



## بررسی اثر نوفه‌ها بر کاهش ضریب واکنش به سود حسابداری

وحید احمدیان<sup>۱</sup>

حسین اعتمادی<sup>۲</sup>

محمد علی آقایی<sup>۳</sup>

نادر مهرگان<sup>۴</sup>

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۹/۰۹/۰۶

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۰۷/۰۲

### چکیده

عمده تحقیقاتی که به بررسی روابط بین اطلاعات حسابداری و متغیرهای بازار پرداخته‌اند، به کاهش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری و به خصوص سود تأکید داشته‌اند. در واکاوی این پژوهش‌ها، پیش‌فرضی وجود دارد مبنی بر اینکه قیمت بازار، جایگزین مناسبی برای ارزش سهام محسوب می‌شود؛ ادعایی که به عقیده بسیاری از محققان، ممکن است موجب ایجاد استنباط‌های اشتباه در نتیجه‌گیری بر اساس این نوع تحقیقات شود. انبوهی از شواهد در پژوهش‌های قبلی گزارش شده است که نشان می‌دهند، واکنش بازارها به اطلاعات گزارش شده و از جمله اطلاعات حسابداری مقتضی نیست و بازار، حداقل در کوتاه‌مدت، اثرات اطلاعات جدید را به درستی منعکس نمی‌کند و این موضوع، خود ممکن است عاملی تأثیرگذار بر استنباط‌ها در خصوص کاهش سودمندی اطلاعات حسابداری باشد.

برای آزمون محرک‌های کاهش همبستگی سود حسابداری با بازده سهام، در این پژوهش، ابتدا روند زمانی تغییرات در همبستگی سود حسابداری با بازده سهام بررسی شده و سهم هر یک از این دو متغیر در تغییرات این رابطه آزمون شد. نتایج تجربی به دست آمده از بررسی دوره ۱۵ ساله

۱- عضو هیات علمی دانشگاه تبریز - دانشجوی دکتری دانشگاه تربیت مدرس، گروه حسابداری، تهران، ایران.

۲- گروه حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران. نویسنده مسئول. Etemadiah@modares.ac.ir

۳- گروه حسابداری، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران.

۴- استاد اقتصاد، دانشگاه تربیت مدرس، تهران، ایران.

پژوهش حاکی از آن است که توان توضیح‌دهندگی سود حسابداری در طول زمان کاهش معناداری داشته است اما این کاهش، به دلیل نوفه در بازده سهام بوده که این ویژگی بازده سهام، در طول دوره تحقیق افزایش یافته است. نوفه در سود سهام، اگرچه عاملی برای کاهش همبستگی بین دو متغیر به شمار می‌آید، اما اثرات آن از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد و روند اثرات نیز در طول زمان کاهش پیدا کرده است.

**واژه‌های کلیدی:** سود حسابداری، بازده سهام، ضریب تعیین، نوفه بازده سهام، سودمندی اطلاعات حسابداری.



## ۱- مقدمه

قدمت تحقیقات مربوط به بررسی رابطه میان ارزش‌های بازاری و اطلاعات حسابداری به بیش از چهار دهه می‌رسد، به گونه‌ای که این موضوع در آثار اندیشمندان چون بال و براون (۱۹۶۸) که از پیشگامان عرصه پژوهش‌های بازار سرمایه در حوزه حسابداری به شمار می‌آیند، مورد مطالعه قرار گرفته است. در این گروه از مطالعات، اغلب همبستگی میان یکی از اقلام اطلاعاتی حسابداری (مانند سود، ارزشی دفتری یا جریان‌های نقدی عملیاتی) و قیمت (بازده) سهام برای یک دوره زمانی به نسبت طولانی (برای مثال، یک سال) مورد آزمون قرار گرفته است. بر اساس یافته‌های پژوهشی مطالعات پرشماری (برای نمونه تهاوتوالحدب (۲۰۱۷)، بیور، ۲۰۰۲؛ بارثوکلینجا، ۱۹۹۶؛ ابودیولو، ۱۹۹۸؛ کالینزوهمکاران، ۱۹۹۷؛ کینگولانگلی، ۱۹۹۸؛ گراهاموکینگ، ۲۰۰۰؛ علیوهوانگ، ۲۰۰۰؛ گونتراویانگ، ۲۰۰۰) که موضوع آنها بررسی رابطه میان ارزش بازاری سهام و متغیرهای حسابداری بوده است، این اعتقاد به وجود آمده است که اطلاعات حسابداری از منظر ارزشگذاری مربوط تلقی می‌شوند و رابطه متغیرهای گوناگون حسابداری با ارزش‌های مبتنی بر بازار تأیید شده است (الکسانیان، ۲۰۰۷؛ ذوبیا و کلیم چاک، ۲۰۰۷) اما در مورد اندازه این رابطه، با توجه به نحوه انتخاب متغیرها، مدل آزمون فرضیه‌ها و نمونه‌های مورد آزمون از کشورهای مختلف، شواهد گوناگونی گزارش شده است. همچنین برخی از محققان، تغییر اندازه این رابطه در طول زمان را مورد بحث قرار داده‌اند و با بررسی روند روابط در طول زمان، شواهدی را در خصوص تغییرات این روابط گزارش داده‌اند.

بررسی ادبیات نظری این حوزه نشان می‌دهد پژوهش‌هایی که تغییرات روابط بین اطلاعات حسابداری و ارزش‌های بازار را آزمون کرده‌اند، عمدتاً به کاهش این روابط تأکید داشته‌اند، اگرچه مواردی نیز وجود دارد که برای متغیرهای مختلف، نتایج متناقضی گزارش شده است. پژوهشگران این حوزه، کاهش روابط بین اطلاعات حسابداری و ارزش‌های بازار را به ظهور اقتصاد دانش‌بنیان و رویکردهای خدمات‌محور در مقابل رویه‌های محافظه‌کارانه حسابداری نسبت داده‌اند (بریمیل و هودگاسن، ۲۰۰۷) و ادعا می‌کنند که کارکرد ارزشگذاری اطلاعات حسابداری تا حد زیادی از دست رفته است (کارگین، ۲۰۱۳). از طرفی، موضوعی که کمتر مورد توجه قرار گرفته است، این است که در بررسی روابط بین اطلاعات حسابداری و متغیرهای بازار، دو طرف وجود دارد و انتساب بلافاصله همه کاهش روابط به حساب اطلاعات حسابداری، نمی‌تواند امکان نتیجه‌گیری قابل اتکایی را فراهم آورد. به خصوص با در نظر گرفتن شواهد روزافزون در خصوص ناهنجاری‌های بازار در واکنش به اطلاعات، بکارگیری چنین رویکردی به بررسی بیشتری نیاز دارد.

بر اساس الگوهای متداول و پذیرفته شده پارادایم مالی عقلایی، کلیه مشارکت‌کنندگان در بازار، عقلایی رفتار می‌کنند و قیمت‌ها نیز تنها در صورت ورود اطلاعات جدید به بازار تغییر می‌کنند. با این حال، مبادله روزانه میلیون‌ها برگ سهم در بازارهای سهام را نمی‌توان بر مبنای الگوهای مذکور تبیین نمود و فرض کرد که رفتار کلیه مبادله‌کنندگان در بازار مذکور مبتنی بر رفتار عقلایی است. از طرف دیگر، شواهد زیادی وجود دارد که نشان می‌دهند نوسانات و ناپایداری‌های بیش از حد انتظار در قیمت سهام، به هیچ وجه قابل انتساب به تغییرات ارزش بنیادی نمی‌باشد (لی، ۲۰۱۶) و این موضوع، دال بر رخداد مستمر خطای ارزیابی از سوی بازار است. پژوهشگران قبلی معتقدند که تغییرات مذکور، حاصل ورود اطلاعات جدید به بازار نمی‌باشد؛ زیرا این تغییرات نسبت به رویدادهای واقعی «بیش از اندازه بزرگ» به نظر می‌رسند (شیلر، ۱۹۸۱). انبوهی از شواهد در پژوهش‌های قبلی گزارش شده است که نشان می‌دهند، واکنش بازارها به اطلاعات گزارش شده و از جمله اطلاعات حسابداری بی‌نقص نیست و بازار، حداقل در کوتاه‌مدت، اثرات اطلاعات جدید را به درستی منعکس نمی‌کند.

به نظر می‌رسد بررسی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در پژوهش‌های پیشین، تحت تأثیر فروض کلاسیک اقتصاد و مالی، مبتنی بر رفتار عقلایی سرمایه‌گذاران و کارایی بازار قرار گرفته است. یک ویژگی تمیزکننده مدل‌های اخیر از مدل‌های عقلایی کلاسیک، در نظر گرفتن معامله‌گران نوفه در تحلیل‌ها و نگاشت روابط بین متغیرها است. خطاب هفیشربلک برای انجمن مالی آمریکا شامل تعریف زیر از معامله‌گران نوفه بود (بلک، ۱۹۸۶، ص ۵۳۱):

معامله‌گرینوفه عبارت است از معامله‌گر بر مبنای نوفه، گویی که آنها اطلاعات هستند. افرادی که بر مبنای نوفه معامله می‌کنند مشتاق به انجام معامله هستند، حتی با وجود اینکه از نقطه‌نظر عقلانیت و بی‌طرفی، بهتر است که آنها معامله نکنند. شاید آنها گمان می‌کنند که نوفه‌ای که بر مبنای آن در حال معامله هستند اطلاعات می‌باشد. یا شاید هم آنها فقط دوست دارند که معامله کنند.

نوفه به معنای هر گونه مداخله درونی یا بیرونی در فرآیند ارتباطات است. به عبارت دیگر، نوفه، هر آن چیزی است که در مسیر انتقال و دریافت، به نشانه افزوده شود، بی‌آنکه منبع قصد آن را داشته باشد. بدین ترتیب، نوفه به برخی عناصر مزاحم در کانال ارجاع دارد که پیام را خراب می‌کنند یا آن را تا حدودی تحت‌الشعاع قرار می‌دهند. براساس تئوری قیمت‌گذاری فیشر (۱۹۸۶)، نوفه در مقابل اطلاعات قرار دارد و به تجزیه و تحلیل‌های اشتباه و ایجاد محدودیت در تصمیم‌گیری منجر می‌شود. در متون مالی، هر گونه انحراف موقت قیمت از ارزش ذاتی را گواهی بر وجود نوفه پنداشته‌اند که موجب ناکارایی بازار می‌شود.

مفهوم نوفه، در بررسی روابط بین حسابداری به عنوان منبع اطلاعاتی و بازار به عنوان گیرنده پیام نیز، مطرح می‌شود. در اینجا موضوعی که باید بدان توجه داشت این است که نوفه، تنها از داده‌های نادرست ناشی نمی‌شود، بلکه می‌تواند به دلیل برداشت‌های نادر ستیز به وجود آید. بر همین استدلال، نوفه می‌تواند از اطلاعات حسابداری ناشی شود که موجب کاهش درجه انطباق پیام‌های حسابداری با واقعیت‌های اقتصادی می‌گردد؛ از طرفی نوفه می‌تواند به دلیل اسکاک‌های ساختاری نظیر تغییرات عرضه و تقاضا و عوامل رفتاری معامله‌گران بازار، در ارزش‌های بازار محور به وجود بیاید که موجب کاهش قابلیت اتکای این متغیرها به عنوان مبنای اندازه‌گیری سودمندی اطلاعات می‌شود.

با در نظر گرفتن شواهد مذکور، این سؤال مطرح می‌شود که آیا طرح‌های پژوهشی معمول برای آزمون ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری و روند این ارتباط، با سوءگیری در نتایج همراه نخواهند بود؟ آیا با در نظر گرفتن شواهد پژوهش‌های پیشین در خصوص واکنش نامناسب ارزش‌های بازار به اطلاعات افشا شده، هنوز هم می‌توان کاهش ارتباط ارزشی را سریعاً به دلیل کاهش کیفیت و کارکرد اطلاعات حسابداری دانست؟

در پاسخ به سؤالات مذکور، هدف پژوهش حاضر، آزمون روند روابط بین اطلاعات حسابداری و ارزش‌های بازار و عوامل مؤثر بر تغییر این روابط در طول زمان است. بدین منظور، ابتدا، روند تغییرات در همبستگی بین سود حسابداری و بازده سهام، طی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۵ بررسی شده و در ادامه، آزمون‌های تعیین محرک‌های بالقوه تغییرات ارتباط ارزشی سود حسابداری طراحی شده است.

## ۲- مبانی نظری پژوهش

در بررسی ادبیات ارتباط ارزشی، دو دیدگاه متضاد در خصوص توضیح دلیل کاهش ارتباط بین سود و بازده وجود دارد. در دیدگاه نخست، پژوهشگران، به نارضایتی روزافزون محافل حرفه‌ای و صاحب‌نظران حوزه سرمایه‌گذاری نسبت به توانایی الگوی کنونی گزارشگری مالی در هماهنگ شدن با تغییرات ایجاد شده در محیط‌های نوین کسب‌وکار و تأمین نیازهای اطلاعاتی جدید سرمایه‌گذاران استناد می‌کنند و معتقدند ادامه‌ی ناتوانی الگوی مذکور، موجب تضعیف بیشتر ویژگی کیفی «مربوط بودن» اطلاعات حسابداری می‌شود و ارزشگذاری و ارزیابی عملکرد شرکت‌های فعال در محیط‌های کسب‌وکار مبتنی بر فناوری‌های نوین و دانش‌بنیان کنونی را با چالش‌های جدی روبرو می‌سازد (آپتون، ۲۰۰۱). آنها به این موضوع اشاره می‌کنند که بدبینی موجود نسبت به مربوط بودن الگوی گزارشگری مالی فعلی از منظر ارزشگذاری را می‌توان با بررسی درخواست‌های

روزافزون سرمایه‌گذاران برای دریافت اطلاعات غیرمالی و ارائه شدن داوطلبانه چنین اطلاعاتی از سوی شرکت‌های مختلف، به وضوح مشاهده کرد. این محققان، کاهش رابطه سود حسابداری و بازده بازار را به واسطه تغییرات در ماهیت سودها تشریح می‌کنند. برای مثال، رایان و زاروین (۲۰۰۳) نشان می‌دهند که افزایش اثرات تقدم و تأخر و عدم تقارن سودها (محافظه‌کاری مشروط) در طول زمان، توضیحی محکم برای کاهش ارتباط بین سود و بازده سهام ارائه می‌دهد. با این حال، موهنرم و بالاچاندرا (۲۰۱۱) نتوانستند شواهدی جمع‌آوری کنند که نشان دهد افزایش محافظه‌کاری غیرمشروط، عامل کاهش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری است؛ بنابراین آنها این ادعا که حسابداری منبع کاهش ارتباط ارزشی است را رد کردند. همچنین برخی محققان، افزایش اقلام غیرعادی و استثنایی را عامل اصلی کاهش پایداری سود و در نتیجه ارتباط ارزشی آن تلقی می‌کنند. دونسلون و همکاران (۲۰۰۹) نشان می‌دهند که اقلام استثنایی، موجب کاهش رابطه بین درآمد و هزینه‌ها، پایداری سودها و نوسانات سود شده و همبستگی آن با بازده سهام را کاهش داده‌اند (لیم و پارک، ۲۰۱۱). علاوه بر این، آنها به این نتیجه رسیدند که افزایش در تناوب اقلام استثنایی در صورت سود و زیان، عمدتاً به دلیل تغییرات در محیط اقتصادی و نه تغییرات در استانداردهای حسابداری بوده است.

دیدگاه دوم، افزایش ناپایداری و بازده‌های غیر اطلاعات‌محور را به عنوان محرک اصلی کاهش ارتباط ارزشی می‌داند. یکی از شواهد این موضوع، حجم معاملات در بازارهای سهام است. اگر مفروض بداریم که ارزش بازار، به طور کامل منعکس‌کننده تمامی اطلاعات پیرامون سودهای آتی باشد، ادبیات انتظار منطقی حاکی از آن است که ما نباید هیچ‌گونه معامله‌ای در سهام فردی داشته باشیم (گراسمن و استیگلitz، ۱۹۸۰). این در حالی است که در یک روز معمولی، بیلیون‌ها سهام در دست افراد در بازارهای بورس و اوراق بهادار دادوستد می‌شود. این اشتباهی عظیم برای معامله اوراق بهادار، چالشی برای مدل سنتی محسوب می‌شود که در آن قیمت به طور کامل اطلاعات مربوط به سودهای آتی سهام را منعکس می‌کند. اگر توضیح حجم معاملات دشوار است، توضیح ناپایداری‌ها و نوسانات ارزش بازار حتی دشوارتر از آن خواهد بود. در چارچوب سنتی، غیرممکن است که رویدادها هیچ‌گونه محتوای اطلاعاتی برای تأثیرگذاری بر قیمت‌ها نداشته باشند و قیمت‌ها نیز تنها در واکنش به اطلاعات جدید تغییر می‌کنند. با این وجود شواهدی تجربی وجود دارد که اخبار در مورد اصول کلی، تنها مقدار بسیار اندکی از بی‌ثباتی‌ها و نوسانات بازده را تعریف می‌کنند (رول، ۱۹۸۴؛ کاتلر و همکاران، ۱۹۸۹). شیلر (۱۹۸۱) با بررسی نوسان‌پذیری فزاینده سهام در بازارهای مالی، چنین نتیجه‌گیری می‌کند که تغییرات مذکور، حاصل ورود اطلاعات جدید به بازار نمی‌باشد؛ زیرا این تغییرات نسبت به رویدادهای واقعی بعدی «بیش از اندازه بزرگ» به نظر می‌رسند. برنارد و

دیگران (۱۹۹۰) نیز نشان می‌دهند که سطح پایین قیمت‌ها در بازار سرمایه (در زمان تحقیق آنها)، به طور منطقی قابل انتساب به واقعیت‌های اقتصادی موجود نیست و نمی‌توان با توجه به واقعیت‌های اقتصادی موجود، این سطوح قیمت را توجیه نمود. لی (۲۰۰۱) معتقد است که رفتارهای ناهنجار ارزش‌های بازار باید در تحقیقات بازار سرمایه مد نظر قرار گیرد و اندازه‌گیری ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری بدون در نظر گرفتن مسئله کارایی بازار و رفتارهای غیرعقلایی سرمایه‌گذاران، نمی‌تواند شواهد قابل اتکایی را فراهم آورد. دونت و همکاران (۲۰۰۴ و ۲۰۰۷) نشان می‌دهند که افزایش معاملات غیر اطلاعات‌محور در طول زمان، منبع اصلی کاهش ارتباط میان سود و بازده است. بریمبل و هودگاسن (۲۰۰۷) با آزمون ارتباط ارزشی سود و ارزش دفتری، به این نتیجه رسیدند که ارتباط ارزشی این اطلاعات در طول زمان کاهش یافته است؛ اما زمانی که روابط، برای واکنش‌های متعاقب بازده نسبت به اطلاعات جاری تعدیل می‌شود، نتایج تغییر پیدا می‌کنند. فونگ و همکاران (۲۰۱۰) با انتقاد از رویه جاری برای اندازه‌گیری ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، طرحی را برای کنترل واکنش‌های نامتناسب قیمت و بازده سهام پیاده‌سازی کردند و ضمن تأیید یافته‌های دونت و همکاران، به این نتیجه رسیدند که قیمت و بازده سهام، واکنش آنی به اطلاعات حسابداری نشان نمی‌دهند و در بررسی روابط، اثرات بلندمدت کنترل شده باید مد نظر قرار گیرد. همچنین فرانسویس و شیپر (۱۹۹۹) بحث می‌کنند که کاهش رابطه بین سودها و بازده سهام در طول زمان، به علت افزایش نوسانات در ارزش بازار بوده است، در حالی که این نوسانات، ارتباطی با منابع اطلاعاتی نداشته‌اند.

### ۳- پیشینه پژوهش

#### ۳-۱- پژوهش‌های خارجی

ایستون و همکاران (۱۹۹۲) با بررسی رابطه میان سود و بازده سهام برای بازه‌های زمانی بلندمدت، نشان دادند که با طولانی‌تر شدن بازه زمانی محاسبه بازدهی تا ده سال، ضریب تعیین میان سود و بازده سهام تا حدود ۶۳ درصد افزایش می‌یابد.

کولینز و همکاران (۱۹۹۷) به بررسی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری شرکت‌های آمریکایی پرداختند. نتایج بررسی برای دوره ۴۰ ساله پژوهش آنها حاکی از آن بود که با وجود افزایش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری به طور کلی، ارتباط ارزشی سود حسابداری طی دوره تحقیق کاهش یافته است. آنها این موضوع را به فراوانی و اندازه اقلام استثنایی، وجود شرکت‌های زیان‌ده در نمونه تحقیق و تغییرات میانگین اندازه شرکت‌ها در طول زمان نسبت دادند.

شروف (۲۰۰۲) در پژوهش خود نشان داد که با طولانی‌تر کردن دوره زمانی محاسبه بازدهی از یک سال به ده سال، ضریب تعیین مربوطه، از ۱۱ درصد به ۴۷ درصد افزایش می‌یابد؛ زیرا این امر موجب کم‌رنگ‌تر شدن آثار ناشی از تأخیر در شناسایی اقلام حسابداری می‌گردد. آنها این بحث را مطرح کردند که بازه‌های زمانی بلندمدت‌تر، بر بازه‌های زمانی کوتاه‌مدت برتری دارد و این نکته باید در طراحی پژوهش‌های حوزه مورد بحث مدنظر قرار گیرد.

دونت همکاران (۲۰۰۴) نیز به این نتیجه رسیدند که کاهش در محتوای اطلاعاتی حسابداری ممکن است توسط معاملات غیراطلاعات‌محور در بازار سهام انجام گیرد تا اینکه کاهش در محتوای اطلاعاتی خود حسابداری وجود داشته باشد. به اعتقاد آنان، اگرچه ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در طول زمان کاهش داشته است، اما همه این کاهش، نباید به حساب اثرات اندازه‌گیری حسابداری گذاشته شود؛ بلکه بخش بسیار زیادی از کاهش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری، به دلیل اثرات رفتاری سرمایه‌گذاران بوده است که در طول زمان افزایش داشته است.

دونت و همکاران (۲۰۰۷) محتوای اطلاعاتی قیمت‌ها و سود حسابداری را در رابطه با ارزش‌های بنیادی بررسی کردند. نتایج به دست آمده حاکی از آن بود که توان پیش‌بینی هر دو متغیر مستقل مورد بررسی طی دوره کاهش یافته است و این کاهش، به خصوص در مورد قیمت سهام بیشتر بوده است. در این مقاله محققین بحث می‌کنند که قیمت سهام نمی‌تواند معیار مناسبی برای سنجش محتوای اطلاعاتی باشد.

سانگ یانگ (۲۰۰۸) با این استدلال که عوامل زیادی مانند کافی نبودن اطلاعات مربوطه، عدم تقارن اطلاعاتی و تصمیمات غیرمنطقی و نامعقول سرمایه‌گذاران سبب ناکارایی بازار می‌شوند و در یک بازار ناکارا با تأخیر در واکنش قیمت‌ها روبه‌رو هستیم، اثر سطح کارایی بازار بر روی محتوای اطلاعاتی سودهای جاری و آتی و اجزای سود را در بازه جاری سهام آزمون کرد. نتایج به دست آمده، نشان از تأثیر منفی ناکارایی بازار بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری دارد.

ریکس و لب (۲۰۰۸) با بررسی واکنش‌های کوتاه‌مدت بازار به افزایش‌ها یا کاهش‌های ۱۰ درصدی و بالاتر از ۱۰ درصد سهام تکی در بازارهای سهام آلمان طی سال‌های ۱۹۹۸ تا ۲۰۰۷ به این نتیجه رسیدند که شواهد قابل توجهی از واکنش بیش از حد و واکنش کمتر از حد وجود دارد. در ادامه آنها تلاش کردند اثر متغیرهای بنیادین شرکت بر واکنش بازار سهام نسبت به تکانه‌های قیمتی را بیابند اما نتوانستند شواهدی را در این خصوص فراهم آورند.

لیم و پارک (۲۰۱۱)، به بررسی ارتباط بین سود و بازده سهام طی سال‌های ۱۹۷۰ تا ۲۰۰۸ پرداختند. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، از ضرایب تعیین در مدل‌های رگرسیونی و روند این ضرایب در طول زمان بهره گرفته شده است. نتایج مطالعه آنها نشان می‌دهد که افزایش نوفه در



بازده سهام موجب کاهش همبستگی سود با بازده سهام می‌شود و اثرات این عامل در طول زمان افزایش یافته است.

تسه (۲۰۱۳) با طرح موضوع ناکارایی بازار، روابط بلندمدت و کوتاه‌مدت اطلاعات حسابداری با ارزش‌های ذاتی را اندازه گرفته و قدرت پیش‌بینی اطلاعات حسابداری را با قیمت سهام مقایسه کرد. نتایج نشان می‌دهند، اگرچه در کوتاه‌مدت قیمت سهام قدرت توضیح‌دهندگی بیشتری دارد، اما در بلندمدت اطلاعات حسابداری، قدرت توضیح‌دهندگی بیشتری نسبت به قیمت سهام دارند. آنها این نتایج را به معاملات اختلالی و ناکارایی بازار در تفسیر اطلاعات نسبت دادند.

ژو و نیو (۲۰۱۶) به این نتیجه رسیدند که در تعارض با فرضیه کارایی بازار، رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران، رشد عایدات مورد انتظار و نرخ بازده مورد توقع را تغییر می‌دهد و این تأثیر، در دوره‌های بدبینی و خوش‌بینی سرمایه‌گذاران، متفاوت است. بعلاوه اینکه نتایج حاکی از آن است که رفتارهای احساسی سرمایه‌گذاران، بر رابطه اطلاعات حسابداری و ارزش‌های بازار تأثیر معنی‌داری دارد.

کلوت و وایلت (۲۰۱۶) ارتباط ارزشی سود حسابداری و توان توضیحی آن در ارزیابی ارزش سهام شرکت‌های آمریکایی را با استفاده از روش‌های تحلیل رگرسیون مقطعی و سری زمانی آزمون کردند. مدل‌های مقطعی بر اساس داده‌های شرکت‌های آمریکایی که پایان سال مالی آنها ۳۱ دسامبر بود، برای بین سال‌های ۱۹۶۳ تا ۲۰۰۹ از فایل Compustat جمع‌آوری شد. نتایج نشان داد که توان توضیحی سود برای پیش‌بینی ارزش بازار کاهش یافته است اما شواهد مستقیمی در این خصوص آیا این کاهش به دلیل کیفیت پایین سود یا مدیریت سود بوده است، وجود ندارد.

تهات و الحدب (۲۰۱۷) به بررسی ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در دوره ۱۶ ساله (۲۰۰۰-۲۰۱۵) پرداختند. هدف بررسی این موضوع بود که آیا ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در دوره بعد از بحران نسبت به دوره بعد از بحران کاهش یافته است؟ بر اساس نمونه‌ای از FTSE 350 انگلستان، یافته‌ها نشان داد که ارتباط بین ارزش‌های شرکت‌ها در قالب قیمت و بازده سهام از یکسو و ارزش دفتری هر سهم، سود هر سهم و جریان‌های نقدی عملیاتی، از سوی دیگر، در تمام دوره‌های مورد بررسی، به طور قابل توجهی افزایش یافته است.

### ۳-۲- پژوهش‌های داخلی

آقایی و سجادیپور (۱۳۹۰) به بررسی محتوای اطلاعاتی اقلام صورت سود و زیان جامع پرداختند. این پژوهش در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ صورت گرفت و نتایج به دست آمده

از آن نشان می‌دهد که سود جامع قدرت توضیح‌دهندگی بالایی دارد و سایر اقلام سود و زیان جامع، به جزء سود و زیان تحقق نیافته سرمایه‌گذاری‌ها محتوای اطلاعاتی افزایش‌دهنده‌ای ندارند. مهرانی و مطمئن (۱۳۹۲) به بررسی رابطه محافظه‌کاری و ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۹ پرداختند. در این مقاله از مدل بیور و رایان (۲۰۰۰) برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری، از رویکرد فرانسیس و شیپر (۱۹۹۹) برای اندازه‌گیری ارتباط ارزشی و رویکرد ایستون و هریس (۱۹۹۱) برای اندازه‌گیری ضریب واکنش به سود استفاده شد. با بررسی ۸۲۲ مشاهده، نتایج نشان داد که محافظه‌کاری ارتباط معناداری با ضریب واکنش به سود و ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری ندارد.

حمدی و همکاران (۱۳۹۲) به بررسی مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری برای سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. در این تحقیق، اثر دو عامل سودده یا زیان‌ده بودن و اندازه شرکت نیز بر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری مورد بررسی قرار گرفت. نتایج تحقیق بیانگر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری برای سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران، بر مبنای مدل‌های بازده و قیمت بود. البته شاخص‌های سود و زیانی نسبت به شاخص ترازنامه‌ای برای سرمایه‌گذاران دارای ارزش مربوط‌تری هستند. همچنین، سودده یا زیان‌ده بودن و اندازه شرکت بر مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری اثرگذار است.

قدس‌آباد و مشایخی (۱۳۹۳) تحت رویکردهای اندازه‌گیری و پیش‌بینی و در قالب مدل‌های رگرسیونی، به بررسی روند ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری ۹۵ شرکت طی ۱۱ سال پرداختند. نتایج نشان داد که تحت هیچ‌کدام از دو رویکرد مورد بررسی، نمی‌توان فرضیه کاهش ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری را رد کرد.

دستگیر و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی و مقایسه رابطه بین پراکندگی سود و بازده سهام با استفاده از الگوی جورجینسن و همکاران (۲۰۱۲) پرداختند. نتایج حاصل از بررسی ۲۸۵ شرکت عضو نمونه در قالب مدل‌های رگرسیونی نشان داد که بین پراکندگی سود جاری و بازده جاری سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد اما رابطه معناداری بین پراکندگی سود آتی و بازده سهام جاری مشاهده نشد.

فرح‌زاده و همکاران (۱۳۹۴) به بررسی مربوط بودن سود (زیان)‌های شناسایی نشده تورمی برای توضیح نوسانات بازده و محتوای اطلاعاتی اضافی سود (زیان)‌های تعدیل‌شده بابت تورم نسبت به سود (زیان)‌های مبتنی بر بهای تمام‌شده تاریخی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. به منظور استخراج اطلاعات تعدیل‌شده تورمی از صورت‌های مالی اسمی، از الگوی تمتعدیل‌تورم‌مکانچیتچکی (۲۰۱۱) استفاده شده است. با بکارگیری رگرسیون حداقل مربعات

معمولی و داده‌های ترکیبی و تابلویی و استفاده از رویکر در گرسیون دومرحله‌ای، نتایج آزمون فرضیه‌ها حکایت از آن دارد که سود (زیان)‌های شناسایی‌نشده تورمی از خاصه مربوط بودن برای توضیح نوسانات بازده برخوردارند. علاوه بر این سود (زیان)‌های تعدیل‌شده تورمی و سود (زیان)‌های تاریخی، هر دو محتوای اطلاعاتی اضافی نسبت به یکدیگر دارند.

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

نوفه‌ها خطاهای غیرعمدی هستند که سودمندی اطلاعات را تحت تأثیر قرار می‌دهند و منجر به ایجاد محدودیت در ظرفیت تصمیم‌گیری و همچنین تجزیه و تحلیل‌های اشتباه می‌شوند. نوفه در اطلاعات حسابداری، موجب کاهش درجه انطباق پیام‌های حسابداری با واقعیت‌های اقتصادی و نوفه در ارزش‌های بازارمحور، موجب کاهش قابلیت اتکای این متغیرها به عنوان مبنای اندازه‌گیری سودمندی اطلاعات می‌شود.

در بررسی روابط بین سود حسابداری و بازده سهام، ضریب تعیین رگرسیون سود و بازده جاری، به سطح نوفه در دو متغیر سود جاری و بازده جاری سهام بستگی دارد. از طرفی، ضریب تعیین رگرسیون بازده جاری و سود آتی، به سطح نوفه در بازده جاری و سود آتی سهام بستگی دارد. اگر افزایش در نوفه بازده عامل اصلی محرک کاهش ارتباط بین سود و بازده باشد، ضریب تعیین حاصل از مدل رگرسیون سود آتی و بازده جاری، همبستگی مثبتی با ضریب تعیین رگرسیون سود جاری و بازده جاری خواهد داشت. به این دلیل که ضرایب تعیین در هر دوی این مدل‌های رگرسیونی، در درجه اول توسط یک عامل مشترک، یعنی سطح نوفه بازده سهام تحت تأثیر قرار می‌گیرند. یک راه ساده برای تفسیر همبستگی مثبت بین ضریب تعیین در دو مدل بالا این است که هر دو متغیر سود جاری و سود آتی، در توضیح تغییرات مقطعی بازده نوفه‌ای سهام، ناتوان می‌باشند. بر این مبنا می‌توان فرضیه اول پژوهش را به شکل زیر مطرح کرد:

**فرضیه یک:** اگر نوفه در بازده سهام عامل اصلی کاهش ارتباط ارزشی سود حسابداری در طول زمان باشد، ضریب تعیین حاصل از مدل رگرسیون سود آتی و بازده جاری سهام، رابطه مثبتی با ضریب تعیین رگرسیون سود جاری و بازده جاری سهام دارد.

مبتنی بر همان منطق، اگر سود جاری سهام، دارای نوفه باشد، به احتمال زیاد، سودمندی کمتری برای توضیح تغییرات مقطعی در بازده سهام خواهد داشت، صرف‌نظر از اینکه متغیر وابسته، بازده جاری یا بازده گذشته در نظر گرفته شود. اگر افزایش در نوفه سود، نیروی محرکه کاهش ارتباط بین سود و بازده باشد، انتظار می‌رود که بین ضریب تعیین حاصل از مدل رگرسیونی سود جاری و بازده جاری با ضریب تعیین مدل سود جاری و بازده گذشته، همبستگی مثبتی وجود

داشته باشد، چرا که ضرایب تعیین در هر دوی این مدل‌های رگرسیونی، تحت تأثیر سطح نوبه در سود هستند. یک راه ساده برای تفسیر همبستگی مثبت بین ضریب تعیین در دو مدل مورد بحث این است که رفتار نوبه سود، توضیح تغییرات مقطعی در بازده سهام را دشوار می‌سازد. بر این مبنا می‌توان فرضیه دوم پژوهش را به شکل زیر مطرح کرد:

فرضیه دو: اگر نوبه در سود سهام عامل اصلی کاهش موقتی ارتباط ارزشی سود باشد، ضریب تعیین حاصل از مدل رگرسیون سود جاری و بازده جاری سهام، رابطه مثبتی با ضریب تعیین رگرسیون سود جاری و بازده گذشته سهام دارد.

با فرض این که بخش قابل توجهی از نوبه در هر دو متغیر بازده و سود، به طور مستقلی تعیین شده و در بین سال‌های مختلف، متفاوت باشند، می‌توان توان نسبی دو عامل (نوبه در بازده یا نوبه در سود سهام) را از طریق بررسی همبستگی ضریب تعیین حاصل از مدل رگرسیونی سود جاری و بازده جاری با ضریب تعیین مدل سود آتی و بازده جاری و همچنین ضریب تعیین مدل سود جاری و بازده گذشته، ارزیابی کرد.

اگر کاهش ضریب تعیین رگرسیون همزمانی سود و بازده در طی یک روند زمانی خاص، به دلیل نوبه در بازده سهام باشد، انتظار می‌رود که همبستگی مثبتی بین ضریب تعیین حاصل از مدل رگرسیونی سود جاری و بازده جاری با ضریب تعیین مدل سود آتی و بازده جاری وجود داشته باشد. اگر کاهش ضریب تعیین رگرسیون همزمانی بازده و سود در طی یک روند زمانی خاص، به دلیل نوبه در سود تعیین شود، انتظار می‌رود که همبستگی مثبتی بین ضریب تعیین حاصل از مدل رگرسیونی سود جاری و بازده جاری با ضریب تعیین مدل سود جاری و بازده گذشته وجود داشته باشد. حال اگر در هر دو آزمون، همبستگی مثبتی مشاهده شد، نوبه در هر دو متغیر سود و بازده سهام، به عنوان منابع کاهش در ضریب تعیین رگرسیون سود و بازده عمل می‌کنند. اگر همبستگی مثبت در هیچ یک از آزمون‌ها مشاهده نشد، می‌توان نتیجه گرفت که عاملی غیر از نوبه در سود و بازده، به عنوان منابع کاهش در ضریب تعیین رگرسیون سود و بازده عمل می‌کنند.

## ۵- روش پژوهش

پژوهش حاضر به لحاظ روش، از نوع تحقیقات تحلیلی و توصیفی با رویکرد گذشته‌نگر است. در این پژوهش، ابتدا روند همبستگی سود بازه سهام طی دوره ۱۵ ساله اندازه گرفته می‌شود و محرک‌های تغییرات این روند، به صورت تجربی ارزیابی می‌شود. جهت تجزیه و تحلیل داده‌های پژوهش، از نرم‌افزار Eviews8 استفاده شده است. همچنین برای گردآوری داده‌های پژوهش، از بانک‌های اطلاعاتی سازمان بورس و اوراق و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استفاده شده است.

## ۶- دوره زمانی پژوهش، جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش حاضر، شامل تمام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. برای رعایت تجانس شرکت‌های برگزیده، ویژگی‌هایی برای انتخاب نمونه پژوهش در نظر گرفته شده است که به صورت جدول (۱) بوده است.

جدول ۱. انتخاب و استخراج نمونه پژوهش

تعداد شرکت‌های باقیمانده در نمونه	محدودیت مورد بررسی
۳۰۸	شرکت مورد نظر در طول دوره پژوهش، همواره در فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران درج شده باشد و تا سال ۱۳۹۵، از فهرست مزبور حذف نشده باشد.
۲۷۱	در راستای افزایش قابلیت مقایسه‌پذیری و یکسان‌سازی شرایط شرکت‌های نمونه (به دلیل افزایش اقلامی مانند نرخ حقوق و دستمزد، حامل‌های انرژی و سایر هزینه‌ها در ابتدای هر سال تقویمی)، سال مالی شرکت، منتهی به پایان اسفندماه باشد و این تاریخ طی دوره دسترسی به اطلاعات تغییر نکرده باشد.
۲۲۷	به منظور تشابه نوع اقلام صورت‌های مالی و طبقه‌بندی این اقلام، شرکت منتخب، متعلق به صنایع بانکی، بیمه‌ای، مؤسسات اعتباری، واسطه‌گری مالی و سرمایه‌گذاری‌ها نباشد.
۱۸۸	با توجه به اینکه قیمت سهام یکی از متغیرهای مؤثر این مطالعه است، برای داشتن قیمت بازار قابل اتکاء در آستانه مجمع عمومی عادی سالانه، سهام شرکت قبل از برگزاری مجمع مزبور و برای تمام سال‌های دوره زمانی تحقیق، حداقل هر سه ماه یکبار مورد دادوستد قرار گرفته باشد.

منبع: یافته‌های پژوهشگر

پس از اعمال شرایط فوق، نمونه آماری پژوهش شامل ۱۸۸ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شدند. دوره زمانی پژوهش حاضر، از سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۵ برای مدت ۱۵ سال در نظر گرفته شده است و اطلاعات مربوط به هر کدام از شرکت‌ها از صورت‌های مالی آنها جمع‌آوری شده است.

## ۷- مدل آزمون فرضیه‌های پژوهش

به منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، مدلی طراحی شده است که به طور مستقیم، دو محرک بالقوه کاهش ضریب واکنش به سود حسابداری (تغییرات در ماهیت سودها در مقابل تغییرات بازده سهام که قابل انتساب به سودها نمی‌باشند) را مورد بررسی قرار می‌دهد. آزمون مربوطه بر اساس

این منطق قرار دارد که ضریب تعیین در یک رگرسیون سود-بازده، از طریق وقوع تغییرات غیر سودمحور بازده (رفتار نوبه بازده سهام) و تغییرات غیر بازده‌محور سود (رفتار نوبه سود) تعیین می‌شود؛ بنابراین با بررسی نوع رابطه بین این ضرایب تعیین دو رگرسیون، می‌توان به این سؤال پاسخ داد که آیا نوبه در بازده سهام عامل کاهش ارتباط ارزشی سود بوده است یا نوبه در خود سود؟

ساختار روابط پیشرو/تأخیری بین بازده‌های سهام و سودهای حسابداری این نتیجه را به دست می‌دهد که سودهای آینده، در توضیح قسمتی از تغییرات بازده سهام که توسط سودهای جاری شرح داده نمی‌شوند، مفید خواهند بود. اگر نوبه در بازده سهام، عامل اصلی کاهش ارتباط ارزشی سود حسابداری باشد، بکارگیری سودهای جاری یا سودهای آتی به عنوان متغیر مستقل، سهم زیادی در توضیح تغییرات بازده جاری سهام نخواهد داشت. در چنین حالتی، اصلاح اثرات متغیرهای مستقل با لحاظ کردن سودهای جاری و آتی، تأثیر اندکی روی ضریب تغییر رگرسیون خواهد داشت و بنابراین، رابطه مثبت بین ضرایب تعیین دو مدل، مورد انتظار خواهد بود. بدین ترتیب، چنانچه نوبه در بازده سهام عامل کاهش رابطه بین سود و بازده سهام باشد، ضریب تعیین رگرسیون بازده-سود جاری، همبستگی مثبتی با ضریب تعیین رگرسیون بازده-سود آتی خواهد داشت.

در مقابل، چنانچه سطح نوبه در سود، عامل اصلی کاهش ضریب تعیین رگرسیون بازده-سود باشد، ضریب تعیین مدل، مشروط بر اینکه سود جاری به عنوان متغیر مستقل استفاده شود، به این موضوع که متغیر وابسته، بازده جاری یا تأخیری سهام باشد، واکنش معناداری نشان نمی‌دهد. در چنین حالتی، اصلاح متغیر وابسته با استفاده از بازده جاری یا تأخیری، تأثیر کمی روی ضریب تعیین مدل خواهد گذاشت، به این دلیل که ضریب تعیین مدل، در اصل با سطح نوبه در متغیر مستقل تعیین می‌شود. هر دوی ضرایب تعیین حاصل از رگرسیون سود-بازده جاری و سود جاری-بازده تأخیری همبستگی مثبتی خواهند داشت، چون هر دوی آنها در اصل، توسط سطح نوبه در سود جاری (یعنی متغیر مستقل) تعیین می‌شوند.

برای بررسی رابطه بین سود و بازده از مدل ساده رگرسیونی ۱ استفاده خواهد شد:

$$R_t = \alpha_0 + \beta_1 E_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

در مدل بالا،  $R_t$  بازده سالانه تجمعی که از انباشت بازده تیرماه سال  $t$  تا خردادماه سال  $t+1$  محاسبه می‌شود و  $E_t$  سود هر سهم شرکت است. برای هر سال، مدل بالا در سطح مقطعی اجرا می‌-

شود و ضریب تعیین مدل، به عنوان توان توضیحی سود حسابداری نسبت به بازده سهام تعریف می‌شود. برای بررسی روابط پیشرو/تأخیری بین بازده سهام و سودهای حسابداری، از مدل رگرسیونی ۲ استفاده می‌شود:

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 E_{t+1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

بعد از آنکه ضرایب تعیین برای هر سال تعیین شد، جهت بررسی روند رابطه در طول زمان، مدل رگرسیونی ۳ بکار گرفته می‌شود:

$$R_t^2 = \theta_0 + \theta_1 Year_t + \sigma_0 \quad (3)$$

برای آزمون فرضیه اول پژوهش، همبستگی ضرایب تعیین مدل‌های رگرسیونی (۱) و (۲) بررسی می‌شود.

## ۸- یافته‌های پژوهش

### ۸-۱- آمار توصیفی داده‌ها

ویژگی‌های کلی متغیرهای کمی پژوهش در جدول (۲) به نمایش درآمده است. در ۲۸۲۰ مشاهده مورد آزمون، میانگین و میانه سود هر سهم به ترتیب برابر با ۴۴۲ و ۳۶۰ به دست آمده که نشان‌دهنده چولگی خفیف پراکندگی توزیع این متغیر است. در شرکت‌های نمونه، بیشترین بازده ۸/۲۲۴ و کمترین آن ۰/۶۸- بوده است.

جدول ۲. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	میانگین	انحراف معیار	میانه	کمترین	بیشترین
سود سهام	۰/۷۴/۴۴۲	۱۰/۲۰/۲۵۰	۳۶۰/۴۹۰	-۲۸۳۲	۹۲۴۸
بازده سهام	۰/۶۰۲	۰/۹۶	۰/۴۳۰	-۰/۶۸	۸/۲۲۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر

### ۸-۲- روند تغییرات همبستگی سود حسابداری و بازده سهام

جدول (۳)، روند تغییرات همبستگی بین سود حسابداری و بازده سهام طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۵ را نشان می‌دهد. در انتهای جدول نیز، میانگین تغییرات بین سال‌ها ارائه شده است. میانگین ضرایب تعیین مدل‌های سالانه، ۰/۱۳۳ بوده است و میانگین تغییرات سالانه، ۰/۱۲۵- بوده است. متوسط تغییرات منفی سالانه نشان‌دهنده کاهش روابط بین متغیرها در طول زمان است که با نتایج تحقیقات قبلی سازگار می‌باشد. آماره t در انتهای جدول، حاکی از معنادار بودن این کاهش همبستگی است.

جدول ۳. روند تغییرات ضریب تعیین مدل سود حسابداری - بازده سهام

سال	ضریب تعیین مدل سود - بازده
۱۳۸۱	۰/۱۹۶
۱۳۸۲	۰/۱۷۵
۱۳۸۳	۰/۱۹۳
۱۳۸۴	۰/۱۴۵
۱۳۸۵	۰/۱۳۴
۱۳۸۶	۰/۱۵۰
۱۳۸۷	۰/۱۲۸
۱۳۸۸	۰/۱۰۶
۱۳۸۹	۰/۱۲۲
۱۳۹۰	۰/۱۴۱
۱۳۹۱	۰/۰۵۷
۱۳۹۲	۰/۱۰۸
۱۳۹۳	۰/۱۲۷
۱۳۹۴	۰/۱۲۲
۱۳۹۵	۰/۰۸۷
میانگین ضرایب تعیین	۰/۱۳۳
متوسط تغییرات سالانه	-۰/۱۲۵
آماره t روند	-۴/۵۱۴

منبع: یافته‌های پژوهشگر



### ۸-۳- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش، لازم است همبستگی بین ضرایب تعیین رگرسیون‌های سالانه در مدل‌های سود جاری- بازده جاری و سود آتی- بازده جاری برای فرضیه اول و همبستگی بین ضرایب تعیین رگرسیون‌های سالانه در مدل‌های سود جاری- بازده جاری و سود جاری- بازده گذشته برای فرضیه دوم محاسبه شوند. با این حال، سری مدل‌ها، به دلیل سایر عوامل، دارای روند هستند که لازم است روندزایی شوند. برای این منظور، بعد از محاسبه ضریب تعیین برای دو مدل طی سال‌ها، ضرایب تعیین روندزایی شده برای بررسی همبستگی استفاده شده است. نتایج آزمون همبستگی پیرسون بین ضرایب تعیین روندزایی شده مدل‌ها و معناداری این روابط، در جدول (۴) نشان داده شده است:

جدول ۴. همبستگی ضرایب تعیین طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۵

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب تعیین مدل سود جاری- بازده جاری	ضریب تعیین مدل سود آتی- بازده جاری	ضریب تعیین مدل سود جاری- بازده گذشته
ضریب تعیین مدل سود جاری- بازده جاری	$R^2(R_t, E_t)$	۱	۰/۵۰۳	۰/۳۳۳
			۰/۰۷۸	۰/۲۶۶
ضریب تعیین مدل سود آتی- بازده جاری	$R^2(R_t, E_{t+1})$	۱	۰/۵۰۳	۰/۲۲۳
			۰/۰۷۸	۰/۹۴۲
ضریب تعیین مدل سود جاری- بازده گذشته	$R^2(R_{t-1}, E_t)$	۱	۰/۳۳۳	۰/۲۲۳
			۰/۲۶۶	۰/۹۴۲

منبع: یافته‌های پژوهشگر

اگر نوفه در سود، منبع اصلی کاهش روابط همزمان بین سود و بازده باشد، جایگزینی سود جاری با سود آتی به عنوان متغیر مستقل در مدل سود-بازده، تأثیرات بی‌ارتباطی بر ضرایب تعیین مدل‌ها خواهند داشت و همبستگی معناداری بین ضرایب تعیین در این مدل‌ها وجود نخواهد داشت. در مقابل، اگر نوفه در بازده سهام عامل کاهش روابط همزمان بین سود و بازده باشد، بکارگیری متغیر مستقل از بین سود جاری یا سود آتی، اثر کمی بر روی ضرایب تعیین خواهد داشت، دو سری زمانی ضرایب تعیین، همبستگی مثبتی با یکدیگر خواهند داشت؛ به این دلیل که در چنین حالتی، متغیر وابسته عامل تعیین‌کننده ضریب تعیین است و در هر دو رگرسیون، متغیر وابسته یکسانی استفاده شده است. ضریب همبستگی پیرسون بین متغیرهای ضریب تعیین مدل سود جاری- بازده جاری و ضریب تعیین مدل سود آتی- بازده جاری در جدول (۴)، ۰/۵۰۳ است

که در سطح خطای کمتر از ۰/۱۰ معنی‌دار است. مثبت بودن این رابطه بدین معنی است که سودهای آتی، تغییرات مقطعی در بازده جاری سهام که قبلاً توسط سود جاری سهام توضیح داده نشده است را توضیح نمی‌دهند. بدین ترتیب، می‌توان نتیجه گرفت که نوفه در بازده سهام، منبعی معنادار برای کاهش همبستگی بین سود و بازده سهام است که این یافته، با فرضیه اول پژوهش سازگار می‌باشد.

فرضیه دوم بدین صورت مطرح شده بوده که اگر نوفه در سود سهام عامل اصلی کاهش ضریب واکنش به سود در طول زمان باشد، ضریب تعیین حاصل از مدل رگرسیون سود جاری و بازده جاری، رابطه مثبتی با ضریب تعیین رگرسیون سود جاری و بازده گذشته خواهد داشت. اعتقاد بر این است که اگر نوفه سود سهام، منبع اصلی کاهش ضریب تعیین رابطه سود و بازده باشد، بکارگیری بازده سال جاری و یا بازده سال بعدی به عنوان متغیر وابسته، تأثیر اندکی بر ضرایب تعیین مدل‌ها خواهد داشت. نتایج به دست آمده حاکی از آن است که همبستگی ۰/۳۳۳ بین این دو ضریب تعیین وجود دارد که از نظر آماری معنادار نمی‌باشد. بدین ترتیب فرضیه دوم پژوهش، مبنی بر اثرات نوفه سود سهام به عنوان منبع معنادار کاهش همبستگی بین سود و بازده سهام قابل پذیرش نمی‌باشد.

در ادامه، به منظور بررسی چگونگی تغییرات سطح نوفه در بازده و سود در طول زمان، روند زمانی ضرایب همبستگی با استفاده از بازه‌های زمانی متحرک پنج‌ساله، از سال ۱۳۸۱ تا سال ۱۳۹۵ برآورد شده است. جدول (۵)، روند زمانی ضریب همبستگی پیرسون را برآورد می‌کند. ستون دوم، روند زمانی همبستگی بین ضریب تعیین مدل سودجاری - بازده جاری و ضریب تعیین مدل سود آتی - بازده جاری را نشان می‌دهد و حاکی از آن است که این همبستگی، با آماره  $t$  ۶/۰۷۱ که در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار می‌باشد، در طول زمان افزایش یافته است. این یافته بدین معنی است که اثرات نوفه بازده سهام، در طول زمان افزایش یافته است. این در حالی است که اثرات نوفه سود سهام، با توجه به منفی بودن آماره  $t$  در طول زمان کاهش یافته است، اگرچه این کاهش به لحاظ آماری معنادار نبوده است. به طور کلی، نتایج نشان می‌دهد که کاهش ضرایب تعیین در رگرسیون بازده و سود در طول زمان، در درجه اول به دلیل افزایش نوفه در بازده سهام در طول زمان به جای نوفه سود بوده است.

جدول ۵. روند زمانی ضرایب همبستگی ضرایب تعیین مدل‌های سود- بازده

همبستگی بین ضرایب تعیین مدل سودجاری- بازده جاری و ضریب تعیین مدل سودجاری- بازده گذشته	همبستگی بین ضرایب تعیین مدل سودجاری- بازده جاری و ضریب تعیین مدل سود آتی- بازده جاری	
۰/۶۸۸	۰/۵۸۶	۱۳۸۵
۰/۶۲۰	۰/۵۲۶	۱۳۸۶
۰/۳۶۰	۰/۵۸۱	۱۳۸۷
۰/۳۲۵	۰/۴۶۲	۱۳۸۸
۰/۴۵۱	۰/۴۲۶	۱۳۸۹
۰/۷۸۵	۰/۷۳۵	۱۳۹۰
-۰/۲۳۵	۰/۸۹۰	۱۳۹۱
-۰/۳۴۹	۰/۸۶۴	۱۳۹۲
-۰/۵۲۸	۰/۵۷۸	۱۳۹۳
-۰/۵۸۲	۰/۵۶۹	۱۳۹۴
-۰/۷۷۱	۰/۸۷۸	۱۳۹۵
۰/۰۷۰	۰/۶۴۶	میانگین ضرایب تعیین
۰/۵۱۱	۰/۰۰۴	متوسط تغییرات سالانه
-۱/۲۳۶	۶/۰۷۱	آماره t روند

منبع: یافته‌های پژوهشگر

## ۹- بحث و نتیجه‌گیری

تحقیقاتی که به بررسی روند روابط بین اطلاعات حسابداری و ارزش بازار سهام پرداخته‌اند، عموماً از رگرسیون‌های مبتنی بر برآورد روابط همزمانی اطلاعات حسابداری و ارزش‌های جاری سهام استفاده کرده‌اند تا ارزیابی کنند چگونه اطلاعات حسابداری نمودی از این مقادیر ارائه می‌دهند و روند این روابط در طول زمان به چه شکل بوده است؟ عمده این گونه تحقیقات به کارایی بازار توجهی نکرده و ظاهراً بر اساس این فرض ضمنی که بازار سهام به صورت نیمه قوی کارا است و ارزش بازار، تمام اطلاعات را به درستی منعکس می‌سازد، مدل‌بندی و نتیجه‌گیری کرده‌اند. این در حالی است که شواهد تجربی پیشین نشان می‌دهند که ممکن است بازار در پردازش اطلاعات عمومی کاملاً کارا عمل نکند و بنابراین نمی‌توان تمام کاهش رابطه این اطلاعات با متغیرهای بازار را بلافاصله به حساب تغییر در ماهیت اطلاعات گذاشت. در این پژوهش، ابتدا روند زمانی تغییرات در همبستگی سود حسابداری با بازده سهام بررسی شده و در ادامه، سهم نوفه در هر یک از این دو

متغیر، در تغییرات این رابطه آزمون شد. نتایج تجربی به دست آمده از بررسی دوره ۱۵ ساله پژوهش حاکی از آن است که توان توضیح‌دهندگی سود حسابداری در طول زمان کاهش معناداری داشته است اما این کاهش، به دلیل نطفه در بازده سهام بوده که این ویژگی، در طول دوره تحقیق نیز افزایش یافته است. نطفه در سود سهام، اگرچه عاملی برای کاهش همبستگی بین دو متغیر به شمار می‌آید، اما اثرات آن از لحاظ آماری معنی‌دار نمی‌باشد و روند اثرات نیز در طول زمان کاهش پیدا کرده است.

این یافته‌ها با نتایج مطالعات پیشین مانند دونت و همکاران (۲۰۰۴ و ۲۰۰۷)، فونگ و همکاران (۲۰۱۰) و لیم و پارک (۲۰۱۱) سازگار می‌باشد و این موضوع را برجسته می‌کند که انتساب تمام کاهش همبستگی اطلاعات حسابداری با ارزش بازار در طول زمان به تغییر ماهیت این اطلاعات، یک نوع ساده‌سازی بیش از حد و نتیجه‌گیری ناقص است و نمی‌توان اثرات نطفه در ارزش‌های بازار را نادیده گرفت. بر این اساس به نظر می‌رسد بتوان به پژوهشگران آتی نیز پیشنهاد کرد که در بررسی ارتباط ارزشی متغیرهای حسابداری، اثرات نطفه در متغیرهای بازارمحور را کنترل کنند. این موضوع در برخی تحقیقات قبلی نیز مورد توجه قرار گرفته و برای مثال لی (۲۰۱۶) پیشنهاد می‌کند که تحقیقاتی که به دنبال اندازه‌گیری ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری هستند، یا از ارزش ذاتی سهام به عنوان متغیر وابسته استفاده کنند یا قیمت سهام را برای اثرات ناکارایی بازار تعدیل کنند. خوانندگان تحقیقات حسابداری نیز مطالعات انجام شده در این حوزه را باید با احتیاط بیشتری تفسیر کرده و بپذیرند. سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری در حوزه ارزشگذاری نیز در نظر داشته باشند که این اطلاعات کماکان ویژگی مربوط بودن را دارند و آنها می‌توانند به عنوان منبع اطلاعاتی قابل اتکا به منظور اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری به کار گرفته شوند. در نهایت باید به این موضوع توجه داشت که یافته‌های این پژوهش، عمدتاً بر مبنای بررسی ضرایب تعیین مدل‌های رگرسیونی به دست آمده است که باید با توجه به محدودیت‌های آن تفسیر شود. از جمله اینکه برخی محققان معتقدند که ضرایب تعیین رگرسیون، ممکن است شاخص مناسبی برای مقایسه بین نمونه‌ها نباشد (گو، ۲۰۰۷).

## فهرست منابع

- ۱) آقایی، محمدعلی و رحمان سجادپور، (۱۳۹۰)، "محتوای اطلاعاتی اقلام صورت سود و زیان جامع بررسی بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی، ۹ (۳۲)، صص ۴۷-۲۳.
- ۲) حمدی، کریم، علی فعال قیومی، محسن برزوزاده زواره و نسترن تقی‌خانی، (۱۳۹۲)، "مربوط بودن ارزش اطلاعات حسابداری و عوامل تأثیرگذار بر آن"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۵ (۱۹)، صص ۱۷۳-۱۹۳.
- ۳) دستگیر، محسن، احمد گوگرد چیان و تاره آدمیت، (۱۳۹۴)، "رابطه بین کیفیت سود (پراکندگی سود) و بازده سهام"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷ (۲۶)، صص ۳۷-۲۱.
- ۴) فرزاده‌هکردی، حسن، حسین اعتمادی و یگانه فغفورمغربی، (۱۳۹۴)، "محتوای اطلاعاتی سود (زیان)‌های تعدیل‌شده بابت تورم"، پژوهش‌های حسابداری مالی و حسابرسی، ۷ (۲۷)، صص ۱۱۱-۱۲۴.
- ۵) قدس حسن آباد، مریم و بیتا مشایخی، (۱۳۹۳)، "ارزش‌مداری اطلاعات حسابداری طی زمان"، دانش حسابداری مالی، ۱ (۱)، صص ۴۹-۶۵.
- ۶) مهرانی، ساسان و محسن مطمئن، (۱۳۹۲)، "محافظه‌کاری و ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری"، ۲ (۱)، صص ۴۵-۶۱.
- 7) Balachandran, S. and Mohanram, P. (2011), "Is the Decline in the Value Relevance of Accounting Driven by Increased Conservatism?", *Review of Accounting Studies*, Vol. 16, PP. 272-301.
- 8) Ball, R. & Brown, P. (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, No. 2, PP. 159-178.
- 9) Bernard, V.L., Thomas, J.K., (1990), "Evidence that Stock Prices Do not Fully Reflect the Implications of Current Earnings for Future Earnings", *Journal of Accounting and Economics* 13, PP. 305-341.
- 10) Brimble, M., Hodgson, A., (2007), "On the Intertemporal Value Relevance of Conventional Financial Accounting in Australia", *Accounting & Finance* 47, PP. 599-622.
- 11) Clouta, V., Willett, R. (2016), "Earnings in Firm Valuation and their Value Relevance", 12(3), PP. 223-240
- 12) Collins, D.W., Maydew, E.L., Weiss, I.S., (1997), "Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years", *Journal of Accounting and Economics* 24, PP. 39-67.
- 13) Donelson, D., Jennings, R. and McInnis, J. (2009), "Changes over Time in the Revenue-Expenses relation: Accounting or Economics?", working paper.

- 14) Dontoh, A., Radhakrishnan, S., Ronen, J., (2004), "The Declining Value-Relevance of Accounting Information and Non-Information-Based Trading: an Empirical Analysis", *Contemporary Accounting Research* 21, PP. 795–812.
- 15) Dontoh, A., Radhakrishnan, S., Ronen, J., (2007), "The Declining Value-relevance of Accounting Information and Non-Information-based Trading: An Empirical Analysis", *Contemporary Accounting Research* Vol. 21, No. 4, PP. 795–812.
- 16) Easton, P., Harris, T., Ohlson, J., (1992), "Aggregate Accounting Earnings Can Explain most of Security Returns: The Case of Long event Windows", *Journal of Accounting and Economics* 15, PP. 119–142.
- 17) Francis, J. & Schipper, K. (1999), "Have Financial Statements Lost Their Relevance?", *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 2, PP. 319-352.
- 18) Fung, S., Su, R., Zhu, X. (2010), "Price Divergence from Fundamental Value and the Value Relevance of Accounting Information", *Contemporary Accounting Research*. Vol. 27, No. 3
- 19) Grossman, S., Stiglitz, J.E., (1980), "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", *American Economic Review* 70, PP. 393–408.
- 20) Gu, Z. (2007), "Across-Sample Incomparability of R 2s and Additional Evidence on Valurelevance Changes over Time", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 34, PP. 1073-98.
- 21) Lee, C.M.C., (2001), "Market Efficiency and Accounting Research: a Discussion of "Capital Market Research in Accounting", by S. P. Kotharis. *Journal of Accounting and Economics* 31, PP. 233–253.
- 22) Lim, S. Park, T. (2011), "The Declining Association between Earnings and Returns Diminishing Value Relevance of Earnings or Noisier markets?", *Journal of Management Reserch Review*, Vol. 34, PP. 947-961.
- 23) Reiks, Johannes, Lobe, Sebastian, (2008), "Do Price Shocks Indicate a Short-Term overreaction on The Germany", [www.mfa-2008.com/papers/08-02-02\\_Overreaction.pdf](http://www.mfa-2008.com/papers/08-02-02_Overreaction.pdf).
- 24) Roll and Ross, (1984), "Ross A Critical Examination of the Empirical Evidence on the Arbitrage Pricing Theory: A Reply", *Journal of Finance*, 39, PP. 347-350
- 25) Ryan, S.G. and Zarowin, P.A. (2003), "Why Has the Contemporaneous Linear Returns-Earnings relation Declined?", *The Accounting Review*, Vol. 78, PP. 523-53.
- 26) Shiller, R., (1981), "Do Stock Prices Move too much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?", *American Economic Review* 71, PP. 421–436.
- 27) Sunyoung, K. (2008), "Three Essay on Financial Accounting-Empirical Studies," PhD Dissertation, University of Alberta.
- 28) Tahata, Y., Alhadab, M. (2017), "Have Accounting Numbers Lost their Value Relevance during the Recent Financial Credit Crisis?", Vol. 66, PP. 182-191
- 29) Tswei, Keshin, (2013), "Is Transaction Price more Value Relevant Compared to Accounting Information ? An Investigation of a Time-Series Approach", *Pac. Basin Financ. J.* 21, PP. 1062- 1078.
- 30) Zhu, B, Niu, F. (2016), "Investor Sentiment, Accounting Information and Stock Price: Evidence from China", *Pacific-Basin Finance Journal* 38, PP. 125–134.