



ارائه مدلی از واکنش سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به رفتار سودهای واقعی و پیش‌بینی شده فصلی

سیما نوروزی^۱

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بندرعباس

دکتر محمد حسین رنجبر^۲

استادیار گروه مدیریت، دانشکده علوم انسانی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد بندرعباس

دکتر جهانبخش اسدنیآ

دانش آموخته دکتری حسابداری

(تاریخ دریافت: ۶ شهریور ۱۳۹۸؛ تاریخ پذیرش: ۲ بهمن ۱۳۹۸)

ارزش اصلی سود به افشای اطلاعاتی بستگی دارد که توسط منابع دیگر افشا نشده و محتوای اطلاعاتی سود و ارزشمندی آن فقط وابسته به مقدار اطلاعاتی که در اختیار بازار می‌گذارد نیست. بلکه به زمان افشا، تأخیر و تعجیل در افشای اخبار خوب و بد می‌باشد که سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان براساس آن واکنش و اقدام می‌نمایند. به همین منظور در این پژوهش سعی شده تا بر اساس ۴ حالت مختلف مسیر انتظاراتی سود، که در هر کدام از آنها اخبار متفاوتی بیان می‌شود، آزمون فرضیات انجام گیرد. برای این کار، داده‌های مربوط به تعداد ۱۲۰ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از الگوی رگرسیونی داده‌های ترکیبی برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۶ مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفتند. نتایج نشان می‌دهند که می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی ایجاد شده در خصوص سود شرکت‌ها حرکت پیش‌بینی سود و بازده غیر عادی سهام را پیش‌بینی کرد. اما نمی‌توان محتوای اطلاعاتی سودهای فصلی را مدل‌سازی نمود. همچنین رفتار اعتباردهندگان را زمانی که استمرار خبر خوب و عدم استمرار خبر خوب داشته باشیم نمی‌توانیم مدل‌سازی کنیم اما زمانی که استمرار اخبار بد و عدم استمرار اخبار بد داشته باشیم می‌توانیم با استفاده از ریسک اعتباری رفتار اعتباردهندگان را مدل‌سازی نماییم.

¹ sima_na3@yahoo.com

² mhranjbar54@gmail.com

³ jahan_asadnia@yahoo.com

واژه‌های کلیدی: پیش بینی سود، مسیر انتظاراتی سود، تغییرات سود آتی، سود غیرمنتظره، تعدیل سود پیش بینی شده.



مقدمه

بیور (۱۹۶۸) در مورد محتوای اطلاعاتی سود معتقد است که اگر گزارش سود شرکت منجر به تغییر در ارزیابی سرمایه‌گذاران درباره احتمال توزیع بازده آتی (یا قیمت‌ها) بشود، سود دارای محتوای اطلاعاتی بوده و ارزشمند است. بنابراین اگر سود دارای محتوای اطلاعاتی باشد این محتوای اطلاعاتی سبب تغییر در مقدار و نحوه نگهداری از سهام شرکت در پرتفوی سرمایه‌گذاران خواهد شد چرا که سرمایه‌گذاران درباره بازده و ریسک سهام دارای باورهایی هستند. این باورهای پیشین بر پایه اطلاعاتی است که در دسترس همگان است، تا این که سود خالص سال جاری شرکت اعلام شود و در این زمان است که سرمایه‌گذاران در باورها و انتظارات خود تجدید نظر خواهند کرد. حتی اگر این انتظارات و باورها بر پایه اطلاعات یکسان و در دسترس همگان شکل گرفته باشد الزامی به یکسان بودن این باورها به خاطر یکسان بودن اطلاعات وجود ندارد چرا که سرمایه‌گذاران در سطوح مختلفی 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 امکان دارد اگر حسابداران تصمیمات خود را بر این پایه بگذارند که در صورت‌های مالی چه اطلاعاتی بگنجانند که بر آن اساس به واکنش بازار نسبت به اطلاعات توجه نمایند از نظر مالی در وضع بهتری خواهند بود ولی نمی‌توان چنین نتیجه گرفت جامعه الزاماً از نظر مالی در وضعی بهتر قرار خواهد گرفت. اطلاعات، یک کالای بسیار پیچیده است و ارزش خصوصی و اجتماعی آن مانند هم نیست که یکی از دلایل آن هزینه است معمولاً استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی به صورت مستقیم از بابت اطلاعات هیچ مبلغی پرداخت نمی‌کنند در نتیجه امکان دارد برای آنان اطلاعات سودمند شود در حالی که هزینه‌ای که جامعه باید بپردازد تا سودمندی اطلاعات افزایش یابد رقم قابل توجهی است. شاید هیچ موضوعی در ادبیات مالی اخیر بحث برانگیزتر از این سؤال نباشد که آیا سرمایه‌گذاران در تعیین قیمت سهام منطقی عمل می‌کنند یا خیر. نظریه کارایی بازار سرمایه به دو فرض بسیار مهم توجه دارد. اولاً سرمایه‌گذاران در تصمیم‌گیری‌های خود در بازار دارای رفتار منطقی هستند. ثانیاً آنها بر اساس آخرین اطلاعات و اخبار اقدام به خرید و فروش اوراق بهادار می‌کنند و جهت تعیین منصفانه بودن قیمت اوراق بهادار، درایت کافی دارند. فرض منطقی بودن سرمایه‌گذاران مورد انتقاد محققان زیادی قرار گرفته است.

طی دو دهه اخیر، تحقیقات بسیاری وقوع یک پدیده مالی را که اعتبار فرضیه بازارهای کارا را به صورتی جدی به چالش کشانده است، مشاهده کرده‌اند. شواهد بسیاری وجود دارد، مبنی بر این که می‌توان با استفاده از بازده‌های گذشته، بازده‌های آتی را پیش‌بینی کرد. این امر علاوه بر این که مغایر با فرضیه گام تصادفی بازارهای کارا می‌باشد، فرضیه تعیین منطقی قیمت‌های اوراق بهادار را در این بازارها مخدوش می‌سازد. این پدیده، واکنش‌های غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات و اخبار جدید می‌باشد. به عبارت دیگر، سرمایه‌گذاران در این بازارها نسبت به اطلاعات جدید واکنشی بیش از حد و یا کم‌تر از حد مورد انتظار نشان می‌دهند. واکنش‌های بازار سهام به آگهی‌ها و اخبار متفاوت است و در برخی موارد واکنش افراد عقلایی نیست و 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 تعیین می‌کنند. هدف این تحقیق بررسی این موضوع است که دریابیم سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران چگونه از سیگنال‌های اطلاعاتی به‌منظور پیش‌بینی انتظارات سودهای آتی استفاده می‌نمایند. همچنین در این تحقیق به این موضوع پرداخته خواهد شد که آیا مسیر انتظارات سودهای فصلی جاری می‌تواند نشان‌دهنده بازده آتی سهام شرکت باشد یا خیر. در این پژوهش، ابتدا از طریق مطالعه کتابخانه‌ای به‌مرور مبنای نظری پرداخته شده، سپس تحقیقات انجام شده در این زمینه مورد اشاره قرار گرفته شده است. پس از آن به بررسی واکنش سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان به گزارشگری مالی با توجه به اطلاعات مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شود.

پیشینه پژوهش

پیشینه نظری

با مروری بر تاریخچه و ادبیات کهن دانش حسابداری درمی‌یابیم که کمتر مفهوم یا پدیده‌ای، مانند سود مورد بحث و منازعه فراگیر بین تئوریسین‌ها و متفکران حسابداری و طبقات مختلف حرفه حسابداری و مالی قرار گرفته است. محاسبه سود حسابداری به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و یا اطلاعاتی که در محاسبه آن لحاظ می‌شود، توسط حسابداران حرفه‌ای و تحلیل‌گران و مفسران مالی همواره مورد تأکید قرار داشته است. اگرچه مفهوم تعهدی سود به‌عنوان یک ابزار بنیادی با انتقادهایی مواجه است اما از دیدگاه اطلاعاتی، این مفهوم بیانگر نتیجه فعالیت یک شرکت از نظر حسابداری و مالی می‌باشد. دستیابی به اطلاعات از مهم‌ترین مسائل بازار سرمایه به شمار می‌رود. سهامداران به‌منظور دستیابی به اخبار و اطلاعات از منابع مختلفی بهره می‌برند. منابع اطلاعاتی بسته به منشأ انگیزشی خود به‌صورت اجباری و یا اختیاری منتشر می‌گردند. برخلاف فرآیند افشای اجباری که بیشتر تحت تأثیر قوانین و دستورالعمل‌های حسابداری است، افشای اختیاری در اثر عوامل و شرایط مختلفی مانند عدم تقارن اطلاعاتی، اخبار موجود در شرکت، دستمزد و پاداش مدیر، دستخوش تغییر می‌گردد [۳]. 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 به همراه خود دارد. محتوای اطلاعاتی سود در شرایط مختلف مانند وجود اخبار منفی در شرکت، دستخوش تغییر می‌شود [۳]. با کاهش انگیزه مدیر برای افشای اخبار و اطلاعات موجود در شرکت به‌صورت داوطلبانه، این فرآیند گزارشگری سود است که بار بیشتری را برای ارائه اطلاعات به بازار سرمایه به دوش می‌کشد. بنابراین به نظر می‌رسد علی‌رغم تلاش‌های گسترده نهادهای مختلف برای افزایش شفافیت در بازار سرمایه و ارتقای سطح افشای اختیاری اطلاعات، اعلامیه‌های سود، هنوز هم ارزش خود را به‌عنوان یک منبع اطلاعاتی برای سهامداران حفظ کرده‌اند و به دلیل وجود عوامل مختلفی نظیر عدم تقارن اطلاعاتی و اخبار منفی اتکای سهامداران به اعلامیه‌های سود بیش‌تر از پیش نیز شده است. براساس فرضیات بازار کارا و همچنین تحقیقات انجام شده مشاهده می‌شود که سود حسابداری محتوای اطلاعاتی دارد. واقعیت این است که صرفاً اطلاعات منتشر شده در اخبار مالی یا تحقیقاتی بر قیمت سهام

مؤثر نیست. اطلاعات سیاسی، اقتصادی و اجتماعی و نیز قضاوت سرمایه گذارها درباره این اخبار چه صحیح باشند چه غلط بر قیمت سهام مؤثر است. برای آن که بازار کارا شود سرمایه گذارها باید تصور کنند بازار غیرکارا است و می توانند سودی بالاتر از حد متوسط آن کسب کنند. نکته جالب این که استراتژی های سرمایه گذاری که قصد دارند از عدم کارایی بازار سود ببرند عملاً عامل حفظ کارایی بازار هستند. طبق نظریه کارایی بازار، بازار باید بزرگ و نقد باشد. اطلاعات نیز از لحاظ در دسترس بودن و هزینه باید در هر زمان در اختیار سرمایه گذارها باشد. همچنین هزینه معاملات باید کمتر از سود مورد انتظار از سرمایه گذاری باشد و سرمایه گذارها باید منابع مالی کافی در اختیار داشته باشند تا از موارد عدم کارایی تا زمانی که وجود دارند، استفاده کنند و مهم ترین نکته این است که سرمایه گذارها باید معتقد باشند که می توانند سودی بالاتر از متوسط سود بازار کسب کنند. آنچه در بازارهای سرمایه باید مورد توجه قرار گیرد این است که بسیاری از افرادی که اقدام به سرمایه گذاری می کنند، مردم عادی هستند که تنها راه دسترسی آنها به اطلاعات مهم شرکت ها، اطلاعیه هایی می باشد که از جانب شرکت ها منتشر می شود. یک نمونه از این نوع اطلاعیه ها را می توان اعلان سود برآوردی هر سهم دانست که در آن سود پیشنهادی هر سهم از جانب شرکت پیش بینی شده و به اطلاع عموم رسانده می شود. انتظارات افراد تابع پیش بینی های آنها می باشد که گاهی از ناکارآمدی هایی برخوردار است. فهم منبع این ناکارآمدی ها، می تواند کاربردهای مهمی برای مطالعه در زمینه عقلانیت سرمایه گذاران و کارایی بازار داشته باشد.

معمولاً زمانی که اطلاعات تازه ای از وضعیت شرکت ها در بازار منتشر می شود، این اطلاعات از سوی تحلیل گران، سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد و بر مبنای آن، تصمیم گیری نسبت به خرید و یا فروش سهام صورت می پذیرد. این اطلاعات و نحوه واکنش به آنها بر رفتار استفاده کنندگان، به خصوص سهامداران بالفعل و بالقوه تأثیر می گذارد و باعث افزایش و یا کاهش قیمت و حجم مبادلات سهام می شود؛ زیرا نحوه برخورد افراد با اطلاعات جدید، نوسانات قیمت ها را شکل می دهد. بنابراین در صورت انتشار محرمانه و ناهمگون اطلاعات، واکنش های متفاوتی از سوی سرمایه گذاران در بازار سرمایه شکل می گیرد که تحلیل های نادرست و گمراه کننده ای را از وضعیت جاری بازار به همراه خواهد داشت. همه روزه جریان قدرتمند و مداومی از اطلاعات بسیار زیاد به بازار وجود دارد. اگر بازار کارا باشد، به محض دریافت این اطلاعات قیمت اوراق بهادار باید واکنش نشان دهد و تعدیل شود. واکنش معمولاً نمی تواند آنی باشد. ولی فاصله بین دریافت اطلاعات و واکنش قیمت ها باید با روش ها و تکنیک های در دسترس جهت دریافت و پردازش اطلاعات، متناسب باشد. همچنین، واکنش آغازین بازار نسبت به دریافت اطلاعات جدید باید به طور دقیق صورت گیرد و احتیاج به تصحیح بعدی قیمت ها نباشد. واکنش قیمت های بازار نیز باید به دور از تعصب باشد. برخی از بازارهای سرمایه از کارایی لازم برخوردار نیستند. در این بازارها اولاً اطلاعات به وفور و به سرعت در بازار پخش نمی شوند. ثانیاً قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بی تفاوت است و یا ممکن است عکس العمل قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بیشتر از حد مورد انتظار باشد. برخی اوقات ممکن است بازار واکنش کمتری نسبت به یک یا چند رویداد نشان دهد. در این گونه بازارها، تحلیلگران قوی وجود ندارند که اطلاعات را دریافت و درست ارزیابی

کنند و تصمیم بگیرند. بنابراین، قیمت به درستی تعیین نمی‌شود. از این رو سرمایه‌گذار احساس امنیت نمی‌کند؛ زیرا وی اطمینان ندارد، قیمتی را که برای یک ورقه بهادار دریافت یا پرداخت می‌کند عادلانه است. ادبیات موجود نشان دهنده این است که عوامل اصلی و اولیه در خصوص توضیح دهنده واکنش کمتر از واقع بازار به عدم اطمینان‌های ذاتی اطلاعاتی در سیگنال‌های سود برمی‌گردد. به طور خاص این تحقیقات بیان نموده‌اند که سیگنال‌های شناسایی شده غیرمنتظره سود که دارای عدم اطمینان کمتری هستند، بازده‌های پایدار بیشتری را در آینده ایجاد می‌نمایند. به‌علاوه تحقیقات پیشین شواهد قابل قبولی نشان داده سودهای غیرمنتظره مختلف دارای سیگنال‌ها و میزان تأثیرگذاری متفاوتی بر پیش بینی عملکرد آتی شرکت‌ها دارند. بارتوف و همکاران (۲۰۰۲) هنگامی که شرکت‌ها در پیش بینی سودهای خود تعدیل ایجاد می‌نمایند و سود سه ماهه با تعدیلی متناسب با پیش بینی‌ها تغییر می‌نماید، سودهای آتی به مراتب نسبت به وقتی که تعدیل‌های ارائه شده متفاوت و پر نوسان باشند، تأثیرگذاری بیشتری بر رفتار سرمایه‌گذاران خواهند داشت و این موضوع به نوعی نشان دهنده نوعی رفتار متفاوت نسبت به سیگنال سودهای ارائه شده از لحاظ کمی نسبت به تجربه گذشته آنها را نشان می‌دهد. پیش‌بینی بهتر مدل سودها یا نیازمند وسعت بخشیدن و گستردن اطلاعات به فراسوی سری‌های زمانی جریان‌های سود سنوات پیشین است و یا به افزایش در توانایی جداسازی سودهای دائمی از موقتی نیاز دارد. باکس و جنکینز معتقدند که پیش‌بینی در یک سری زمانی نه تنها به گذشته داده‌های آن سری بر می‌گردد، حتی ممکن است به گذشته سری‌های زمانی مرتبط نیز مربوط شود. در مدل‌های ARIMA علاوه بر عامل روند، به تغییر فصلی و تصادفی نیز توجه می‌شود. اطلاعات مربوط به سودهای فصلی مجموعه اطلاعات وضعیت‌های مرتبط با پیش‌بینی را گسترش می‌دهد و منجر به بالا رفتن توانایی پیش‌بینی سودهای فعلی می‌شود. برنارد و توماس (۱۹۹۰) با استفاده از رفتار سری‌های زمانی سودهای فصلی متوجه شدند که علائم و مقدار نسبی عکس‌العمل‌های غیرطبیعی بازار با خطاهای پیش‌بینی که بر پایه انتظارات ساده‌انگارانه سودهای گام تصادفی فعلی صورت می‌گیرند، در ارتباط هستند. همچنین تحقیقات نشان می‌دهد که بهترین سری زمانی پیش‌بینی‌های سود سالیانه به طور معمول ناشی از بکارگیری سودهای فصلی و نه سالیانه است. این بدان معنا است که اگر هدف پیش‌بینی سودهای سالیانه باشد، بهترین روش برای آن پیش‌بینی سودهای چهار فصل بعد با استفاده از مدل پیش‌بینی فصلی و نهایتاً تجمیع سودهای چهار فصل است. انتظارات سود ممکن است تأثیرات متفاوتی بر پیش‌بینی سرمایه‌گذاران موجود در بازار نسبت به سود و بازده آتی شرکت داشته باشند. اول، ادبیات مربوط به تحقیقات انتظارات سود نشان دهنده شواهدی است درخصوص این که سیگنال‌های مثبت (منفی) سود منجر به افزایش (کاهش) بازده‌های آتی، انتظارات در خصوص سودهای آتی و تحقق سودهای آتی می‌شود. دوم، شواهد تجربی نشان دهنده این است که جانب داری رفتاری در بازارهای سرمایه منجر به انحراف در پیش‌بینی‌ها و جهت‌گیری قیمت‌های بازار می‌شود. چان و همکاران (۲۰۰۴) در تحقیق خود پیشنهاد دادند که هنگامی که در عملکرد گذشته شرکت ثبات وجود داشته باشد این موضوع می‌تواند منجر به بیش واکنشی بازار به سیگنال‌های سود آنها شود و همین امر در خصوص شرکت‌های با ثبات کمتر بالعکس می‌باشد که این

موضوع نشان دهنده محافظه کاری سرمایه گذاران در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری است. در مجموع، تحقیقات و ادبیات موجود نشان دهنده این است که انتظارات سود با ثبات مثبت (منفی) در سیگنال های سود منجر به افزایش (کاهش) خطای پیش بینی سودهای آتی و بازده سهام می گردد. با توجه به مباحث مطرح شده این سؤالات مطرح می شود که آیا سودهای غیرمنتظره دوره جاری در پیش بینی بازده آتی سهام پس از لحاظ نمودن پدیده رانش قیمت بعد از اعلان سود، تأثیرگذار است یا خیر. آیا سودهای غیرمنتظره دوره جاری در پیش بینی بازده آتی سهام پس از لحاظ نمودن پدیده رانش قیمت بعد از اعلان سود، تأثیرگذار است یا خیر. آیا بازار توانایی در نظر گرفتن تمامی اطلاعات ناشی اعلان سودهای فصلی را در قیمت سهام شرکتها و بالطبع بازده آنها در نظر می گیرد یا خیر. همچنین این که آیا تئوری های رفتاری پیش بینی کننده قیمت گذاری نادرست سهام از کم واکنشی سرمایه گذاران به اطلاعات نامطمئن و موقت سود نشأت می گیرد یا خیر. که در ادامه ای این پژوهش قصد داریم به این سؤالات پاسخ دهیم.

پیشینه تجربی

فرانسیس و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند که سیگنال های سودهای غیرمنتظره دارای تأثیرات عدم تقارن اطلاعاتی بیشتر و واکنش های غیرعادی بازار و پدیده رانش قیمت بعد از اعلان سود می شود. بارتوف و همکاران (۲۰۰۲) و کاپلور و همکاران (۲۰۰۷)، در تحقیقات خود نشان دادند که واکنش سرمایه گذاران به سیگنال های سودهای غیرمنتظره مستمر کامل تر از زمانی است که این سیگنالها جنبه موقت داشته باشند. سوباسی (۲۰۱۱)، به بررسی واکنش قیمت سهام به اخبار خوب و اخبار بد و انگیزه های مدیر به حفظ اخبار بد پرداخت. او به این نتیجه رسید که تأثیر اخبار بد روی قیمت سهام بیشتر از اخبار خوب است، همچنین مدیران برای جلوگیری از کاهش شدید قیمت سهام در روز اطلاعیه سود و زیان، اخبار بد را زودتر افشا می کنند. تورندو (۲۰۱۱)، در پژوهشی به بررسی میزان هموار سازی سود و اثر آن بر محتوای اطلاعاتی سود پرداخت. تودور با تقسیم دوره پژوهش خود به دو دوره قبل از بکارگیری استانداردهای بین المللی گزارشگری مالی (قبل از ژانویه ۲۰۰۵ و بعد از آن) به بررسی میزان هموار سازی سود در این دو دوره و اثر آن بر محتوای اطلاعاتی سود پرداخت. نتایج پژوهش بیانگر این موضوع است که قبل از بکارگیری استانداردهای مالی بین المللی توسط شرکت های موجود در اتحادیه اروپا هموار سازی سود با افزایش محتوای اطلاعاتی سود همراه بوده است و در دوره پس از الزام بکارگیری استانداردهای بین المللی علاوه بر افزایش میزان هموار سازی سود، هموار سازی سود با کاهش محتوای اطلاعاتی سود نیز همراه بوده است.

آلدماری و اسمائیل (۲۰۱۳)، به بررسی ارتباط بین ساختار مالکیت و محتوای اطلاعاتی سود پرداختند. در این راستا تعداد ۳۳۰ شرکت برای دوره زمانی ۲۰۰۸-۲۰۰۹ مورد بررسی قرار گرفت. شواهد نشان می دهد که توانایی پیش بینی سودها زمانی که شرکتها اندازه کوچکی دارند، بالا است. همچنین نتایج نشان داد که با افزایش مالکیت سهامداران نهادی، محتوای اطلاعاتی سودها افزایش می یابد. با این حال

¹ Stock Mispricing

بر خلاف انتظار، یافته‌ها نشان می‌دهد که استقلال هیئت مدیره به طور منفی و معنی داری توانایی پیش بینی سودها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

لیان چون (۲۰۱۶)، در تحقیقی به بررسی واکنش قیمت سهام شرکت‌ها به اخبار سرمایه گذاری پرداخت. ادبیات موجود بیانگر این واقعیت است که ارتباط ضعیف مثبتی میان واکنش قیمت سهام و اعلان اخبار سرمایه گذاری شرکت‌ها وجود دارد. دلیل این واکنش ناچیز نیز مربوط به کمبود شناخت نسبت به سطح دقیق و کیفیت سرمایه گذاری شرکت‌ها می‌باشد. دریسکیل (۲۰۱۶)، در تحقیق خود به بررسی و دسته‌بندی اعلان‌های سود شرکت‌ها و رفتار تحلیل گران پرداخت. وی در این تحقیق به این نتیجه رسید تحلیلگرانی که بر روی تعداد زیادی شرکت‌ها تمرکز داشته و سودشان را پیش بینی می‌کنند، هنگامی که شرکت سود خود را اعلان می‌کند، تمرکز کمتری دارند و بیشتر بر شرکت‌هایی متمرکز شده که سودشان را افشا نموده باشند. همچنین شرکت‌هایی که سودهای غیرمنتظره شان زیاد است، دارای نوسان بیشتری در سود پیش بینی شده خود هستند و این موضوع ریسک این شرکت‌ها را افزایش داده و این تحلیلگران تمرکز کمتری روی این شرکت‌ها دارند.

دراز و همکاران (۲۰۱۶)، در تحقیق جالبی به بررسی کنفرانس‌های خبری مدیران شرکت‌ها و واکنش بازار و تحلیلگران به آنها پرداختند. آنان بر این عقیده بودند که کنفرانس‌های خبری حاوی محتوای اطلاعاتی زیادی در خصوص وضعیت عملکردی آتی شرکت‌های بوده و بازار و تحلیلگران به شدت و با دقت نسبت به آن واکنش نشان می‌دهند. نتایج تحقیق آنان نشان داد که علاوه بر موارد مذکور فوق، تن صدای مدیران شرکت‌ها هنگام کنفرانس خبری نیز حاوی محتوای اطلاعاتی بوده و تحلیلگران به این مهم نیز توجه نموده و آن را در مدل‌های ارزش گذاری لحاظ می‌نمایند.

محمودی و محقق (۱۳۹۰)، واکنش بازار نسبت به تغییرات سود سهام را با توجه به روند پرداخت آن بررسی کردند. یافته‌های حاصل از تحقیق آنها نشان می‌دهد تا زمانی که شرکت از روند قبلی تقسیم سود خود منحرف نشود، بازار واکنش غیر منتظره‌ای نشان نمی‌دهد. همچنین به این نتیجه رسیدند که بازار با دنبال کردن روندی خاص واکنش مثبتی به افزایش صورت گرفته در آن روند نشان می‌دهند.

مهرآذین و همکاران (۱۳۹۱)، به بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی سود و سطوح شفافیت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۸۶ و ۸۷ پرداخته‌اند. مهرآذین و همکاران معتقدند که شفافیت اطلاعات مالی سبب تضعیف رابطه سود بازده می‌شود. در واقع نتایج الگوی رگرسیون خطی چندگانه تحقیق نشان دهنده این است که در شرکت‌های با سطح شفافیت مالی کم (زیاد) سود محتوای اطلاعات بیشتری (کمتری) برای سرمایه‌گذاران است.

خواجوی و علیزاده (۱۳۹۳)، در پژوهشی رابطه بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران را مورد بررسی قرار داده‌اند. برای اندازه‌گیری متغیر سطح افشای داوطلبانه، از چک‌لیست بوتوسان (۱۹۹۷)، استفاده کردند که شامل ۱۷ شاخص در شش بخش کلی پیشینه اطلاعاتی، خلاصه‌ای از نتایج مهم تاریخی، آماره‌های کلیدی غیرمالی، اطلاعات بخش‌ها، اطلاعات پیش بینی و بحث و تحلیل مدیریت است. یافته‌های بررسی ۱۲۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۲

تا ۱۳۹۰ بیانگر آن است که بین سطح افشای داوطلبانه و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس تهران، رابطه معناداری وجود ندارد.

بزرگ اصل و ادیبی (۱۳۹۵)، در تحقیقی به بررسی اثر اخبار منفی در طول یک فصل بر محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود فصلی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته‌اند. سؤال اصلی در این تحقیق این بود که آیا بین وجود اخبار منفی در طول فصل با محتوای اطلاعاتی سود رابطه معناداری وجود دارد؟ به همین منظور از اطلاعات ۸۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ استفاده و جهت سنجش این رابطه از آزمون رگرسیون اثرات ثابت استفاده کردند. نتایج تحقیق آنها بیانگر این موضوع است که وجود اخبار منفی در طول یک فصل بر محتوای اطلاعاتی سود آن فصل تأثیری مثبت و معنادار دارد.

بزرگ اصل و ادیبی (۱۳۹۶)، با بررسی رابطه‌ی بین محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های فصلی سود و عدم تقارن اطلاعاتی به این نتیجه رسیدند که افزایش عدم تقارن و اخبار منفی در انتهای یک فصل و نه ابتدای آن بر محتوای اطلاعاتی سود آن فصل تأثیر مثبت و معنادار دارد.

باغومیان و نقدی (۱۳۹۸) با بررسی تاثیر تغییر عوامل کلان اقتصادی بر افق زمانی پیش‌بینی سود توسط مدیران نشان دادند که مدیران ترجیح می‌دهند تا افق زمانی کوتاه‌مدتی برای پیش‌بینی سود انتخاب کنند. از سوی دیگر، مشاهده شد که متغیرهای کلان اقتصادی می‌توانند بر افق زمانی (کوتاه مدت و بلندمدت) پیش‌بینی سود تاثیر بگذارد.

بزاززاده‌تربتی و ملکیان (۱۳۹۸) با بررسی عوامل موثر بر واکنش سرمایه‌گذاران در بازار بورس اوراق بهادار تهران نسبت به اطلاعات نامشهود، نشان دادند که در بازه زمانی یک‌ساله، به‌طور متوسط، شرکت‌های بزرگ‌تر در کوتاه مدت بازگشت بازده بیشتری را تجربه می‌کنند. اما شرکت‌های دارای نوسانات وجه نقد عملیاتی بیشتر، در کوتاه مدت تداوم حرکت بیشتر بازده را تجربه خواهند نمود.

با توجه به مبانی نظری و تحقیقات پیشین، فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها، محتوای اطلاعاتی سودهای فصلی را مدل‌سازی نمود.

فرضیه دوم: می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها، حرکت سود پیش‌بینی شده را مدل‌سازی نمود.

فرضیه سوم: می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها، رفتار سرمایه‌گذاران در بازار را مدل‌سازی نمود.

فرضیه چهارم: می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها، رفتار اعتباردهندگان را مدل‌سازی نمود.

روش پژوهش

پژوهش حاضر بر اساس هدف، از نوع توصیفی و بر اساس ماهیت و روش از نوع همبستگی است. با توجه به اینکه این پژوهش می‌تواند در فرآیند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران مورد استفاده قرار گیرد، نوع پژوهش کاربردی محسوب می‌شود. در این پژوهش برای گردآوری داده‌ها و اطلاعات، ابتدا از روش کتابخانه‌ای

استفاده شده است. در روش کتابخانه‌ای، مبانی نظری پژوهش، از کتب و مجلات تخصصی فارسی و لاتین گردآوری می‌شود. سپس، برای گردآوری داده‌های پژوهش حاضر از لوح‌های فشرده آرشیو تصویری و آماری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، سایت رسمی شرکت بورس اوراق بهادار تهران و دیگر پایگاه‌های اینترنتی مرتبط، استفاده شده است.

الگو و متغیرهای پژوهش

الگوهای پژوهش

برای آزمون فرضیه‌ها ابتدا مفهوم متغیر مسیر انتظاراتی سود ارائه شده و مطرح می‌شود. مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها از طریق نوع تعدیل در بازنگری پیش بینی سود^۱ و نوع تحقق سود غیرمنتظره^۲ متناسب با انتظارت گذشته و در ۴ حالت به شرح زیر اتفاق می‌افتد. لازم به توضیح است که نوع تعدیل در بازنگری پیش بینی سود و نوع تحقق سود غیرمنتظره به شرح زیر محاسبه می‌شوند.

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

که در فرمول بالا، نوع تعدیل در بازنگری پیش بینی سود (REV) از طریق تفاوت میان آخرین پیش بینی سود شرکت و اولین پیش بینی آن متناسب با هر فصل محاسبه می‌شود. البته می‌بایست در نظر داشت که صرفاً علامت عدد بدست آمده از نتیجه تفاضل مبنای در نظر گرفتن مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها خواهد بود.

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

که در فرمول بالا، نوع تحقق سود غیرمنتظره (SURP) از طریق تفاوت میان سود هر سهم شرکت و آخرین پیش بینی آن متناسب با هر فصل محاسبه می‌شود. البته می‌بایست در نظر داشت که صرفاً علامت عدد بدست آمده از نتیجه تفاضل مبنای در نظر گرفتن مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها خواهد بود.

مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها از طریق ۴ حالت شناسایی می‌شود. مسیر اول که استمرار در خبر خوب به شرط تعدیل پیش بینی سود مثبت و سود غیر منتظره مثبت است. مسیر دوم عدم استمرار در خبر خوب به شرط تعدیل پیش بینی سود مثبت و سود غیر منتظره مثبت است. مسیر سوم عدم استمرار در خبر بد به شرط تعدیل پیش بینی سود مثبت و سود غیر منتظره مثبت است. و مسیر چهارم که استمرار در خبر بد به شرط تعدیل پیش بینی سود مثبت و سود غیر منتظره مثبت است. البته می‌بایست در نظر داشت که صرفاً علامت عدد بدست آمده از نتیجه تفاضل مبنای در نظر گرفتن مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها خواهد بود. در ادامه مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها به شرح زیر محاسبه می‌شود:

¹ earnings expectation path

² sign of the forecast revision (REV)

³ sign of the earnings surprise (SURP)

جدول (۱) مسیر انتظاراتی سود

حالت‌های مختلف	نوع تعدیل در بازنگری پیش بینی سود	نوع تحقق سود غیرمنتظره	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 بر اساس حالت‌های مختلفی که شرکت‌ها می‌توانند در آن قرار گیرند، می‌توانند دارای محتوای اطلاعاتی سود و واکنش‌های متفاوت رفتاری سرمایه‌گذاران در بازار شوند. حال به منظور مدل‌سازی محتوای اطلاعاتی سود با توجه به مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$\Delta EPS1_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SURP_{i,t} + \alpha_2 REV_{i,t} + \alpha_3 \Delta EPS_{i,t} + \sum \alpha_4 Signals_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

همچنین به منظور مدل‌سازی رفتار پیش بینی سود با توجه به مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$\Delta FE1_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SURP_{i,t} + \alpha_2 REV_{i,t} + \alpha_3 \Delta EPS_{i,t} + \sum \alpha_4 Signals_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

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

$$AbRet_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SURP_{i,t} + \alpha_2 REV_{i,t} + \alpha_3 \Delta EPS_{i,t} + \sum \alpha_4 Signals_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

افزون بر این به منظور مدل‌سازی رفتار اعتبار دهندگان با توجه به مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$CreditRisk_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SURP_{i,t} + \alpha_2 REV_{i,t} + \alpha_3 \Delta EPS_{i,t} + \sum \alpha_4 Signals_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

در الگوهای مذکور:

REV تعدیل در بازنگری پیش بینی سود؛ SURP تحقق سود غیرمنتظره؛ EPS سود هر سهم؛ Signals مسیر انتظاراتی سود؛ AbRet بازده غیرعادی سهام؛ CreditRisk ریسک اعتباری شرکت را نشان می‌دهد.

متغیر	نماد	نحوه اندازه‌گیری
تغییرات سود آتی	$\Delta EPS1$	تغییرات سود بین دو دوره که به صورت سالانه و فصلی محاسبه می‌شود

سود غیر منتظره	<i>SURP</i>	از طریق تفاوت میان سود هر سهم شرکت و آخرین پیش بینی آن متناسب با هر فصل محاسبه می‌شود
تعدیل در بازنگری پیش بینی سود	<i>REV</i>	از طریق تفاوت میان آخرین پیش بینی سود شرکت و اولین پیش بینی آن متناسب با هر فصل محاسبه می‌شود
تغییرات سود	ΔEPS	تغییرات سود بین دو دوره که به صورت سالانه و فصلی محاسبه می‌شود.
مسیر انتظاراتی سود	<i>Signals</i>	در ۴ حالت و به شرح جدول بالا محاسبه می‌شود.
بازده غیر عادی سهام	<i>AbRet</i>	از طریق تفاوت میان بازده واقعی و بازده بازار محاسبه می‌شود.
ریسک اعتباری	<i>CreditRisk</i>	این متغیر نشان دهنده تغییر رفتار اعتباردهندگان به الگوی رفتار سود شرکت‌ها می‌باشد که از طریق تقسیم بدهی بر درآمد خالص محاسبه می‌شود.

جامعه‌ی آماری و نحوه‌ی انتخاب شرکت‌ها

جامعه‌ی آماری مورد مطالعه‌ی این پژوهش، کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۶ است. برای انتخاب نمونه، از بین کلیه‌ی شرکت‌های موجود، شرکت‌هایی که واجد هر یک از شرایط زیر نبوده‌اند، حذف شده و در نهایت شرکت‌های باقی‌مانده برای انجام آزمون انتخاب شده‌اند:

- ۱- به منظور همگن شدن نمونه‌ی آماری در سال‌های مورد بررسی، شرکت‌ها پیش از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
 - ۲- به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره‌ی مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.
 - ۳- نمونه آماری شامل شرکت‌های واسطه‌گری مالی، سرمایه‌گذاری، لیزینگ، بانک‌ها و شرکت‌های بیمه نمی‌شود.
 - ۴- شرکت‌ها طی قلمرو زمانی این پژوهش تغییر فعالیت یا تغییر دوره‌ی مالی نداده باشند.
 - ۵- داده‌های مورد نظر شرکت‌ها در دسترس باشد.
- در نهایت شرکت‌های مورد بررسی در این پژوهش، شامل ۱۲۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده است. به ترتیبی که از بین کلیه شرکت‌های بورسی ۱۵۹ شرکت به علت عدم تطابق پایان سال مالی، ۶۳ شرکت به علت فعالیت در صنعت واسطه‌گری و سرمایه‌گذاری و ۱۴۴ شرکت نیز به علت عدم دسترسی به اطلاعات کامل طی دوره زمانی پژوهش حذف گردید.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

برای ارائه‌ی یک نمای کلی از خصوصیات مهم متغیرهای محاسبه شده، در جدول زیر برخی از آمارهای توصیفی این متغیرها، شامل میانگین، میانه، انحراف معیار، حداقل و اکثر مشاهدات ارائه شده است.

جدول (۲): آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
تغییرات سود آتی	۰/۱۳۶۸	۰/۱۲۵۸	۰/۰۳۱۱	۰/۴۰۵۶	۰/۰۰۰۷
تغییرات سود پیش بینی شده	۰/۰۷۵۱	۰/۰۶۶۲	۰/۱۲۵۸	۰/۴۷۱۶	۰/۰۰۰۰
سود غیر منتظره	۰/۱۲۰۸	۰/۰۹۲۵	۰/۴۳۱۰	۰/۷۹۸۱	۰/۰۰۱۷
تعدیل در بازنگری پیش بینی سود	۰/۳۳۱۷	۰/۳۰۸۷	۰/۴۹۷۹	۰/۹۰۰۷	-۰/۲۲۵۸
تغییرات سود	۰/۱۲۴۹	۰/۱۰۶۸	۰/۳۳۱۰	۰/۴۰۵۶	۰/۰۰۰۷
بازده غیرعادی سهام	۰/۱۷۹۴	۰/۱۲۷۵	۰/۱۷۴۱	۰/۹۹۸۴	۰/۰۰۱۶
ریسک اعتباری	۰/۵۰۱۰	۰/۴۵۱۵	۰/۶۱۲۳	۰/۹۹۵۵	۰/۱۳۴۷
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

میانگین تغییرات سود آتی و سود پیش بینی شده به ترتیب برابر با ۰/۱۳۶۸ و ۰/۰۷۵۱ است که بیانگر محافظه کارانه بودن رویکرد پیش بینی سود و ایجاد بازده غیرعادی در بلند مدت می‌باشد. میانگین تعدیل در بازنگری پیش بینی سود و تغییرات سود به ترتیب برابر با ۰/۳۳۱۷ و ۰/۱۲۰۸ است که نشان دهنده تعدیل در انتظارات و برآوردهای مدیریت است به نحوی که بخش عمده‌ای از شرکت‌های مورد مطالعه به علت نوسانات در بازار سرمایه و شرایط محی‌زی اقدام به تعدیل پیش‌بینی‌های خود نموده‌اند که با توجه به بازده غیرعادی ۱۷ درصدی قابل توجیه است. میانگین متغیر ریسک اعتباری ۰/۵۰ بوده و نشان دهنده این است که بخش عمده‌ای از منابع لازم جهت ایجاد درآمد، از محل بدهی تامین مالی شده است. با توجه به مسیرهای انتظاراتی سود می‌توان ابراز داشت که پایداری مسیرهای مربوط به اخبار خوب نسبت به مسیرهای مربوط به اخبار بد، بیشتر است و با توجه به تغییرات مساعد در سودهای آتی قابل توجیه است. از طرفی، با توجه به رویکرد محافظه کارانه در پیش‌بینی سود، مسیر انتظاراتی استمرار در اخبار بد (با میانگین ۰/۳۸۴۱) بالاترین سهم از رویکردهای پیش‌بینی را به خود اختصاص داده است.

با مقایسه میانگین و میانه متغیرها می‌توان گفت که ارزش همه‌ی میانگین‌ها به استثنای نسبت جاری، بزرگتر از میانه‌ها می‌باشد که نشان‌دهنده‌ی انحراف منطقی در توزیع هر متغیر می‌باشد (ژو، ونگ و هان،

۲۰۱۳). با بررسی ضریب تغییرات داده‌ها می‌توان اظهار داشت که داده‌های مربوط به متغیرهای مستقل و وابسته از توزیع نرمال برخوردار هستند. واوس (۲۰۰۲) عنوان می‌کند که زمانی که تعداد مشاهدات بزرگ‌تر از ۱۰۰ باشد (معیاری تقریبی برای توزیع نرمال) احتمال نرمال بودن داده‌ها افزایش می‌یابد.

آمار استنباطی

قبل از برازش الگوهای لازم است تا 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 حاصل از آزمون F لیمر برای الگوی پژوهش در جدول (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
الگوی ۳	۵/۸۶۹۳	۰/۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی ۴	۵/۳۴۴۲	۰/۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت

با توجه به آماره و سطح خطای آزمون F لیمر و رد فرضیه H_0 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 (۴) نشان داده 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
الگوی ۳	۱۴/۱۹۰۲	۰/۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت
الگوی ۴	۶۰/۷۹۶۲	۰/۰۰۰۰	الگوی اثرات ثابت

همان‌طور که در جدول (۴) قابل مشاهده است، نتایج حاکی از رد شدن فرضیه H_0 برای الگوهای پژوهش بوده، در نتیجه الگوی داده‌های تابلویی با اثرات ثابت ارجح است. بنابراین، برای تخمین الگوهای پژوهش از روش داده‌های تابلویی با اثرات ثابت استفاده شده است. در پژوهش حاضر، از آزمون دوربین-واتسون جهت تشخیص خود همبستگی الگوی استفاده شده است. علاوه بر این، از آزمون فیشر جهت بررسی معناداری کل الگوها استفاده شده است. جدول (۵) نتایج حاصل از برآورد الگوی ۱ و ۲ پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۵: نتایج حاصل از برآورد الگوی ۱ و ۲ پژوهش

متغیر			محتوای اطلاعاتی سودهای فصلی			حرکت سود پیش بینی شده		
ضریب	آماره t	احتمال	ضریب	آماره t	احتمال	ضریب	آماره t	احتمال
سود غیرمنتظره	۰/۱۲۰۳	۲/۵۹۲۴	۰/۰۰۵۹	۲/۶۴۳۹	۰/۰۰۷۲			
تعدیل در بازنگری پیش بینی سود	-۰/۱۷۴۵	-۲/۳۹۵۱	۰/۰۱۰۳	-۲/۳۱۶۰	۰/۰۲۰۹			
تغییرات سود	۰/۱۰۲۵	۲/۷۱۰۶	۰/۰۰۳۴	۰/۳۸۲۱	۰/۷۰۲۵			
مسیر انتظاراتی سود (محتوای سود)	۰/۰۳۵۹	۲/۹۹۲۸	۰/۰۰۰۰	۱/۷۹۷۸	۰/۰۷۲۶			
مسیر انتظاراتی سود (رفتار سود)	۰/۰۰۱۶	۱/۴۲۱۶	۰/۱۵۲۴	-۱/۰۵۳۲	۰/۲۹۲۶			
مسیر انتظاراتی سود (رفتار سرمایه گذاران)	-۰/۰۰۳۹	-۲/۵۱۰۱	۰/۰۰۷۸	۲/۷۳۳۶	۰/۰۰۷۰			
مسیر انتظاراتی سود (رفتار اعتبار دهندگان)	-۰/۰۰۲۵	-۳/۱۲۹۴	۰/۰۰۰۰	-۰/۰۶۶۱	۰/۰۴۸۸			
جز ثابت	۰/۰۴۶۹	۲/۷۵۵۰	۰/۰۰۳۷	۲/۲۱۱۱	۰/۰۲۷۴			
ضریب تعیین	۰/۴۵۱۶			۰/۵۱۰۲				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۴۳۱۲			۰/۴۷۳۴				
آماره‌ی دوربین - واتسون	۱/۸۹۱۷			۱/۷۵۶۳				
F آماره‌ی	۱۴/۴۵۶۳			۱۴/۷۸۲۰				
F احتمال آماره‌ی	۰/۰۰۰۰			۰/۰۰۰۰				

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها، محتوای اطلاعاتی سودهای فصلی را مدل‌سازی نمود. همان‌طور که در جدول فوق مشاهده می‌شود سطح احتمال متغیر تغییرات سود برابر با ۰/۰۰۵۹ بوده و با توجه به اینکه کوچکتر از ۵ درصد است، فرضیه اول تحقیق تایید می‌شود. فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند که می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها، حرکت سود پیش بینی شده را مدل‌سازی نمود. همان‌طور که در جدول فوق مشاهده می‌شود سطح احتمال

متغیر تغییرات سود برابر با $0/0072$ بوده و با توجه به اینکه کوچکتر از 5 درصد است، فرضیه دوم تحقیق نیز تایید می‌شود. جدول (۶) نتایج حاصل از برآورد الگوی ۳ و ۴ پژوهش را نشان می‌دهد.

جدول ۶: نتایج حاصل از برآورد الگوی ۳ و ۴ پژوهش

رفتار اعتباردهندگان			رفتار سرمایه‌گذاران			متغیر
احتمال	آماره t	ضریب	احتمال	آماره t	ضریب	
0/0060	-2/7480	-0/0031	0/0162	2/4113	0/0032	سود غیرمنتظره
0/3678	-0/9012	-0/0045	0/0048	2/8264	0/1060	تعدیل در بازنگری پیش بینی سود
0/0726	-1/7978	-0/0071	0/6636	-0/4351	-0/0015	تغییرات سود
0/2926	-1/0532	-0/0030	0/0030	2/9742	0/0238	مسیر انتظاراتی سود (محتوای سود)
0/0070	-2/7336	-0/0047	0/2547	1/1398	0/0057	مسیر انتظاراتی سود (رفتار سود)
0/0488	-0/9671	-0/0061	0/0849	-1/7254	-0/0068	مسیر انتظاراتی سود (رفتار سرمایه‌گذاران)
0/0274	2/2111	0/0524	0/0051	-2/8080	-0/0051	مسیر انتظاراتی سود (رفتار اعتباردهندگان)
0/0062	2/7480	0/0031	0/0032	-2/9564	-0/0059	جز ثابت
0/4816			0/4028			ضریب تعیین
0/4521			0/3892			ضریب تعیین تعدیل شده
1/9201			1/2266			آماره‌ی دوربین- واتسون
10/2546			17/2577			F آماره‌ی
0/0000			0/0000			F احتمال آماره‌ی

فرضیه سوم پژوهش بیان می‌کند که می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها، رفتار سرمایه‌گذاران را مدل سازی نمود. همان طور که در جدول فوق مشاهده می‌شود سطح احتمال متغیر تغییرات سود برابر با $0/0162$ بوده و با توجه به اینکه کوچکتر از 5 درصد است، فرضیه سوم تحقیق تایید می‌شود. فرضیه چهارم پژوهش بیان می‌کند که می‌توان با بررسی مسیر انتظاراتی سود شرکت‌ها، رفتار اعتباردهندگان را

مدل سازی نمود. همان طور که در جدول فوق مشاهده می شود سطح احتمال متغیر تغییرات سود برابر با ۰/۰۶۰ بوده و با توجه به اینکه کوچکتر از ۵ درصد است، فرضیه چهارم تحقیق نیز تایید می شود.

نتیجه گیری و پیشنهادها

بازار سرمایه در ایران یک بازار ناشناخته است. در این بازار روزانه هزاران سرمایه گذار پول خود را به امید دست یابی به ثروت بیشتر سرمایه گذاری می نمایند. در این میان برخی به هدف خود دست می یابند و برخی دیگر سرمایه خود را از دست می دهند. شناخت بازار بورس اوراق بهادار تهران از جنبه ها و زوایای مختلف می تواند ضمن پیش بینی بهتر آینده این بازار و تغییرات آن، ریسک سرمایه گذاری ها را کاهش داد و یا بازده بیشتری را به دست آورد. هدف اصلی این تحقیق مبتنی بر این موضوع است که انتظارات سود ممکن است تأثیرات متفاوتی بر پیش بینی سرمایه گذاران موجود در بازار نسبت به سود و بازده آتی شرکت داشته باشند. با توجه به نتایج فرضیه اول پژوهش مبنی بر این که می توان با بررسی مسیر انتظاراتی ایجاد شده در خصوص سود شرکت ها حرکت پیش بینی سود را مدل سازی نمود، فرض وجود رابطه معنی دار بین سود غیرمنتظره و تغییرات سود آتی تأیید می شود. بنابراین سود غیر منتظره می تواند به صورت مستقیم بر تغییرات سود آتی تأثیرگذار باشد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش های بزرگ اصل و ادیبی (۱۳۹۵) و دراز و همکاران (۲۰۱۶)، هم راستا می باشد.

با توجه به فرضیه دوم که بیان می کند، می توان با بررسی مسیر انتظاراتی ایجاد شده در خصوص سود شرکت ها محتوای اطلاعاتی سودهای فصلی را مدل سازی نمود، وجود رابطه معکوس و معنی دار تأیید شده است. بنابراین سود غیر منتظره می تواند به صورت منفی بر اولین پیش بینی سود تأثیرگذار باشد یافته های این فرضیه با یافته های تحقیقات دریکسل (۲۰۱۶)، هم راستا و با دراز و همکاران (۲۰۱۶) و بزرگ ادیبی (۱۳۹۶)، هم راستا است.

فرضیه سوم پژوهش حاضر مبنی بر این که می توان با بررسی مسیر انتظاراتی ایجاد شده در خصوص سود شرکت ها رفتار سرمایه گذاران را در بازار مدل سازی نمود. بنابراین یک رابطه مستقیم و معنی دار بین آنها برقرار است. که با نتایج پژوهش های دراز و همکاران (۲۰۱۶) و لیان چون (۲۰۱۶)، هم راستا می باشد. فرضیه چهارم پژوهش، وجود رابطه معکوس و معنی دار بین سود غیر منتظره و ریسک اعتباری تأیید می شود. نتایج حاکی از این است که می توان با بررسی مسیر انتظاراتی ایجاد شده در خصوص سود شرکت ها رفتار اعتبار دهندگان را مدل سازی نمود. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه نشان می دهد که ریسک اعتباری با استمرار اخبار خوب و عدم استمرار اخبار خوب هیچ گونه رابطه ای ندارد ولی ریسک اعتباری با عدم استمرار اخبار خوب رابطه معکوس و معنی دار و با استمرار در اخبار بد رابطه مستقیم و معنادار دارد. نتایج این فرضیه با یافته های پژوهش درازا و همکاران (۲۰۱۶)، هم راستا است. در مجموع، تحقیقات و ادبیات موجود نشان دهنده این است که انتظارات سود با ثبات مثبت (منفی) در سیگنال های سود منجر به افزایش (کاهش) خطای پیش بینی سودهای آتی و بازده سهام می گردد. نتایج کلی تحقیق بیانگر این موضوع بوده و بیان می دارند که مسیر انتظاراتی سود ترسیم شده در این تحقیق بر تعدیل سود پیش بینی شده، سود غیرمنتظره و رفتار سرمایه گذاران تأثیرگذار است.

فهرست منابع

۱. باغومیان، رافیک، نقدی، سجاد. (۱۳۹۸). "افق زمانی سود پیش‌بینی شده توسط مدیران و نوسان‌های متغیرهای کلان اقتصادی". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۱۱(۴۱)، ۳۶-۲۱.
۲. بزاززاده تربتی، حمیدرضا، ملکیان، اسفندیار. (۱۳۹۸). "عوامل موثر بر واکنش بازار اوراق بهادار نسبت به اطلاعات نامشهود". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، ۱۱(۴۴)، ۵-۲۲.
۳. موسی و آزاده ادیبی. (۱۳۹۵). "بررسی رابطه بین محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود فصلی و اخبار منفی در طول فصل"، **فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی**، ۵۱(۳)، ۲۷-۴۶.
۴. موسی و آزاده ادیبی. (۱۳۹۶). "بررسی رابطه بین محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود فصلی و عدم تقارن اطلاعاتی". **فصلنامه علمی پژوهشی مطالعات تجربی حسابداری مالی**، ۷(۱)، ۲۰-۴۰.
۵. محمودی، وحید و وحید محقق. (۱۳۹۰). "بررسی واکنش بازار بورس اوراق بهادار تهران نسبت به انحرافات اساسی از روند تقسیم سود سهام". **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۶۶، ۵۱-۲۹.
۶. مهرآذین، علیرضا؛ مسیح آبادی، ابوالقاسم؛ دهنوی، محمد علی. (۱۳۹۱). شفافیت اطلاعات مالی و محتوای اطلاعاتی سود. ۳(۸)، ۱۳۰-۱۱۳.
7. Basu, S. (1997). "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings". **Journal of Accounting & Economics**, No. 24, PP. 3-37.
8. Driskill Matthew. (2016). "Earnings Announcement Clustering and Analyst Forecast Behavior", working paper series
9. Druz, F. Wagner, A., Richard J. (2016). "Reading Managerial Tone: How Analysts and the Market Respond to Conference Calls", available at: <https://research.hks.harvard.edu/>.
10. Hermalin, B., & M. Weisbach. (2007). "Transparency and Corporate Governance". Unpublished paper, University of California at Berkeley.
11. Kothat, S. P, Susan, Shu., and Peter D. WysockiI,. (2009). "Do Managers Withhold Bad News?". **Journal of Accounting Research**. 47(1).
12. Luo Jianchuan. (2016). "The stock price reaction to investment news: New evidence from modeling optimal capex and capex guidance", working paper series.
13. Subasi, Musa. (2011). "Asymmetric Stock Price Reaction to Good vs. Bad News Disclosures: Short-Sale Constraints vs. Managers' Incentives to Withhold Bad News". working paper.
14. Suijs, Jeron. (2005). "Voluntary Disclosure of Bad News". **Journal of Business Finance & Accounting**. 32(7, 8). 306- 356.
15. Trudeau, F., & Shepherd, R. (2011). "Relationship of physical activity to brain health and the academic performance of school children". **Journal of Lifestyle Medicine**, 4, 138-150
16. Toker, W, and Paul Zarowin. (2006). "Timeliness of Firms' Voluntary Disclosure of Good and Bad News", working paper.
17. Uddin, Md. Hamid. (2008). "Effect of Dividend Announcement on Shareholders' Value: Evidence from Dhaka Stock Exchange". **The International Journal of Business and Finance Research**, Vol. 2, No. 1, pp. 87-101.

18. Yan Chun Li, Yunzi Chen, and Jie Du (2016). "Critical Roles of Intestinal Epithelial Vitamin D Receptor Signaling in Controlling Gut Mucosal Inflammation".





Model of the Reaction of Investors and Creditors to Financial Reporting and Behavior of Quarterly Earnings

Sima Nourozi[©]

PhD Student in Accounting, Islamic Azad University, Bandar Abbas Branch

Mohammad Hossein Ranjbar (PhD)[†]

Assistant Professor of Management, Islamic Azad University, Bandar Abbas Branch

Jahanbakhsh Asadnia (PhD)[‡]

PhD in Accounting

(Received: 26 August 2019; Accepted: 22 January 2020)

The core value of the profit depends on the disclosure of information not disclosed by other sources, and the information content of its profit and value depends only on the amount of information that the market provides. It's time to expose, delay, and hurry in revealing good and bad news that investors and creditors are responding to. For this purpose, in this research, we have tried to test assumptions based on four different modes of earnings expectations, each of which has different news stories. To do this, the data of 255 Tehran Stock Exchange companies using the combined data regression model for the years 2009 to 1396 were analyzed. The results show that it is possible to predict earnings and unusual stock returns by examining the path of expectations generated by corporate profits. But information content can't be modeled on seasonal benefits. We can't model the behavior of creditors when there is continuity of good news and lack of good news, but when we continue to hear bad news and not keep up with bad news, we can model the behavior of creditors using credit risk.

Keywords: Predictable Earnings, Profit Earnings, Profit Change, Adjusted Profit Earnings.

¹ sima_na3@yahoo.com© (Corresponding Author)

² mhranjbar54@gmail.com

³ jahan_asadnia@yahoo.com