه دوم: بین بازده فصلی سهام شرکت‌ها و تغییرات سودهای فصلی رابطه معنادار وجود دارد.

روش‌شناسی

روش پژوهش همبستگی است. تمرکز اصلی در این پژوهش، واکنش بازار سهام در سطح شرکت‌ها و پرتفوی بازار نسبت به گزارش‌های مالی میان دوره ای ۹، ۶، ۳ و ۱۲ ماهه توسط شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۶ ماهه اول ۱۳۸۴ تا ۶ ماهه اول ۱۳۹۰ است. داده‌های مورد نیاز پژوهش از طریق نرم افزار ره آورد نوین و پایگاه‌های اینترنتی کدال و بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده است. جهت طبقه‌بندی داده‌ها از نرم افزار اکسل ۲۰۱۰، و به منظور تجزیه و تحلیل آماری داده‌ها از نرم افزار SPSS نسخه ۲۰ استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه آماری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پس از اعمال محدودیت‌های زیر است:

الف) به منظور افزایش قابلیت مقایسه‌ای، شرکت‌هایی که دوره‌ی مالی آن‌ها منتهی به یکی از تاریخ‌های ۳/۳۱، ۶/۳۱، ۹/۳۰ و ۱۲/۲۹ در هر سال نیست، از نمونه خارج شده است.

ب) جهت در نظر گرفتن رفتار قیمت پس از اعلان سودهای فصلی، مواردی که دارای وقفه‌ی معاملاتی طی ۳ ماه پس از اعلان سود هستند، از نمونه خارج شده‌اند.

ج) عدم تغییر دوره مالی شرکت‌ها در طول زمان مورد بررسی.

پس از اعمال کلیه محدودیت‌های بالا، ۲۸۷۷ شرکت-فصل، نمونه نهایی را جهت تجزیه و تحلیل و آزمون فرضیه‌ها تشکیل دادند.

مدل‌های آزمون فرضیه‌ها و نحوه سنجش متغیرها

برای آزمون فرضیه اول از الگوی (۱) به شرح استفاده می‌شود:

$$RM_{t+k} = \alpha + \beta_1(dE/M_{Agg})_t + \beta_2 \ln(vol)_{t+k} + \beta_3 \ln(vol)_{t+k-1} + \beta_4 D_{t+k} + \beta_5 D_{t+k-1} + e_{t+k} \quad (1)$$

RM_{t+k} : بازده پرتفوی بازار در دوره $t+k$ است که به صورت لگاریتم طبیعی شاخص قیمت کل بازار در دوره $t+k$ نسبت به دوره $t+k-1$ محاسبه شده است. رابطه زیر نحوه محاسبه بازده فصلی بازار را نشان می‌دهد:

$$RM_{t+k} = \ln \left(\frac{TEPIX_{t+k}}{TEPIX_{t+k-1}} \right)$$

$(dE/M_{Agg})_t$: تغییرات سود فصلی در سطح بازار از طریق جمع جبری تغییرات سودهای فصلی شرکت‌ها می‌باشد که بر اساس مجموع ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها در زمان $t-4$ همگن شده است. رابطه زیر نحوه اندازه‌گیری تغییرات سود فصلی در سطح بازار را به روش تجمیعی نشان می‌دهد:

$$\left(\frac{dE}{M_{Agg}} \right)_t = \frac{\sum_{i=1}^n (E_{it} - E_{it-4})}{\sum_{i=1}^n (M_{it-4})}$$

$\ln(vol)_{t+k}$: لگاریتم طبیعی حجم (تعدادی) معاملات بازار در فصل $t+k$ به عنوان متغیر کنترلی.

$\ln(vol)_{t+k-1}$: لگاریتم طبیعی حجم (تعدادی) معاملات بازار در فصل $t+k-1$ به عنوان متغیر کنترلی.

D_{t+k} : وضعیت عملکرد بازار در فصل $t+k$ است که در صورت کاهش شاخص کل طی فصل (عملکرد منفی)، مقدار صفر و در صورت افزایش (عملکرد مثبت)، مقدار یک به آن تخصیص می‌یابد.

D_{t+k-1} : وضعیت عملکرد بازار در فصل $t+k-1$ که برای عملکرد منفی، مقدار صفر و برای عملکرد مثبت، مقدار یک به آن تخصیص می‌یابد. این متغیر جنبه کنترلی دارد.

برای آزمون فرضیه دوم از الگوی (۲) به شرح زیر استفاده می‌گردد:

$$R_{i,t+k} = \alpha + \beta(dE/M)_{i,t} + e_{i,t+k} \quad (2)$$

$R_{i,t+k}$: بازده فصلی سهام در سطح شرکتی برای دارایی i در دوره $t+k$ ($k=1$ و 2). رابطه زیر نحوه محاسبه بازده فصلی سهام را نشان می‌دهد. به منظور اندازه‌گیری بازده سهام در سطح شرکت‌ها، در روز پایه مقدار شاخص را برابر عدد ۱۰۰ قرار داده شده و شاخص روزهای بعد را بر اساس قیمت سهام در آن روز، نسبت به قیمت در روز صفر (پایه) محاسبه شده است. منظور از روز پایه، اولین روزی است که اطلاعات قیمت شرکت در بورس اوراق بهادار موجود بوده است. در نهایت با استفاده از شاخص‌های موجود، بازده‌های فصلی سهام در سطح شرکتی اندازه‌گیری شده است.

$$R_{i,t+k} = \ln \left(\frac{\text{Price Index}_{i,t+k}}{\text{Price Index}_{i,t+k-1}} \right)$$

$(dE/M)_{i,t}$: تغییر سود فصلی در سطح شرکتی در فصل t است که بر اساس ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در دوره $t-4$ همگن سازی شده است. رابطه زیر نحوه‌ی اندازه‌گیری متغیر را نشان می‌دهد:

$$(dE/M)_{i,t} = \frac{E_{i,t} - E_{i,t-4}}{M_{i,t-4}}$$

آمار توصیفی متغیرها

نگاره (۱) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح بازار را طی ۲۵ فصل، با در نظر گرفتن وقفه‌های زمانی ($k=1$ و 2) نشان می‌دهد.

پرتال جامع علوم انسانی

نگاره (۱): آمار توصیفی مربوط به سری زمانی متغیرهای سطح بازار با وقفه‌های زمانی (k=۱ و ۲)

متغیر	نماد متغیر	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف استاندارد	ضریب کشیدگی	ضریب چولگی
بازده پرتفوی بازار	RM_{t+1}	۰/۰۳۴	۰/۲۶۳	-۰/۲۸۴	۰/۱۲۱	-۰/۲۵۸	۰/۸۹۷
بازده پرتفوی بازار	RM_{t+2}	۰/۰۳۷	۰/۲۶۳	-۰/۲۸۴	۰/۱۲۱	-۰/۳۲۹	۰/۹۶۹
تغییرات سود بازار	$(dE/M_{Agg})_t$	۰/۰۰۵	۰/۰۷۳	-۰/۰۸۵	۰/۰۳۱	-۰/۶۳۹	۳/۲۴۸
حجم معاملات بازار	$\ln(vol)_t$	۸/۹۷۸	۱۰/۶۹۱	۷/۵۷۴	۰/۸۷۶	۰/۴۲۸	-۱/۰۳۹
حجم معاملات بازار	$\ln(vol)_{t+1}$	۹/۰۲۵	۱۰/۶۹۱	۷/۵۷۴	۰/۸۷۴	۰/۲۸۴	-۱/۱۱۴
حجم معاملات بازار	$\ln(vol)_{t+2}$	۹/۰۹۲	۱۰/۶۹۱	۷/۵۷۴	۰/۸۷۱	۰/۱۱۶	-۱/۱۷۱

مجموع مشاهدات سطح بازار: ۲۵ فصل در بازه زمانی ۶ ماهه اول سال ۱۳۸۴ تا ۶ ماهه اول سال ۱۳۹۰

در نگاره (۲) آمار توصیفی مربوط به متغیرهای سطح شرکت‌ها با در نظر گرفتن شرایط زمانی مختلف (k=۱ و ۲) به شرح زیر ارائه شده است. واکنش بازار نسبت به اعلان سود فصلی با استفاده از بازده فصلی در سطح شرکتی در دو وقفه زمانی مورد بررسی قرار می‌گیرد.

نگاره (۲): آمار توصیفی مربوط به متغیرهای سطح شرکتی با وقفه‌های زمانی (k=۱ و ۲)

متغیر	نماد متغیر	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف استاندارد	ضریب کشیدگی	ضریب چولگی
بازده فصلی سهام	$R_{i,t+1}$	۰/۰۶۱	۱/۷۳۸	-۰/۸۳۳	۰/۲۰۸	۱/۰۹۰	۵/۸۴۴
بازده فصلی سهام	$R_{i,t+2}$	۰/۰۵۳	۱/۷۳۸	-۱/۰۲۹	۰/۲۱۰	۰/۸۵۳	۴/۴۱۷
تغییر سود فصلی	$(dE/M)_{i,t}$	۰/۰۱۲	۱/۰۱۷	-۱/۵۲۸	۰/۱۳۰	-۱/۱۷۶	۲۵/۰۷۰

مجموع مشاهدات سطح شرکتی: ۲۸۷۷ مورد اعلان سود فصلی از طریق گزارشگری مالی میان دوره ای

تغییرات سود فصلی کل بازار و بازدهی آن

طبق فرضیه اول، انتظار می‌رود بین بازده فصلی بازار و تغییرات سودهای فصلی تجمیعی بازار رابطه معنادار وجود داشته باشد. در این حالت تحلیل‌ها در سطح کل بازار انجام می‌شود. در صورت معناداری ضریب واکنش در وقفه‌های (k=۱ و ۲)، فرضیه اول تأیید می‌گردد. نتیجه

حاصل از آزمون فرضیه (۱) به سؤال مطرح شده در زمینه‌ی قابلیت تعمیم تئوری رفتار قیمتی در سطح کل بازار نسبت به اعلان سود فصلی پاسخ خواهد داد. به عبارت دیگر، معناداری ضریب واکنش تغییرات غیرمنتظره سود فصلی در سطح بازار (β_1)، واکنش معنادار بازار نسبت به مجموعه اعلانات سود را نشان می‌دهد.

نگاره (۳): واکنش بازار نسبت به تغییرات سودهای فصلی تجمیعی

$$RM_{t+k} = \alpha + \beta_1(dE/M_{Agg})_t + \beta_2 \ln(vol)_{t+k} + \beta_3 \ln(vol)_{t+k-1} + \beta_4 D_{t+k} + \beta_5 D_{t+k-1} + e_{t+k}$$

آزمون F	آزمون‌های هم خطی			دوربین واتسن (DW)	R^2 تعدیل شده	R^2	ضریب واکنش تغییرات سود فصلی			وقفه زمان ی (k)
	مقدار P	آماره F	VIF				تولراژ س	مقدار P	آماره t	
۰/۰۰۰	۸/۳۰۵	۰/۰۷۹	۰/۹۲۷	۲/۰۰۳	۰/۶۰۳	۰/۶۸۶	۰/۴۵۹	۰/۷۵۵	۰/۳۹۱	۱
۰/۰۰۱	۷/۲۹۹	۰/۰۲۱	۰/۹۷۹	۱/۷۹۴	۰/۵۶۸	۰/۶۵۸	۰/۸۰۶	۰/۲۴۹	-	۲

مجموع مشاهدات سطح بازار: ۲۵ فصل در بازه زمانی ۶ ماهه اول سال ۱۳۸۴ تا ۶ ماهه اول سال ۱۳۹۰

نگاره (۳) نتایج حاصل از تحلیل رگرسیون را برای فرضیه اول نشان می‌دهد. همان‌طور که ملاحظه می‌شود، ضریب β_1 برآوردی، در هیچ یک از وقفه‌های زمانی یک و دو معنادار نیست. بنابراین با توجه به مثبت بودن ضریب واکنش در فصل (۱) ($k=1$) و منفی شدن ضریب واکنش در فصل (۲) ($k=2$)، و عدم معناداری آن‌ها نمی‌توان نظریه‌ی بیش واکنشی نسبت به اعلان سود را در سطح بازار تایید کرد. آماره دوربین واتسن نشان دهنده عدم وجود همبستگی‌های پیاپی باقیمانده‌ها در الگو است.

تغییرات سود فصلی شرکت‌ها و بازدهی آن‌ها

طبق فرضیه دوم انتظار می‌رود بین بازده فصلی سهام شرکت‌ها و تغییرات سودهای فصلی آن‌ها رابطه معنادار وجود داشته باشد. نگاره (۴) نتایج تحلیل رگرسیون به روش داده‌های ترکیبی^۱ را نشان می‌دهد. معناداری ضریب واکنش تغییرات نامنتظره سود در سطح شرکت‌ها (β)، واکنش قیمت سهام را نسبت به اعلان سود فصلی در سطح شرکت‌ها نشان می‌دهد.

نگاره (۴): رفتار قیمت سهام نسبت به تغییرات سودهای فصلی با معیار نسبت dE/M شرکتی

$R_{i,t+k} = \alpha + \beta(dE/M)_{i,t} + e_{i,t+k}$										
آزمون F	آزمون‌های هم خطی			دوربین واتسن (DW)	تعدیل شده R^2	R^2	ضریب واکنش تغییرات سود فصلی			وقفه زمان ی (k)
	مقدار p	آماره F	VIF				تولراندس	مقدار p	آماره t	
۰/۰۰۰	۱۹۷	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۲/۰۴۵	۰/۰۰۷	۰/۰۰۷	۰/۰۰۰	۴/۴۹۴	۰/۱۳۴	۱
۰/۰۰۰	۰۹۸	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰	۱/۹۸۹	۰/۰۰۴	۰/۰۰۴	۰/۰۰۱	۳/۴۷۸	۰/۱۰۵	۲
	۲۰	۱				۰	۰			
	۱۲	۱				۰	۰			

مجموع مشاهدات سطح شرکتی: ۲۸۷۷ مورد اعلان سود فصلی از طریق گزارشگری مالی میان دوره ای

همان طور که نتایج برازش رگرسیون در نگاره (۴) نشان می‌دهد، ضرایب واکنش (β) در فصول ($k=1$) و ($k=2$) مثبت بوده و با توجه به آماره‌های t و سطوح معناداری بدست آمده فرضیه دوم، با درجه اطمینان ۹۹ درصد مورد پذیرش قرار می‌گیرد. آماره‌های دوربین واتسن عدم وجود مشکل خودهمبستگی پسماندهای مدل را به ازای هر یک از مقادیر k نشان می‌دهد. همسویی ضریب واکنش در فصول ($k=1$) و ($k=2$)، استمرار تغییر قیمت در واکنش به انتشار سودهای فصلی را نشان می‌دهد. بنابراین نتایج حاصل از این بخش با واکنش کمتر از حد سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات منتشر شده در بازار به عنوان یک کالای عمومی سازگاری دارد. در صورتی که رفتار مزبور در سطح بازار مشاهده نگردد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

نتیجه کلی یافته‌ها و آزمون فرضیه‌ها در دو سطح پرتفوی بازار و شرکت‌ها نشان می‌دهد که با وجود واکنش مستقیم و معنادار قیمت سهام شرکت‌ها نسبت به تغییرات سودهای فصلی گزارش شده در صورت‌های مالی میان دوره ای ۹، ۶، ۳ و ۱۲ ماهه، این فرضیه را نمی‌توان به سطح پرتفوی بازار بسط و تعمیم داد. شواهد نظیر نتایج بدست آمده در کوتاری و همپژوهان (۲۰۰۶) است. بر خلاف نتایج بدست آمده در سطح بازار، رفتار قیمت در سطح شرکت‌ها، معناداری ضریب واکنش در سطح اطمینان ۹۹ درصد در هر دو فصل ($k=1$) و ($k=2$) را نشان می‌دهد. به عقیده کمپل (۱۹۹۱) هر قدر رابطه میان نرخ تنزیل و تغییرات سود

فصلی بیشتر باشد، ارتباط بازده سهام و تغییرات سود ضعیف تر خواهد شد. بنابراین از دلایل عدم واکنش رفتاری سرمایه گذاران در سطح کل بازار، می تواند وجود رابطه میان تغییرات سود و تغییر در نرخ بازده مورد انتظار باشد، که موجب کاهش ارزش فعلی جریان های نقدی آتی و بازده سهام و به تبع آن تأثیر گذاری معکوس بر ارتباط بازده سهام و تغییرات سود باشد. با توجه به ارائه صورت سود و زیان پیش بینی شده توسط شرکت ها می توان از طریق مقایسه با گزارش مالی ارائه شده در پایان سال مالی قبل، تفاضل سودخالص واقعی گزارش شده و سود خالص مورد انتظار را به عنوان سود غیرمنتظره تلقی و ارتباط بازده سهام و متغیر مزبور را در هر دو سطح بازار و شرکتی آزمون نمود. پیشنهاد می گردد با طبقه بندی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار به صنایع مختلف، به بررسی رابطه بازده سهام و اخبار سود در سطوح سهام منفرد و پرتفوی صنعت پرداخته شود تا رفتار قیمت پس از اعلان سود در هر دو سطح شرکتی و پرتفوی صنعت بررسی شود. علاوه بر آن، پیشنهاد می شود در انتهای هر فصل ابتدا به انتخاب پرتفوی های تصادفی در اندازه های مختلف اقدام، و ارتباط بازده سهام و تغییرات سودهای فصلی اعم از منتظره و نامنتظره، مورد سنجش قرار گیرد.

پی نوشت

- | | |
|---------------------|--------------------------------|
| 1. Kothari | 6. Unexpected Earnings |
| 2. Ball & Brown | 7. Aggregate Earnings |
| 3. Watts | 8. Market Level Price Behavior |
| 4. Foster | 9. Firm Level Price Behavior |
| 5. Bernard & Thomas | 10. Pooled Data |

فهرست منابع

- جهانخانی، امیر و امیر صفاریان. (۱۳۸۲). «واکنش بازار سهام نسبت به اعلان برآوردی سود هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه تحقیقات مالی، شماره ۱۶، صص ۸۱-۶۱.
- حجازی، رضوان و صدیقه دوستیان. (۱۳۸۵). «مقایسه ارتباط تغییرات سود خالص و جریان نقدی عملیاتی با تغییرات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه دانش و پژوهش حسابداری، شماره ۷، صص ۲۴-۳۵.
- محمودی، وحید، سعید شیرکوند و محمود سالاری. (۱۳۹۰). «بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات سود سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار». فصلنامه چشم انداز مدیریت مالی و حسابداری، شماره ۱، صص ۱۳۰-۱۱۵.
- قائمی، محمدحسین، علی بیات و طاهر اسکندرلی. (۱۳۹۰). «بررسی عوامل مؤثر بر محتوای اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی». فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۵، صص ۱۱۵-۱۳۰.
- قائمی، محمدحسین و محمد رحیم پور. (۱۳۸۹). «اعلان سودهای فصلی و نقدشوندگی سهام». فصلنامه پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۴، صص ۱۵۸-۱۴۵.
- قائمی، محمدحسین، رحیم پور، محمد، نوذری، روح اله، روحی، بهزاد. (۱۳۸۹). «اعلان سودهای فصلی و عدم تقارن اطلاعاتی». فصلنامه پیشرفتهای حسابداری، شماره دوم، صص ۵۰-۳۱.
- قائمی، محمدحسین و مریم نظری. (۱۳۹۰). «بررسی زمان انتشار گزارش‌های سود و زیان در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه نظریه‌های نوین حسابداری، شماره اول، صص ۱۶۶-۱۴۷.
- نیکبخت، محمدرضا و مهدی مرادی. (۱۳۸۴). «ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۱۲، صص ۱۲۲-۹۷.
- Ball, R. , Brown, P. ,(1968). "An empirical evaluation of accounting income numbers", *Journal of Accounting Research* 6:159° 178.
- Bernard, V. , Thomas, J. ,(1990). "Evidence that stock prices do not fully reflect the implications of current earnings for future earnings", *Journal of Accounting and Economics* 13:305° 340.
- Campbell, J. ,(1991). "A variance decomposition for stock returns". *Economic Journal* 101: 157-179.
- Cready,W. ,Gurun,U. ,(2010). "Market return and aggregate earnings news", *Journal of Accounting Research* 48: 289° 334.
- Foster, G. , Olsen, C. , Shevlin, T. ,(1984). "Earnings releases, anomalies, and the behavior of security returns", *Accounting Review* 59: 574° 603.

- Kothari, S. P., Lewellen, J., Warner, J. B., (2006). "Stock returns, aggregate earnings surprises, and behavioral finance", *Journal of Financial Economics* 79:537-568.
- Sadka, G., Sadka, R., (2009). "Predictability and the earnings-returns relation", *Journal of Financial Economics* 94:87° 106.
- Watts, R., (1978). "Systematic abnormal returns after quarterly earnings announcements", *Journal of Financial Economics* 6:127° 150.

