



اثر اخبار مرتبط با اعلان سود و مومنتوم بر اصلاح نابهنجاری اقلام تعهدی

سعید یادگاری^۱

سیدعباس هاشمی^۲

هادی امیری^۳

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۶/۱۷

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۴/۱۴

چکیده

یکی از علت‌های ایجادکننده‌ی نابهنجاری اقلام تعهدی، قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران است. در این پژوهش اثر اخبار مرتبط با اعلان سود و همچنین تأثیر عامل مومنتوم قیمت سهام بر اصلاح قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها و در نتیجه اصلاح نابهنجاری اقلام تعهدی مورد تحلیل و بررسی قرار گرفته است. در این راستا، دو فرضیه تدوین گردید و از طریق مدل‌های رگرسیونی چند متغیره و با استفاده از داده‌های ترکیبی مورد آزمون آماری قرار گرفتند. برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش، تعداد ۱۰۵ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران با استفاده از روش حذف سامانمند به عنوان نمونه آماری برگزیده شدند. یافته‌های پژوهش نشان داد که اخبار مرتبط با اعلان سود بر اصلاح نابهنجاری اقلام تعهدی دارای تأثیر مثبت و معناداری است. به علاوه اینکه، عامل مومنتوم قیمت سهام نیز منجر به تشدید این تأثیر می‌شود و بر کاهش نابهنجاری اقلام تعهدی تأثیر مثبت دارد.

واژه‌های کلیدی: اصلاح نابهنجاری اقلام تعهدی، اخبار مرتبط با اعلان سود، عامل مومنتوم قیمت سهام، پایداری اقلام تعهدی.

۱- گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

۲- گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران. نویسنده مسئول، a.hashemi@ase.ui.ac.ir

۳- گروه اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران.

۱- مقدمه

اطلاعات یک ابزار راهبردی مهم در تصمیم‌گیری محسوب می‌شود و بدون شک کیفیت تصمیمات نیز به صحت، دقت و به هنگام بودن اطلاعات به کار گرفته شده در زمان تصمیم‌گیری بستگی دارد (برزگری و همکاران، ۱۳۹۶). سود حسابداری یکی از مهم‌ترین علائم اطلاعاتی مخاברה شده به بازار سرمایه است که نقش اساسی در ارزیابی تداوم فعالیت، عملکرد اقتصادی و پیش‌بینی فعالیت‌های آتی واحد تجاری دارد. سود حسابداری که بر مبنای تعهدی ثبت و گزارش می‌شود شامل دو بخش نقدی و تعهدی است. بخش نقدی همان جریان‌های نقدی حاصل از عملیات و بخش تعهدی آن ناشی از درآمدها و هزینه‌هایی است که بر اساس اصول پذیرفته شده حسابداری طی یک دوره شناسایی، ثبت و گزارش می‌شوند، ولی دریافت و پرداخت وجه آن‌ها در همان دوره صورت نمی‌گیرد. هیئت استانداردهای حسابداری مالی (FASB)^۱ در بیانیه مفاهیم نظری گزارشگری مالی شماره یک، بر اهمیت بخش تعهدی سود تأکید کرده است. مطالب بیان شده حکایت از اهمیت و جایگاه سود حسابداری و اقلام تعهدی در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران دارد. لذا بررسی رفتار یا واکنش سرمایه‌گذاران به سود حسابداری و به دنبال آن تغییرات در بازده سهام و تعیین و شناسایی عوامل اثرگذار بر بازده سهام از جمله اقلام تعهدی، همواره موضوعی جذاب برای پژوهشگران بوده است. در برخی از این مطالعات به بررسی رابطه بین اقلام تعهدی و بازده سهام پرداخته شده است (ژانگ ۲، ۲۰۰۷). بسیاری از مدل‌های پیش‌بینی بازده با فرض کارا بودن بازار تدوین شده است. بر اساس مفروضات بازار کارا، افراد به صورت منطقی و عقلایی تصمیم‌گیری می‌کنند؛ اما نتایج پژوهش‌هایی (مانند لاکانی‌شوگ و همکاران ۳۱۹۹۴، اسلون ۴۱۹۹۶، هو و همکاران ۵۲۰۰۵) نشان از ناکارایی بازار و به تبع آن نارسایی در مدل‌های پیش‌بینی بازده و تصمیمات اقتصادی غیرمنطقی افراد دارد. این موارد تحت عنوان "ناهنجاری‌های بازار ۶" نامیده می‌شوند. یکی از انواع این نابهنجاری‌ها، نابهنجاری اقلام تعهدی ۷ است که توسط اسلون (۱۹۹۶) معرفی شده است. نابهنجاری اقلام تعهدی به ارتباط منفی بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام اشاره دارد؛ بنابراین، اقلام تعهدی به خاطر رابطه‌ای که با بازده سهام دارند، در تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران مورد توجه هستند. از این رو، ارزیابی ماهیت نابهنجاری اقلام تعهدی و اثر آن بر تصمیم‌گیری‌های استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی، موضوعی با اهمیت است.

علت اصلی توجیه نابهنجاری اقلام تعهدی، توجیه رابطه قوی سود با بازده سهام است. از نظر کوتاری و همکاران ۸ (۲۰۰۶) مدیران با دستکاری سود در بلندمدت تا جای ممکن باعث می‌شوند قیمت سهام از ارزش ذاتی آن فزونی یابد و بازار با استفاده از اقلام تعهدی مثبت فریب داده شود. هنگامی که اقلام تعهدی روند معکوس می‌یابند و بازار خود را اصلاح می‌کند پرتفوی‌های با اقلام

تعهدی بالا بازده منفی قابل توجهی کسب می‌کنند. در مقابل مدیران شرکت‌هایی که سهام آن‌ها کمتر از ارزش ذاتی قیمت‌گذاری شده است، انگیزه‌ای برای پائین آوردن سود ندارند چرا که قیمت-گذاری کمتر از واقع برای سبد سهام با ارقام تعهدی پائین مورد انتظار نیست. فیرفیلد و همکاران (۲۰۰۳) معتقدند اگر سرمایه‌گذاران توانایی درک تقلیل بازده سرمایه‌گذاری‌ها را نداشته باشند، آنگاه ممکن است افزایش قابل ملاحظه در دارایی‌ها را بیش از واقع و کاهش قابل ملاحظه در دارایی‌ها را کمتر از واقع، قیمت‌گذاری کنند. در این وضعیت، سرمایه‌گذاران برای درک وضعیت اقتصادی سرمایه‌گذاری‌ها، از توانایی لازم برخوردار نیستند و این موضوع موجب ایجاد نابهنجاری در ارقام تعهدی می‌شود.

پژوهش‌های انجام شده در ایران، از جمله پژوهش‌های اسدی و حیدرپور (۱۳۹۴) و حسینی و همکاران (۱۳۹۴)، نشان می‌دهند که نابهنجاری ارقام تعهدی در بازار سرمایه ایران نیز وجود دارد؛ بنابراین، چنانچه بتوان نابهنجاری موجود را اصلاح نمود، می‌توان انتظار داشت که تحلیل‌ها و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار، بهبود یافته و منطقی‌تر شود. با توجه به این موارد، هدف کلی پژوهش حاضر، اصلاح نابهنجاری ارقام تعهدی است. از لحاظ نوآوری، در این پژوهش به نقش اخبار مرتبط با اعلان سود و عامل مومنتوم قیمت سهام بر اصلاح نابهنجاری که در سایر پژوهش‌های داخلی مورد توجه نبوده است، پرداخته شده است.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

نابهنجاری ارقام تعهدی چالش‌هایی را نسبت به تئوری‌های منطقی قیمت‌گذاری دارایی‌ها مطرح کرده است (هرشلیفر و همکاران ۱۰، ۲۰۱۲). به دنبال نتایج پژوهش اسلون (۱۹۹۶)، پژوهش‌های مختلفی در رابطه با ارقام تعهدی و بازده سهام انجام شده است. از نظر دیچاو و همکاران ۱۱ (۲۰۱۲)، در رابطه با اهمیت بررسی نابهنجاری ارقام تعهدی، دلایل مختلفی از سوی پژوهشگران مطرح شده است. ابتدا این که نابهنجاری ارقام تعهدی، فرضیه بازار کارا را به چالش می‌کشد و مطابق آن، بازده غیرعادی می‌تواند با اتخاذ راهبردی متکی به اطلاعات موجود، کسب شود. همچنین، نابهنجاری ارقام تعهدی، انگیزه مدیریت سود را در مدیران برانگیخته می‌کند. بر اساس نتایج پژوهش اسلون (۱۹۹۶)، پرتفوی شرکت‌هایی با ارقام تعهدی بالا، بازده‌های آتی پایینی کسب می‌کنند. اسلون این موضوع را به پایداری ۱۲ کمتر ارقام تعهدی نسبت داد و بیان کرد که سرمایه‌گذاران، اطلاعات موجود در ارقام تعهدی را نادرست قیمت‌گذاری می‌کنند. مطالعات اسلون (۱۹۹۶)، دیچاو و دیچو ۱۳ (۲۰۰۲) و ریچاردسون و همکاران ۱۴ (۲۰۰۵)، نشان می‌دهد که نادیده گرفتن این تفاوت و تمایز قائل نشدن بین دو بخش نقدی و تعهدی سود باعث می‌شود که سرمایه-

گذاران درباره‌ی ارزیابی عملکرد آتی شرکت‌هایی با اقلام تعهدی بالا، خوش‌بینانه عمل کنند و در مورد آینده‌ی شرکت‌هایی با اقلام تعهدی پایین بدبین باشند؛ بنابراین اگر چنین سرمایه‌گذاران کم-اطلاعی بر قیمت سهام تأثیرگذار باشند، در نتیجه قیمت‌های بالایی برای شرکت‌هایی با اقلام تعهدی بالا و قیمت‌های پایینی برای شرکت‌هایی با اقلام تعهدی پایین مورد انتظار است. به این پدیده در ادبیات حسابداری قیمت‌گذاری نادرست ۱۵ گفته می‌شود.

قسمت عمده‌ای از قیمت‌گذاری نادرست در مسیر بیش ارزشیابی اتفاق می‌افتد (موسوی شیری و همکاران، ۱۳۹۴)؛ بنابراین، شرکت‌هایی با حجم بالای اقلام تعهدی، در دوره‌های آتی بازده‌های واقعی کم‌تر از حد مورد انتظار (بازده غیرعادی منفی) و شرکت‌هایی با اقلام تعهدی پایین، بازده‌های واقعی بیش از حد مورد انتظار (بازده غیرعادی مثبت) کسب خواهند کرد. این الگو بیانگر ارتباط منفی میان اقلام تعهدی و بازده سهام است که همان‌طور که پیش از این بیان شد، نابهنجاری اقلام تعهدی نامیده می‌شود. موضوع مورد بررسی در پژوهش حاضر تأثیر اخبار مرتبط با اعلان سود در اصلاح نابهنجاری اقلام تعهدی است. انتظار می‌رود فرایند تصحیح قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی، حوالی انتشار اخباری که به طور مستقیم با عملکرد مالی شرکت مرتبط هستند نسبت به تاریخ انتشار سایر اخبار، قوی‌تر باشد. برای بررسی نقش اخبار در فرایند اصلاح قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی، پنجره‌های اعلان سود ۱۶ مطرح می‌شوند. پنجره‌های اعلان سود برای هر اعلان سود فصلی ۱۷ در اکثر پژوهش‌های مرتبط، یک دوره ۷ روزه است که از ۳ روز کاری قبل از تاریخ اعلان سود، شروع می‌شود و ۳ روز پس از تاریخ اعلان سود خاتمه می‌یابد (کانگ و همکاران ۲۰۱۵).

در پژوهش حاضر تمام مدل‌های مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، یک بار در این پنجره مورد برآورد قرار گرفته و بار دیگر خارج از آن برآزم می‌شوند و سپس ضرایب با هم مقایسه می‌شوند. انتظار می‌رود از لحاظ آماری هنگامی که مدل‌ها در پنجره‌ی اعلان سود مورد برآزم قرار می‌گیرند، رابطه منفی میان بازده و اقلام تعهدی به طور معناداری کاهش یابد. شواهد تجربی نشان داده است که بسیاری از سرمایه‌گذاران اطلاعات را به طور کامل پردازش نمی‌نمایند و در شرایط عدم اطمینان اطلاعات را به صورت سوگیرانه تفسیر می‌کنند (شلیفر ۲۰۰۰، ۱۸). از این رو قیمت‌گذاری نادرست سهام را می‌توان ناشی از انعکاس سوگیری‌های رفتاری سرمایه‌گذاران در الگوی بازده اوراق بهادار، در شرایط عدم اطمینان بیان نمود (برد و یئونگ ۱۹، ۲۰۱۲). از آنجایی که تصمیمات سرمایه‌گذاران بر مبنای سوگیری و طبقه‌بندی‌های ذهنی آن‌ها از روند و توالی عملکرد شرکت شکل می‌گیرد، لذا در اصلاح قیمت‌گذاری نادرست سهام، عواملی که جهت دهنده بازده آتی سهام هستند بیش از سایر عوامل باید مورد توجه قرار گیرد. یکی از این عوامل، عامل مومنتوم

قیمت سهام است. مومنتوم ۲۰ مفهومی در علم فیزیک است که بیان می‌دارد یک جسم در حال حرکت گرایش دارد که همچنان در حرکت باقی بماند، مگر اینکه نیرویی از خارج بر آن وارد شود (قانون اول نیوتن). به عبارتی دیگر، مصداق این قانون در بازار سرمایه، شامل سرمایه‌گذاری در جهت بازار می‌باشد و ادعا دارد که بازدهی مثبت یا منفی در گذشته تا دوره‌ی مشخصی از آینده همچنان تداوم خواهد داشت (هان و تانکرز ۲۱، ۲۰۰۳). عامل مومنتوم قیمت سهام به عنوان یکی از عوامل بنیادین تأثیرگذار حسابداری بر بازدهی سهام معرفی شده است (زارمبا و کونیچکا ۲۲، ۲۰۱۴). بر اساس مطالعه‌ی گو و وو ۲۳ (۲۰۱۴) عامل مومنتوم قیمت سهام ارتباط معناداری با اقلام تعهدی دارد. در این راستا، علاوه بر بررسی نقش اخبار مرتبط با اعلان سود در فرایند اصلاح نابهنجاری اقلام تعهدی، در پژوهش حاضر مفهوم مومنتوم قیمت سهام نیز به مدل‌های مورد استفاده اضافه شده و نقش این عامل نیز مورد بررسی قرار گرفته است.

مکی پور و دستگیر (۱۳۹۶)، در پژوهش خود تأثیر استراتژی‌های تکنیکال و بنیادی را از طریق ترکیب جریان‌های نقد عملیاتی با مومنتوم و معکوس مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج پژوهش نشان داد که استراتژی ترکیبی دارای بهترین بازده است. حساس یگانه و باری (۱۳۹۶)، در پژوهشی به بررسی نقش پراکندگی بازده در تفسیر نابهنجاری اقلام تعهدی پرداخته‌اند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که پراکندگی بازده و پراکندگی نسبی بازده، منجر به صرف ریسک مثبت و معناداری در سطح سهام و پرتفوی اقلام تعهدی می‌شود. خدادادی و نوروزی (۱۳۹۵)، تأثیر قیمت‌گذاری نادرست سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌ها و اثر محدودیت‌های مالی بر این ارتباط را مورد بررسی قرار داده‌اند. یافته‌های این پژوهش نشان داد که قیمت‌گذاری نادرست سهام بر تصمیمات سرمایه‌گذاری مدیران تأثیر معنادار و مستقیمی دارد. محقق نیا و همکاران (۱۳۹۲)، به ارزیابی میزان سودمندی مومنتوم قیمت در پیش‌بینی بازده غیرعادی پرداخته‌اند. نتایج بدست آمده از پژوهش آن‌ها نشان داده است که با بررسی روند گذشته قیمت سهام در قالب مومنتوم، می‌توان به بازده غیر عادی دست یافت. ژوان وو و همکاران ۲۴ (۲۰۱۹)، در پژوهش خود به بررسی قیمت-گذاری و پایداری اجزا مختلف سود پرداخته‌اند. یافته‌های این پژوهش نشان داد که بازار به طور معمول قیمت‌گذاری را به صورت اشتباه انجام می‌دهد که منجر به نابهنجاری در اقلام تعهدی می‌شود. کنستانتینیدی و همکاران ۲۵ (۲۰۱۶)، در پژوهشی این موضوع را مورد بررسی قرار داده‌اند که آیا قیمت‌های سهام پایداری اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی را نشان می‌دهند؟ نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران بطور جانب‌دارانه و خودمحور پایداری را برای اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی پیش‌بینی می‌کنند و همچنین نابهنجاری اقلام تعهدی از قیمت‌گذاری نادرست سرچشمه می‌گیرد. کانگ و همکاران ۲۶ (۲۰۱۵)، این موضوع را مورد بررسی قرار داده‌اند که چگونه

جراید و اخبار مالی در فرآیند اصلاح و بهبود نابهنجاری اقلام تعهدی تأثیر می‌گذارند. یافته‌های این پژوهش نشان می‌دهد بخش عمده‌ای از بازده‌های غیرعادی وابسته به استراتژی معاملات اقلام تعهدی، بر اعلانات سود متمرکز است. زارمبا و کونیچکا (۲۰۱۴)، در پژوهش خود به بررسی رابطه بین ویژگی‌های شرکت‌های منتخب و بازده سهام عادی پرداخته‌اند. در این پژوهش چهار عامل بنیادین که بازده سهام را تحت تأثیر خود قرار می‌دهند، شناسایی شده است. این چهار عامل عبارتند از مومنتوم، ارزش، اندازه و نقدشوندگی. نتایج پژوهش نشان می‌دهد تأثیر عامل مومنتوم بر بازده سهام بیش از سایر عوامل است. با توجه به موارد یاد شده، آگاهی سرمایه‌گذاران از ویژگی‌های اقلام تعهدی و تأثیر آن بر قیمت اوراق بهادار می‌تواند راهنمایی در جهت سرمایه‌گذاری بهینه و کسب حداکثر بازدهی باشد. عدم وجود چنین آگاهی منجر به قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران می‌شود و منجر به نابهنجاری اقلام تعهدی در بازار اوراق بهادار می‌گردد؛ بنابراین، چنانچه بتوان عوامل کاهنده‌ی نابهنجاری را در تحلیل‌ها و تصمیم‌ها مد نظر قرار داد، در نتیجه تحلیل‌ها و تصمیم‌های سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران نیز بهبود یافته و منطقی‌تر می‌شود.

۳- فرضیه‌های پژوهش

بر اساس آنچه در بخش مبانی نظری پژوهش بیان شد، یکی از عوامل ایجادکننده‌ی نابهنجاری اقلام تعهدی، پدیده‌ی قیمت‌گذاری نادرست است و کاهش قیمت‌گذاری نادرست منجر به کاهش نابهنجاری اقلام تعهدی شود. انتظار می‌رود اخبار مرتبط با اعلان سود، قیمت‌گذاری نادرست توسط سرمایه‌گذاران را کاهش دهد. از این رو فرضیه‌ی اول پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: اخبار مرتبط با اعلان سود، قیمت‌گذاری نادرست ناشی از اقلام تعهدی را کاهش می‌دهد.

همانگونه که در قسمت مبانی نظری پژوهش بیان شد مفهوم مومنتوم با بازده سهام ارتباط دارد و انتظار می‌رود که در اصلاح نابهنجاری اقلام تعهدی نقش داشته باشد، بنابراین در راستای تحلیل نقش عامل مومنتوم قیمت سهام بر اصلاح نابهنجاری اقلام تعهدی، فرضیه‌ی دوم پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه دوم: عامل مومنتوم قیمت سهام، نابهنجاری اقلام تعهدی را کاهش می‌دهد.

۴- روش پژوهش

این پژوهش از جنبه هدف، از نوع پژوهش‌های کاربردی به شمار می‌رود، زیرا نتایج حاصل از آن می‌تواند در تصمیم‌های مدیران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مورد استفاده قرار گیرد؛ همچنین از

نظر ماهیت، در گروه پژوهش‌های توصیفی - همبستگی قرار می‌گیرد، زیرا جهت کشف روابط بین متغیرهای پژوهش، از شیوه‌های رگرسیون و همبستگی استفاده شده است. در این پژوهش دستیابی به نتایج، از طریق آزمون داده‌های موجود انجام گرفته است، بنابراین پژوهش حاضر در گروه پژوهش‌های اثباتی به شمار می‌رود.

۴-۱- جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، طی قلمرو زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۶ تا سال ۱۳۹۶ می‌باشد. روش نمونه‌گیری این پژوهش غربالگری به شیوه حذف سامانمند است. به این صورت که برای تخمین مدل‌های پژوهش، شرکت‌هایی که واجد شرایط زیر باشند جزء نمونه آماری لحاظ می‌گردند:

دوره مالی شرکت‌ها منتهی به ۲۹ اسفند ماه هر سال باشد و طی قلمرو زمانی پژوهش دوره مالی خود را تغییر نداده باشند، اطلاعات مالی شرکت‌های مورد بررسی طی سال‌های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ در دسترس باشد، طی دوره زمانی پژوهش حداقل هر سه ماه یکبار سهام آن‌ها مورد معامله قرار گرفته باشد، جزء شرکت‌های واسطه‌گری مالی (مثل بانک‌ها و موسسه‌های بیمه) و شرکت‌های سرمایه‌گذاری نباشند و اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش مربوط به آن شرکت‌ها در دسترس باشند. با در نظر گرفتن شرایط فوق، در نهایت ۱۰۵ شرکت طی قلمرو زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۶ به عنوان نمونه آماری انتخاب شده‌اند.

۴-۲- متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش شامل متغیر اصلی پژوهش، متغیرهای توضیحی و متغیرهای کنترلی است که در ادامه به تشریح آن‌ها پرداخته می‌شود.

۴-۲-۱- متغیر وابسته

نابهنجاری اقلام تعهدی، به رابطه منفی بین بازده سهام و سطح اقلام تعهدی اشاره دارد. به منظور تحلیل نقش اخبار مرتبط با اعلان سود و عامل مومنتوم قیمت سهام بر اصلاح نابهنجاری اقلام تعهدی، باید تأثیر این عوامل بر نابهنجاری اقلام تعهدی مورد آزمون قرار گیرد. از آنجایی که نابهنجاری تأثیر سطح اقلام تعهدی بر بازده سهام را مورد آزمون قرار می‌دهد، لذا متغیر وابسته این

پژوهش به پیروی از پژوهش کانگ و همکاران (۲۰۱۵) بازده سهام می‌باشد؛ که بر اساس رابطه ۱ محاسبه می‌شود:

$$RET_{i,t} = \frac{(1\alpha_1 + \alpha_2)P_{i,t} + D_{i,t} - P_{i,t-1} - \alpha_1(1000)}{P_{i,t-1} + \alpha_1(1000)} \quad (1)$$

در رابطه فوق:

$RET_{i,t}$: بازده سهام شرکت i در دوره t ، $P_{i,t}$: قیمتت سهام شرکت i در دوره t ، $D_{i,t}$: سود نقدی هر سهم شرکت i در دوره t ، α_1 : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی، و α درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته‌هاست. باید به بایددندک اشاره شود که در رابطه فوق ۱۰۰۰ ریال مبلغ اسمی سهام است.

۴-۲-۲- متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل پژوهش، اقلام تعهدی و عامل مومنتوم قیمت سهام می‌باشد که نحوه محاسبه آن‌ها در ادامه توضیح داده شده است. (۱) اقلام تعهدی (Accruals): برای محاسبه اقلام تعهدی دو روش ترازنامه‌ای و صورت جریان وجوه نقد وجود دارد. در این پژوهش به پیروی از پژوهش کانگ و همکاران (۲۰۱۵)، برای محاسبه اقلام تعهدی از روش ترازنامه‌ای استفاده شده است. در این روش، اقلام تعهدی بر اساس رابطه ۲ محاسبه شده است:

$$Accruals = (\Delta CA - \Delta CASH) - (\Delta CL - \Delta STD - \Delta TP) - DEP \quad (2)$$

در رابطه‌ی فوق:

ΔCA : تغییر در دارایی‌های جاری غیرنقدی، $\Delta CASH$: تغییر در وجه نقد، ΔCL : تغییر در بدهی‌های جاری، ΔSTD : تغییر در حصبه‌جاری تسهیلات دریافتی، ΔTP : تغییر در مالیات پرداختنی، DEP : استهلاک دارایی‌های مشهود و نامشهود
بعد از محاسبه اقلام تعهدی (Accruals) به شرح رابطه‌ی ۲، به منظور هم مقیاس سازی، عدد بدست آمده بر جمع دارایی‌ها تقسیم می‌شود.

(۲) عامل مومنتوم قیمت سهام (Mom): این متغیر بر اساس پژوهش‌های کانگ و همکاران (۲۰۱۵) و عارفی و دادرس (۱۳۹۰)، به صورت بازده حاصل از خرید و نگهداشت سهام شرکت i در زمان t ($R_{i,t}$)، برای دوره ۱۲ ماهه و بر اساس رابطه‌ی ۳ محاسبه می‌شود:

$$Mom_{i,t} = \prod_{t=1}^m (1 + R_{i,t}) - 1 \quad (3)$$

در رابطه‌ی فوق؛

$R_{i,t}$: بازده سهام شرکت i در هفته t و m : تعداد هفته‌ها طی ۱۲ ماه

لازم به توضیح است که برای محاسبه‌ی متغیر مومنتوم به صورت سالانه، طبق رابطه ۳ از بازده‌های هفتگی استفاده شده است.

۴-۲-۳- متغیرهای کنترلی

جهت تصریح بهتر مدل‌های رگرسیونی پژوهش، از متغیرهای زیر به عنوان متغیر کنترلی استفاده شده است:

(۱) اندازه شرکت (Size): برابر است با لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان دوره مالی. ارزش بازار حقوق صاحبان سهام از طریق حاصل ضرب تعداد سهام در قیمت بازار هر سهم در پایان دوره مالی محاسبه می‌شود.

(۲) نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (B/M): از تقسیم جمع ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در پایان دوره به دست می‌آید.

(۳) نسبت سود به قیمت (E/P): از تقسیم سود هر سهم به قیمت بازار هر سهم در پایان دوره به دست می‌آید.

(۴) ریسک سیستماتیک (Beta): بر اساس نسبت کوواریانس نرخ بازده سهم و نرخ بازده پرتفوی بازار $Cov(r_{i,t}, r_m)$ ، به واریانس بازده بازار ($Var(r)$)، بر مبنای رابطه‌ی ۴ محاسبه می‌شود:

$$\beta_{i,t} = \frac{Cov(r_{i,t}, r_m)}{Var(r_m)} \quad (4)$$

۴-۳- مدل‌های پژوهش و روش‌های آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه اول از مدل رگرسیونی به شرح رابطه‌ی ۵ استفاده می‌شود:

(۵)

$$RET_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 Accruals_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 B/M_{i,t} + \beta_4 E/P_{i,t} + \beta_5 Beta_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

در این رابطه متغیرها به صورت زیر تعریف می‌شوند:

RET: بازده سهام، Accruals: اقلام تعهدی (ترازنامه‌ای) که بر اساس رابطه ۲ محاسبه می‌شود. Size: اندازه شرکت، B/M: نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سرمایه، E/P: نسبت سود به قیمت و Beta: ریسک سیستماتیک است.

به منظور آزمون فرضیه اول، مدل مبتنی بر رابطه‌ی شماره ۵، یکبار در پنجره اعلان سود (بازهی زمانی هفت روزه شامل سه روز قبل از اعلان، روز اعلان و سه روز پس از اعلان سود) و بار دیگر خارج از این پنجره مورد آزمون قرار می‌گیرد. سپس ضریب تعیین‌های (R^2) بدست آمده با یکدیگر مقایسه می‌شوند. همچنین ضرایب محاسبه شده نیز در هر دو بازهی زمانی با استفاده از آزمون t با یکدیگر مقایسه می‌شوند. جهت آزمون فرضیه دوم از مدل رگرسیون شماره ۶ استفاده می‌شود:

(۶)

$$RET_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 Accruals_{it} + \beta_2 Mom_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 B/M_{it} + \beta_5 E/P_{it} + \beta_6 Beta_{it} + \varepsilon_{it}$$

در رابطه‌ی ۶ متغیرها مانند رابطه‌ی ۵ است و تنها یک متغیر mom (عامل مومنتوم) به مدل اضافه شده و مدل با افزودن این متغیر مجدداً برازش شده است. به منظور آزمون فرضیه دوم مدل مبتنی بر رابطه‌ی ۶، یکبار در پنجره اعلان سود (بازهی زمانی هفت روزه شامل سه روز قبل از اعلان، روز اعلان و سه روز پس از اعلان سود) و بار دیگر خارج از آن برازش شده است. سپس ضریب تعیین‌های (R^2) بدست آمده با یکدیگر مقایسه شده‌اند. همچنین جهت بررسی تفاوت ضرایب دو مدل در دو بازهی زمانی از آزمون t استفاده شده و دو مدل با یکدیگر مقایسه و سپس ضرایب دو مدل با یکدیگر مقایسه شده‌اند.

۵- یافته‌های پژوهش

۵-۱- آمار توصیفی

در ابتدا آماره‌های توصیفی داده‌های تحت مطالعه محاسبه می‌گردد. جدول ۱ آمار توصیفی متغیرهای مدل‌ها را نشان می‌دهد که شامل اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، بیشینه و کمینه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی است.

جدول ۱- آمار توصيفى متغيرهاى استفاده شده در فرضيه‌ها

نام متغير	نماد	میانگین	میانہ	بیشینه	کمینه	انحراف معيار	چولگى	کشیدگى
بازده سهام	RET	۰/۱۲۵	۰/۰۵۸	۰/۹۹۶	-۰/۹۵۸	۰/۳۰۲	۰/۰۰۲	۰/۰۳۶
اقدام تعهدى	Accruals	۰/۰۶۶	۰/۰۴۱	۰/۹۸۰	-۱/۰۰۰	۰/۲۸۹	۰/۳۳۳	۴/۳۶۱
اندازه شرکت	Size	۱۱/۷۵۱	۱۱/۷۵۳	۱۳/۶۱۷	۱۰/۳۰۵	۰/۶۲۶	۰/۳۶۹	۳/۰۱۵
نسبت ارزش دفترى به ارزش بازار سهام	B/M	۰/۶۷۵	۰/۵۸۰	۲/۳۹۱	-۱/۶۵۵	۰/۴۸۳	۰/۴۰۱	۵/۲۶۵
نسبت سود به قيمت	E/P	۰/۱۴۲	۰/۱۵۳	۰/۵۰۱	-۰/۵۰۰	۰/۱۳۳	-۰/۹۴۸	۴/۵۳۵
ريسک سيستماتيک	Beta	۰/۵۷۳	۰/۵۱۳	۲/۸۴۵	-۲/۹۵۹	۰/۸۲۹	-۰/۰۱۰	۳/۹۱۷
مومنوم قيمت سهام	Mom	۱۷/۳۳۲	۱۴/۱۲۰	۹۵/۴۵۵	-۵۸/۹۴۴	۳۱/۸۹۹	۰/۰۲۷	۲/۲۱۱

منبع: يافته‌هاى پژوهشگر

اصلى ترين شاخص مرکزى، میانگین است که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزيع می‌باشد و شاخص خوبى برای نشان دادن مرکزیت داده‌هاست. برای مثال مقدار میانگین برای متغير اندازه شرکت برابر با ۱۱/۷۵۱ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانہ يکى ديگر از شاخص‌هاى مرکزى است که وضعيت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانہ این متغير برابر با ۱۱/۷۵۳ است که نشان می‌دهد که نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی ديگر بیشتر از این مقدار هستند. میزان عدم تقارن منحنى فراوانى را چولگى می‌نامند. اگر ضريب چولگى صفر باشد، جامعه کاملاً متقارن است و چنانچه این ضريب مثبت باشد، چولگى به راست و اگر ضريب منفى باشد چولگى به چپ دارد. متغير نسبت سود به قيمت، بیشترین عدم تقارن و متغير ريسک سيستماتيک کمترین عدم تقارن را نسبت به توزيع نرمال دارند.

۵-۲- آزمون فرضيه اول

در فرضيه اول تأثیر اخبار مرتبط با اعلان سود بر کاهش نابهنجارى اقدام تعهدى مورد آزمون قرار گرفته است. از آنجايى که در این پژوهش از داده‌هاى ترکیبى استفاده شده است، ابتدا برای تعیین نوع داده‌هاى ترکیبى از آزمون F ليمر استفاده گردید. نتایج این آزمون (جدول ۲) نشان داد که داده‌ها از نوع تابلوى می‌باشند. برای تعیین نوع اثرات ثابت یا تصادفى از آزمون هاسمن استفاده شد. با توجه به نتایج این آزمون، روش اثرات ثابت پذیرفته شده است.

جدول ۲-آزمون F لیمر و هاسمن

آزمون هاسمن			آزمون F لیمر			مدل
نتیجه	احتمال	آماره کای دو	نتیجه	احتمال	آماره F لیمر	
اثرات ثابت	۰/۰۰	۲۳/۱۱	تابلویی	۰/۰۰	۷/۱۱	مدل در پنجره اعلان سود
اثرات ثابت	۰/۰۰	۱۸/۹۹	تابلویی	۰/۰۰	۶/۴۵	مدل خارج از پنجره اعلان سود

منبع: یافته‌های پژوهشگر

جهت آزمون عدم خود همبستگی باقی‌مانده‌ها از آزمون ولدریج استفاده شد که نتایج این آزمون نشان داد مشکل خود همبستگی وجود ندارد. از آزمون والد تعدیل شده نیز برای آزمون ناهمسانی واریانس بهره گرفته شد. نتایج این آزمون بیانگر وجود مشکل ناهمسانی واریانس بود که برای برطرف کردن آن از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته استفاده شد. در این پژوهش برای بررسی مانایی متغیرها برای داده‌های ترکیبی، از آزمون لوین لین - چوی استفاده شده است. با توجه به سطح معنی‌داری آماره آزمون لوین لین - چوی که برای همه متغیرها کمتر از ۰/۰۵ بوده است، در نتیجه متغیرها ایستا (مانا) می‌باشند. نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول در پنجره اعلان سود و خارج از پنجره اعلان سود، به ترتیب در جدول‌های ۳ و ۴ منعکس شده است.

جدول ۳- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول در پنجره اعلان سود

$$RET_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 Accruals_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 B/M_{i,t} + \beta_4 E/P_{i,t} + \beta_5 Beta_{i,t} + \varepsilon_{it}$$

ارزش احتمال	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	نماد	نام متغیر
۰/۲۱۶	-۱/۲۴۰	۴/۱۱۶	-۵/۰۹۲	α	عرض از مبدأ
۰/۰۰۱	-۳/۳۳۰	۰/۰۷۶	-۰/۲۵۴	Accruals	اقلام تعهدی
۰/۰۰۸	۲/۶۵۰	۰/۳۵۱	۰/۹۲۹	Size	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۳۴/۳۹۰	۰/۲۸۲	۹/۷۰۲	B/M	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام
۰/۱۷۴	-۱/۳۶۰	۰/۹۵۷	-۱/۳۰۰	E/P	نسبت سود به قیمت
۰/۰۰۰	۱۴/۴۳۰	۰/۱۱۲	۱/۶۲۱	Beta	ریسک سیستماتیک
۱۵۷۳/۷۹			آماره LR		
۰/۰۰۰			سطح معنی‌داری آماره LR		
۰/۷۵۷			R ² تعدیل شده		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مقدار سطح معنی داری به دست آمده برای آماره نسبت درستنمایی که معنی داری کل مدل را نشان می‌دهد، تقریباً برابر با صفر و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. در نتیجه نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند و بنابراین در پنجره اعلان سود، مدل برآوردی معنی دار می‌باشد. با توجه به نتایج منعکس در جدول ۳ و سطح معنی داری آماره t برای متغیر اقلام تعهدی (Accruals) که برابر ۰/۰۰۱ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، لذا فرض عدم تأثیر اقلام تعهدی بر بازده سهام در پنجره اعلان سود رد می‌شود. این نتایج بیانگر تأثیر اقلام تعهدی بر بازده سهام می‌باشد. با توجه به ضریب منفی متغیر اقلام تعهدی (Accruals)، نتایج حاصله بیانگر وجود نابهنجاری اقلام تعهدی در پنجره اعلان سود است؛ که با آزمون مجدد مدل، خارج از پنجره اعلان سود و مقایسه نتایج هر دو آزمون، کاهش نابهنجاری اقلام تعهدی مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج این آزمون در جدول ۴ منعکس شده است.

جدول ۴- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول خارج از پنجره اعلان سود

$RET_{i,t+1} = \alpha + \beta_1 Accruals_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 B/M_{i,t} + \beta_4 E/P_{i,t} + \beta_5 Beta_{i,t} + \epsilon_{it}$					
ارزش احتمال	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	نماد	نام متغیر
۰/۵۶۱	۰/۵۸۰	۲۸/۹۹۸	۱۶/۸۶۱	α	عرض از مبدأ
۰/۰۳۵	-۲/۱۱۰	۰/۵۳۳	-۱/۱۲۶	Accruals	اقلام تعهدی
۰/۷۸۴	-۰/۲۷۰	۲/۴۷۱	-۰/۶۷۷	Size	اندازه شرکت
۰/۰۰۰	۳/۵۵۰	۲/۳۰۶	۸/۱۷۹	B/M	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام
۰/۵۳۱	۰/۶۳۰	۷/۰۲۱	۴/۴۰۰	E/P	نسبت سود به قیمت
۰/۴۱۴	۰/۸۲۰	۱/۰۱۱	۰/۸۲۵	Beta	ریسک سیستماتیک
۲۳/۲۷		آماره LR			
۰/۰۰۰		سطح معنی داری آماره LR			
۰/۶۰۱		R ² تعدیل شده			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به سطح معنی داری به دست آمده در جدول ۴ برای آماره نسبت درستنمایی که معنی داری کل مدل را نشان می‌دهد، این مقدار تقریباً برابر با صفر می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. در نتیجه تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند و بنابراین در خارج از پنجره اعلان سود نیز مدل برآوردی معنی دار است. با توجه به نتایج منعکس در جدول ۴ و سطح معنی داری آماره t برای متغیر اقلام تعهدی (Accruals) که برابر ۰/۰۳۵ می‌باشد و کمتر از سطح

خطای ۰/۰۵ است، فرض عدم تأثیر اقلام تعهدی بر بازده سهام، خارج از پنجره اعلان سود رد می‌شود و در نتیجه اقلام تعهدی بر بازده سهام تأثیر دارد. با توجه به ضریب منفی متغیر اقلام تعهدی (Accruals)، نتایج حاصله بیانگر وجود نابهنجاری اقلام تعهدی خارج از پنجره اعلان سود است. به منظور آزمون فرضیه اول و تعیین تأثیر اخبار مرتبط با اعلان سود، ضریب تعیین و ضریب اقلام تعهدی منعکس در جدول‌های ۳ و ۴ با استفاده از آزمون Z و وونگ و آزمون t مقایسه شده‌اند. با توجه به سطح معنی‌داری آماره Z که تقریباً برابر صفر و کمتر از ۰/۰۵ به دست آمده است، در نتیجه بین قدرت و ضریب دو مدل (در پنجره اعلان سود و خارج از پنجره اعلان سود) تفاوت معنی‌داری وجود دارد. فرض صفر در آزمون t عدم تفاوت ضریب مورد نظر در دو مدل می‌باشد که اگر سطح معنی‌داری آماره آزمون t کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ باشد، فرض صفر رد می‌شود و نشان می‌دهد ضریب مورد نظر در دو مدل متفاوت است. با توجه به سطح معنی‌داری آماره t که تقریباً برابر صفر و کمتر از ۰/۰۵ است، فرض صفر رد می‌شود و در نتیجه فرض برابری ضریب متغیر اقلام تعهدی در دو مدل رد می‌شود و بین ضریب این متغیر در دو مدل تفاوت معنی‌داری وجود دارد. همچنین با توجه به مقادیر ضریب متغیر اقلام تعهدی در دو مدل داخل پنجره اعلان سود و خارج از پنجره اعلان سود و اینکه مقدار ضریب در داخل پنجره اعلان سود مثبت‌تر می‌باشد (از نظر منفی بودن، کمتر منفی است) در نتیجه می‌توان گفت اخبار مرتبط با اعلان سود، قیمت‌گذاری اشتباه ناشی از اقلام تعهدی را کاهش می‌دهد و فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪ پذیرفته می‌شود.

۵-۳- نتایج آزمون فرضیه دوم

در فرضیه‌ی دوم تأثیر عامل مومنتوم قیمت سهام بر کاهش نابهنجاری اقلام تعهدی مورد آزمون قرار گرفته است. به این دلیل که در این پژوهش از داده‌های ترکیبی استفاده شده است، ابتدا نوع داده‌های ترکیبی با استفاده از آزمون F لیمر تعیین شد. نتایج این آزمون (جدول ۵) نشان داد که داده‌ها از نوع تابلویی می‌باشند. به منظور تعیین نوع اثرات ثابت یا تصادفی از آزمون هاسمن بهره گرفته شد. بر اساس نتایج این آزمون روش اثرات ثابت پذیرفته شده است. در پژوهش حاضر از آزمون وولدریج برای تشخیص وجود و یا عدم وجود خودهمبستگی استفاده شده است. با توجه به نتایج این آزمون مشکل خودهمبستگی باقیمانده‌ها وجود نداشته است. بر اساس نتایج آزمون والد تعدیل شده، مشکل ناهمسانی واریانس باقیمانده‌ها وجود داشته که برای رفع آن از رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS)، استفاده گردید. برای بررسی مانایی متغیر مومنتوم، از آزمون لوین لین - چوی استفاده شده است. با توجه به سطح معنی‌داری آماره آزمون

لوين لين - چوى كه كمتر از ۰/۰۵ بوده است، در نتيجه اين متغير نيز ايستا (مانا) مى باشد. (مانايى ساير متغيرها در فرضيه اول مورد بررسى قرار گرفت).

جدول ۵- آزمون F ليمر و هاسمن

مدل	آزمون F ليمر			آزمون هاسمن	
	آماره F ليمر	احتمال	نتيجه	آماره كاي دو	احتمال
مدل در پنجره اعلان سود	۶/۳۲	۰/۰۰	تابلويى	۲۹/۴۲	۰/۰۰
مدل خارج از پنجره اعلان سود	۵/۴۵	۰/۰۰	تابلويى	۲۱/۱۳	۰/۰۰

منبع: يافته‌هاى پژوهشگر

به منظور آزمون فرضيه دوم مدل ميبتنى بر رابطه‌ى ۶، يكبار در پنجره اعلان سود (بازه‌ى زمانى هفت روزه شامل سه روز قبل از اعلان، روز اعلان و سه روز پس از اعلان سود) و بار ديگر خارج از اين پنجره مورد آزمون قرار گرفته است. سپس ضريب تعيين‌هاى (R^2) بدست آمده با يكديگر مقايسه شده است. همچنين جهت بررسى قدرت دو مدل در دو بازه‌ى زمانى از آزمون Z وونگ و آزمون t استفاده مى شود و دو مدل با يكديگر مقايسه و سپس ضرايب دو مدل با يكديگر مقايسه مى شوند. نتايج حاصل از تجزيه و تحليل داده‌ها جهت آزمون فرضيه دوم با در نظر گرفتن پنجره اعلان سود و خارج از پنجره اعلان سود، به ترتيب در جدول‌هاى ۶ و ۷ ارائه شده است.

جدول ۶- نتايج تجزيه و تحليل داده‌ها جهت آزمون فرضيه دوم در پنجره اعلان سود

$$RET_{it+1} = \alpha + \beta_1 Accruals_{it} + \beta_2 Mom_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 B/M_{it} + \beta_5 E/P_{it} + \beta_6 Beta_{it} + \varepsilon_{it}$$

نام متغير	نماد	ضريب	انحراف استاندارد	آماره t	ارزش احتمال
عرض از مبدأ	α	-۱۳/۹۹۶	۴/۱۴۸	-۳/۳۷۰	۰/۰۰۱
افلام تعهدى	Accruals	-۰/۲۵۳	۰/۰۷۶	-۳/۳۳۰	۰/۰۰۱
مومنتوم قيمت سهام	Mom	-۰/۰۳۰	۰/۰۰۲	-۱۴/۶۰۰	۰/۰۰۰
اندازه شركت	Size	۱/۸۳۵	۰/۳۵۵	۵/۱۷۰	۰/۰۰۰
نسبت ارزش دفترى به ارزش بازار سهام	B/M	۹/۰۱۶	۰/۲۸۵	۳۱/۶۲۰	۰/۰۰۰
نسبت سود به قيمت	E/P	-۰/۴۴۷	۰/۹۵۵	-۰/۴۷۰	۰/۶۴۰
ريسك سيستماتيک	Beta	۱/۸۸۲	۰/۱۱۳	۱۶/۵۹۰	۰/۰۰۰
آماره LR		۱۷۸۶/۲۶			
سطح معنى دارى آماره LR		۰/۰۰۰			
R^2 تعديل شده		۰/۵۷۲			

منبع: يافته‌هاى پژوهشگر

با توجه به سطح معنی‌داری به دست آمده برای آماره نسبت درستنمایی که معنی‌داری کل مدل را نشان می‌دهد، این مقدار تقریباً برابر با صفر و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است. در نتیجه نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند و بنابراین در پنجره اعلان سود، مدل برآوردی معنی‌دار است. با توجه به نتایج منعکس در جدول ۵ و سطح معنی‌داری آماره t برای متغیر اقلام تعهدی (Accruals) که برابر ۰/۰۰۱ می‌باشد و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است، لذا فرض عدم تأثیر اقلام تعهدی بر بازده سهام با حضور متغیر عامل مومنتوم، در پنجره اعلان سود رد می‌شود. این نتایج بیانگر تأثیر اقلام تعهدی بر بازده سهام، با حضور متغیر عامل مومنتوم در پنجره اعلان سود می‌باشد. همچنین منفی بودن ضریب متغیر اقلام تعهدی (Accruals)، نابهنجاری اقلام تعهدی در پنجره اعلان سود را نشان می‌دهد.

جدول ۷- نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دوم خارج از پنجره اعلان سود

$RET_{it+1} = \alpha + \beta_1 Accruals_{it} + \beta_2 Mom_{it} + \beta_3 Size_{it} + \beta_4 B/M_{it} + \beta_5 E/P_{it} + \beta_6 Beta_{it} + \varepsilon_{it}$					
ارزش احتمال	آماره t	انحراف استاندارد	ضریب	نماد	نام متغیر
۰/۶۵۰	۰/۴۵۰	۲۹/۳۸۸	۱۳/۳۴۳	α	عرض از مبدأ
۰/۰۳۶	-۲/۰۹۰	۰/۵۳۲	-۱/۱۱۲	Accruals	اقلام تعهدی
۰/۱۹۲	-۱/۳۰۰	۰/۰۱۸	-۰/۰۲۳	Mom	مومنتوم قیمت سهام
۰/۹۱۰	-۰/۱۱۰	۲/۵۱۴	-۰/۲۸۳	Size	اندازه شرکت
۰/۰۰۱	۳/۳۵۰	۲/۳۳۴	۷/۸۱۶	B/M	نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام
۰/۴۶۷	۰/۷۳۰	۷/۰۵۴	۵/۱۲۶	E/P	نسبت سود به قیمت
۰/۲۹۷	۱/۰۴۰	۱/۰۲۶	۱/۰۶۹	Beta	ریسک سیستماتیک
LR آماره			۲۳/۲۷		
سطح معنی‌داری آماره LR			۰/۰۰		
R^2 تعدیل شده			۰/۴۵		

منبع: یافته‌های پژوهشگر

با توجه به سطح معنی‌داری به دست آمده برای آماره نسبت درستنمایی که معنی‌داری کل مدل را نشان می‌دهد، این مقدار تقریباً برابر با صفر و کمتر از سطح خطای ۰/۰۵ است در نتیجه نشان می‌دهد که تمامی ضرایب رگرسیون به طور همزمان صفر نیستند و بنابراین با حضور متغیر عامل مومنتوم قیمت سهام، مدل برآوردی در خارج از پنجره اعلان سود معنی‌دار می‌باشد. با توجه به نتایج منعکس در جدول (۶) و مقدار ارزش احتمال آماره t برای متغیر اقلام تعهدی (Accruals)

که برابر $0/036$ می‌باشد و کمتر از سطح خطای $0/05$ است، لذا فرض عدم تأثیر اقلام تعهدی بر بازده سهام با حضور متغیر عامل مومنتوم، خارج از پنجره اعلان سود رد می‌شود. این نتایج نشان‌دهنده تأثیر اقلام تعهدی بر بازده سهام با حضور متغیر عامل مومنتوم، خارج از پنجره اعلان سود می‌باشد. همچنین منفی بودن ضریب متغیر اقلام تعهدی (Accruals)، نابهنجاری اقلام تعهدی خارج از پنجره اعلان سود را نشان می‌دهد.

جهت آزمون فرضیه دوم، ضریب تعیین و ضریب اقلام تعهدی منعکس در جداول ۶ و ۷ با استفاده از آزمون Z و وونگ و آزمون t مقایسه شده‌اند. با توجه به سطح معنی‌داری آماره Z که تقریباً برابر صفر و کمتر از $0/05$ بدست آمده است، در نتیجه بین قدرت و ضریب دو مدل (با حضور متغیر عامل مومنتوم، در پنجره اعلان سود و خارج از پنجره اعلان سود) تفاوت معنی‌داری وجود دارد.

با توجه به مقدار ارزش احتمال آماره t که تقریباً برابر صفر و کمتر از $0/05$ است، فرض صفر رد می‌شود و در نتیجه فرض برابری ضریب متغیر اقلام تعهدی در دو مدل رد می‌شود و بین ضریب این متغیر در دو مدل تفاوت معنی‌داری وجود دارد. همچنین با توجه به مقادیر ضریب متغیر اقلام تعهدی در دو مدل داخل پنجره اعلان سود و خارج از پنجره اعلان سود و اینکه مقدار ضریب در داخل پنجره اعلان سود مثبت‌تر می‌باشد (از نظر منفی بودن، کمتر منفی است) و همچنین این مقادیر از مقادیر متناظرشان در فرضیه اول نیز کمتر می‌باشند (از نظر مقدار عددی) در نتیجه بر اساس نتایج آزمون فرضیه اول، ضمن اینکه اخبار مرتبط با اعلان سود منجر به کاهش نابهنجاری اقلام تعهدی می‌گردد، ورود عامل مومنتوم در مدل باعث کاهش بیشتر نابهنجاری اقلام تعهدی شده و بر اصلاح نابهنجاری اقلام تعهدی تأثیر مثبت داشته است و می‌توان گفت عامل مومنتوم قیمت سهام، منجر به کاهش بیشتر نابهنجاری اقلام تعهدی شده و فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان 95% پذیرفته می‌شود.

۷- بحث و نتیجه‌گیری

هدف پژوهش حاضر، بررسی اثر اخبار مرتبط با اعلان سود و مومنتوم قیمت سهام بر اصلاح نابهنجاری اقلام تعهدی است. از آنجایی که یکی از علل ایجادکننده نابهنجاری اقلام تعهدی، قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌باشد، لذا با توجه به مطالب بیان شده در بخش مبانی نظری، اولین موضوع مورد بررسی، تأثیر اخبار مرتبط با اعلان سود در اصلاح قیمت‌گذاری نادرست و کاهش نابهنجاری اقلام تعهدی است. برای بررسی نقش اخبار در فرایند اصلاح قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی، پنجره‌های اعلان سود مطرح گردیدند. پنجره‌های اعلان سود برای هر اعلان سود فصلی،

یک دوره ۷ روزه است که از ۳ روز کاری قبل از تاریخ اعلان سود، شروع می‌شود و ۳ روز پس از تاریخ اعلان سود خاتمه می‌یابد. در پژوهش حاضر تمام مدل‌های مورد استفاده جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، یک بار در این پنجره مورد برآورد قرار گرفتند و بار دیگر خارج از آن برآزش گردیدند و سپس ضرایب با هم مقایسه شدند. در این راستا، علاوه بر بررسی نقش اخبار مرتبط با اعلان سود در فرایند اصلاح نابهنجاری اقلام تعهدی، مفهوم مومنتوم قیمت سهام نیز به مدل‌های مورد استفاده اضافه شده و نقش این عامل نیز مورد بررسی قرار گرفت. در فرضیه اول نقش اخبار مرتبط با اعلان سود در کاهش قیمت‌گذاری نادرست ناشی از اقلام تعهدی مورد آزمون قرار گرفت. با توجه به مقادیر ضریب متغیر اقلام تعهدی در داخل پنجره اعلان سود و خارج از پنجره اعلان سود و اینکه مقدار ضریب در داخل پنجره اعلان سود مثبت‌تر می‌باشد (از نظر منفی بودن، کمتر منفی است) در نتیجه می‌توان گفت اخبار مرتبط با اعلان سود، قیمت‌گذاری نادرست ناشی از اقلام تعهدی را کاهش می‌دهد؛ بنابراین فرضیه اول پژوهش پذیرفته شد. بر اساس نتایج آزمون فرضیه اول می‌توان اینگونه استدلال کرد که سرمایه‌گذاران رفتار عقلایی داشته و در شرایطی که به اخبار اعلان سود دسترسی داشته باشند، از علامت‌های اطلاعاتی اعلان سود در راستای اصلاح باورهای پیشین خود استفاده کرده‌اند. همچنین اعلان سود شرکت‌ها دارای محتوای اطلاعاتی است و توانسته قیمت‌گذاری نادرست را کاهش دهد. بر اساس مبانی نظری پژوهش، کاهش قیمت‌گذاری نادرست، نابهنجاری اقلام تعهدی را کاهش می‌دهد. نتایج این پژوهش با نتایج پژوهش کانگ و همکاران (۲۰۱۵) مبنی بر تأثیر اخبار مرتبط با اعلان سود بر کاهش نابهنجاری اقلام تعهدی، مطابقت دارد.

برای فرضیه دوم در این پژوهش نیز مطرح شد که عامل مومنتوم قیمت سهام، نابهنجاری اقلام تعهدی را کاهش می‌دهد. با توجه به مقادیر ضریب متغیر اقلام تعهدی در داخل پنجره اعلان سود و خارج از پنجره اعلان سود با در نظر گرفتن عامل مومنتوم قیمت سهام در مدل و اینکه مقدار ضریب در داخل پنجره اعلان سود مثبت‌تر می‌باشد (از نظر منفی بودن، کمتر منفی است) و همچنین این مقادیر از مقادیر متناظرشان در فرضیه اول نیز کمتر هستند (از نظر مقدار عددی) در نتیجه ورود عامل مومنتوم در مدل باعث بهبود نابهنجاری اقلام تعهدی شده و بر اصلاح نابهنجاری اقلام تعهدی تأثیر مثبت داشته است و می‌توان گفت عامل مومنتوم قیمت سهام، نابهنجاری اقلام تعهدی را کاهش می‌دهد و فرضیه دوم پژوهش پذیرفته می‌شود. نتایج آزمون فرضیه اول نشان داد که اخبار مرتبط با اعلان سود در کاهش نابهنجاری اقلام تعهدی نقش دارد، بر این اساس به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در تصمیم‌گیری‌های خود به زمان اعلان سود شرکت‌ها توجه کافی داشته باشند. همچنین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در ارزیابی عملکرد آتی شرکت‌ها، به

رابطه معکوس بین اقلام تعهدی و بازده غیرعادی آتی سهام توجه نمایند و سعی نمایند با دقت بیشتری نسبت به تغییرات اقلام تعهدی واکنش نشان دهند و از تحلیلگران مالی در اتخاذ تصمیم‌های سرمایه‌گذاری کمک بگیرند.

به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که هنگام تشکیل سبد سرمایه‌گذاری خود به اخبار مرتبط با اعلان سود توجه داشته باشند. اخبار مرتبط با اعلان سود می‌تواند به سرمایه‌گذاران در اصلاح باورهای پیشین خود و اتخاذ تصمیم‌های بهینه در راستای کاهش قیمت‌گذاری اشتباه و در پی آن، کاهش نابهنجاری اقلام تعهدی کمک کند. همچنین به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود به ویژگی‌ها و خصوصیات سود شرکت‌های مورد بررسی، از جمله پایداری متفاوت بخش نقدی و بخش تعهدی سود توجه نمایند تا از درک نادرست میزان پایداری سود و اجزای آن که منجر به قیمت‌گذاری نادرست و تصمیمات اشتباه می‌گردد، جلوگیری شود. نتایج آزمون فرضیه‌ی دوم حاکی از نقش فزاینده‌ی مومنتوم در کاهش نابهنجاری اقلام تعهدی بود، لذا پیشنهاد می‌شود قانون‌گذاران زمینه‌ی افشای اطلاعات مربوط به مومنتوم قیمت سهام توسط شرکت‌ها را فراهم کنند تا از این طریق تا حدودی بتوان نابهنجاری اقلام تعهدی موجود در بازار سرمایه را کاهش داد و به تصمیم‌گیری بهینه‌تر کمک نمود.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

فهرست منابع

- ۱) اسدی بگلویی، سمانه و فرزانه حیدرپور، (۱۳۹۴)، "ارتباط اقلام تعهدی و بازده آتی سهام با تأکید بر ناهنجاری اقلام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران"، اولین کنفرانس بین‌المللی حسابداری و مدیریت در هزاره سوم.
 - ۲) برزگری خانقاه، جمال، رضوان حجازی و فرزانه رضا زاده، (۱۳۹۶)، "اثر پوشش رسانه‌ای بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران در بازار سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۹ (۳۳)، صص ۱۰۷-۱۲۴.
 - ۳) حساس یگانه، یحیی و سمانه باری، (۱۳۹۶)، "نقش پراکندگی بازده در تفسیر ناهنجاری‌های اقلام تعهدی"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۰ (۳۳)، صص ۴۹-۳۳.
 - ۴) حسینی، سید علی، حجت اسماعیل زاده و محمدصادق غزنوی، (۱۳۹۴)، "بررسی واکنش بیش از واقع سرمایه‌گذاران به اقلام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، ۴ (۱۴)، صص ۱۶۱-۱۷۴.
 - ۵) خدادادی، ولی و محمد نوروزی، (۱۳۹۵)، "قیمت‌گذاری نادرست سهام و رفتار سرمایه‌گذاری شرکت‌ها: شواهدی از نظریه‌ی ارضای سهامداران"، مجله پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، ۸ (۲)، صص ۹۳-۱۲۲.
 - ۶) عارفی، اصغر و عباس دادرس، (۱۳۹۰)، "پیش‌بینی بازده سهام با استفاده از استراتژی تحلیل بنیادی"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۸ (۶۵)، صص ۷۹-۹۸.
 - ۷) محقق‌نیا، محمد جواد، مهدی سدیدی و امیرعباس صاحبقرانی، (۱۳۹۲)، "پیش‌بینی بازده غیر عادی بر مبنای مدل مبتنی بر نیروی حرکت قیمت"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۵ (۱۹)، صص ۱-۲۲.
 - ۸) مکی پور، امین اله و محسن دستگیر، (۱۳۹۶)، "اطلاعات بنیادی در استراتژی مبادلات تکنیکال از طریق ترکیب جریان‌های نقد عملیاتی با مومنتوم و معکوس"، فصلنامه علمی پژوهشی دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۱۰ (۳۶)، صص ۱۳-۲۴.
 - ۹) موسوی شیری، سید محمود، حسن خلعت بری و مینا فیروز بخت، (۱۳۹۴)، "اثر عدم تقارن اطلاعاتی بر بیش ارزشیابی سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷ (۲۷)، صص ۷۳-۹۲.
- 10) Bird, Ron, & Danny Yeung. (2012), "How Do Investors React under Uncertainty?", Pacific-Basin Finance Journal, 20, PP. 310-327.

- 11) Dechow, p. and Dechev, I. (2002), "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors", *The Accounting Review*, Vol. 77, PP. 35-59.
- 12) Dechow, P. M. Hutton, A. P. Kim, J. H. and Sloan, R. G. (2012), "Detecting Earnings Management: A New Approach", *Journal of Accounting Research* 50, PP. 275-334.
- 13) Fairfield. P., Whisenant . T, and Yohn. T. (2003), "Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing", *The Accounting Review* 78, PP. 53-71.
- 14) Financial Accounting Standards Board. (1978), "Statement of Financial Accounting Concepts", *Objective of Financial Reporting by Business Enterprises*, No. 1.
- 15) Gu Ming, Wu Yangru. (2014), "Accruals and Momentum", AFA 2014 Chicago Meetings Paper. Paper Presented at the AFA 2012, Chicago. <http://ssrn.com/abstract=1785554>.
- 16) Hirshleifer, David. Kewei Hou, Siew Hong Teoh. (2012), "The Accrual Anomaly: Risk or Mispricing?", *Management Science*, Vol. 58, No. 2, PP. 320-335.
- 17) Hon, M. T., and Tonks, I. (2003), "Momentum in the UK Stock Market", *Journal of Multinational Financial Management*, 13 (1), PP. 43-70.
- 18) Hou, k. and Moskowitz, T.J. (2005), "Market Frictions, Price Delay and the Cross-Section of Expected Returns", *Review of Financial Studies*. Vol. 18, PP. 981- 1020.
- 19) Kang, P.K., D. Palmon, and A. Yezegel. (2015), "Does News Play an Important Role in the Correction Process of the Accrual Anomaly?", *Accounting and Finance*, 55, PP. 497-518.
- 20) Konstantinidi Theodosia, Kraft Arthur, Pope Peter. F. (2016), "Asymmetric Persistence and the Market Pricing of Accruals and Cash Flows", *Abacus*. DOI: 10.1111/abac.12072.
- 21) Kothari. S, Loutskina. E, and Nikolaev. V. (2006), *Agency Theory of Overvalued Equity as an Explanation for the Accrual Anomaly*", working paper, Massachusetts Institute of Technology.
- 22) Lakonishok, J., Shleifer, A. and Vishny, R. W. (1994), "Contrarian Investment, Extrapolation, and Risk," *Journal of Finance*, Vol. 49, PP. 1541-1578.
- 23) Richardson, S.A., Sloan, R.G. Soliman, M.T., and Tuna, I. (2005), "Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 39, No. 3, PP. 437-485.
- 24) Shleifer, A. (2000), *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*", Oxford University Press. Oxford, United Kingdom.
- 25) Sloan, R. (1996), "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? ", *The Accounting Review*, 71, PP. 289-315.
- 26) Xuan Wu. Gaoliang, Tian. YuetingLi. QingZhou. (2019), "On the Pricing of the Persistence of Earnings Components in China", *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol.53, PP. 112-132.
- 27) Zaremba, A., and Konieczka.P. (2014), "The Relations between Momentum, Value Size, and Liquidity Factors and Stock Returns on the Polish Market", *Optimum. Studia Ekonomiczne*, 5 (71), PP. 188-197.
- 28) Zhang, Frank X. (2007), "Accruals, Investment, and the Accrual Anomaly", *The Accounting Review*, Vol. 82, No. 5, PP. 1333-1363.

یادداشت‌ها

1. Financial Accounting Standards
2. Board (FASB)
3. Zhang
4. Lakonishok et al.
5. Sloan
6. Hou et al.
7. Market Anomalies
8. Accruals Anomalies
9. Kothari et al.
10. Fairfield et al.
11. Hershleifer et al.
12. Dechow et al.
13. Persistency
14. Dechow and Dechev
15. Richardson et al.
16. Mispricing
17. Earnings Announcement Windows
18. Quarterly
19. Shleifer
20. Bird and Yeung
21. Momentum
22. Hon and Tonks
23. Zaremba and Konieczka
24. Gu and Wu
25. XuanWu et al.
26. Konstantinidi et al.
27. Kang et al.

