

تاریخ دریافت: ۸۵/۹/۲۵

پذیرش نهایی: ۸۷/۴/۱۳

تأثیر اهرم مالی بر ضریب واکنش سود

دکتر محسن خوش‌طینت

عضو هیأت علمی دانشگاه علامه طباطبائی

حامد فلاح جوشقانی

کارشناس ارشد حسابداری

چکیده

در این پژوهش، تأثیر اهرم مالی بر ضریب واکنش سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. هدف از تحقیق تعیین این موضوع است که آیا سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و... در واکنش به اخبار خوب و بد ناشی از انتشار اطلاعات حسابداری به ساختار سرمایه شرکتها و میزان اهرمی بودن آنها توجه داشته و یا واکنش آنها این اخبار را تحت تأثیر خود قرار می‌دهد یا خیر.

معیارهای اندازه‌گیری اهرم مالی به دو دسته طبقه‌بندی می‌شود:

۱- سود و زیانی

۲- ترازنامه

در این پژوهش از رویکرد ترازنامه استفاده شده است. در رویکرد ترازنامه دو

تعریف برای اهرم قابل شده‌اند:

۱- نسبت بدهیها به داراییها

۲- نسبت بدهیها به حقوق صاحبان سهام

هر دو تعریف در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته‌اند. بررسی تنها فرضیه تحقیق به کمک تجزیه و تحلیل رگرسیون در دوره زمانی ۸۳-۱۳۷۹ نشان می‌دهد که در تعریف نخست از اهرم در سطح کل نمونه و در سطح بالای اهرم و در تعریف دوم در سطح بالای اهرم، بین اهرم مالی و ضریب واکنش سود رابطه‌ی معکوس وجود دارد. ولی در تعریف نخست از اهرم در سطح پایین اهرم و در تعریف دوم در سطح کل نمونه و در سطح پایین اهرم بین اهرم مالی و ضریب واکنش سود رابطه‌ی معناداری مشاهده نشد.

کلید واژه‌ها: اهرم مالی، سود غیر منتظره، بازده غیر نرمال، ضریب واکنش سود.

مقدمه

در دهه‌های اخیر بر نقش اطلاع‌رسانی حسابداری بیش از هر زمان دیگری تاکید شده است پیشرفت‌های وسیع در به کارگیری مدل‌های کمی در علوم رفتاری و فن‌آوری اطلاعات، نقش قابل توجهی در تحول و تفکر حسابداری ایفا نموده است این تحولات نافذ و فراگیر، زمینه‌های متنوعی را برای تحقیقات علمی و تجربی در حسابداری فراهم کرده است یکی از مهمترین زمینه‌های تحقیقات، قیمت و بازدهی سهام و ارائه‌ی مدل‌های تعیین و پیش‌بینی ارزش دارائیه‌ها بویژه ارزش سهام شرکتهاست (ثقفی، شعری ۱۳۸۳). روش مبتنی بر پیش‌بینی از پدیده نیاز به حل مساله بسیار مشکل، تعیین (ارزیابی) روشهای مختلف سنجش در حسابداری نشأت می‌گیرد. در روش مبتنی بر پیش‌بینی از شاخص سودمندی در پیش‌بینی استفاده می‌شود که بر آن اساس انتخاب از میان روشهای حسابداری به توانایی روشهای خاص در پیش‌بینی رویدادهای مورد علاقه استفاده‌کنندگان بستگی دارد در خصوص روش مبتنی بر پیش‌بینی حجم بزرگی از تحقیقات تجربی حسابداری ارایه شده است در همین ارتباط می‌توان دو جریان را شناسایی کرد: یک جریان با توانایی داده‌های حسابداری برای توجیه و پیش‌بینی رویدادهای حسابداری سروکار دارد و جریان دیگر به توانایی داده‌های حسابداری از نظر توجیه و پیش‌بینی واکنش بازار در برابر افشای این اطلاعات مربوط می‌باشد

(بلکویی ۲۰۰۰). هدف کلی این پژوهش که در غالب تحقیقات مبتنی بر بازار سرمایه قرارداد آزمون تجربی میزان تاثیرپذیری بازده غیرعادی سهام از سود غیر منتظره حسابداری در زمان انتشار سود با توجه به ساختارهای متفاوت سرمایه در شرکتهای مختلف می باشد. این پژوهش در واقع از دو جنبه می تواند حائز اهمیت باشد: یکی سودمندی اطلاعات حسابداری بویژه سود برای مقاصد تصمیم گیری و دیگری شناسایی میزان تاثیرپذیری بازده از سود در ساختارهای متفاوت سرمایه.

بیان مسأله

در دنیای سرمایه گذاری امروز فرآیند تصمیم گیری شاید مهمترین بخش از فرآیند یک سرمایه گذاری باشد. جایی که سرمایه گذاران در جهت حداکثر کردن منافع و ثروت خویش نیازمند اتخاذ بهینه ترین تصمیمات می باشند. در این راستا مهمترین عامل فرآیند تصمیم گیری، اطلاعات است. در بازارهای اوراق بهادار تصمیمات سرمایه گذاری متأثر از منابع اطلاعاتی است. اخذ اطلاعات از منابعی چون رسانه های خبری، تحلیل گران مالی، گزارشهای مالی شرکتها و حتی خود قیمت بازار اوراق بهادار صورت می گیرد. نظریه پردازان بازارهای اوراق بهادار، حسابداری و گزارشگری مالی را مهمترین منبع اطلاعاتی می دانند و به همین علت یکی از هدفهای حسابداری و تهیه صورتهای مالی، فراهم کردن اطلاعات به منظور تسهیل تصمیم گیری است.

نتیجه ی تصمیمات سرمایه گذاران همان واکنش های بازار است. ما میتوانیم ارزشهای جدید بازار اوراق بهادار را که به اطلاعات جدید، واکنش نشان می دهند مشاهده کنیم. اولین شواهد قوی در مورد واکنش بازار اوراق بهادار به انتشار و اعلام سود توسط بال و براون (۱۹۶۸) تهیه شد. آنها در تحقیق خود علاوه بر اثبات واکنش بازار به انتشار و اعلام سود با توجه به پیش بینی آن چگونگی واکنش بازار را نیز به شکل میانگین و به طور متوسط اندازه گیری کردند. آنها نشان دادند که واکنش سرمایه گذاران به شرکتهای با اخبار خوب (GN) منجر به بازده غیرمنتظره مثبت و به شرکتهای با اخبار بد (BN) منجر به بازده غیرمنتظره منفی می شوند. بال و براون از میانگین بازده غیر منتظره بهادار در پژوهش خود استفاده نمودند. این میانگین می تواند انحراف زیاد از حد متوسط را بپوشاند. لذا احتمالاً بازده غیرمنتظره برخی شرکتها بیشتر از حد متوسط و برخی زیر

حد متوسط می‌باشد. این موضوع سوالی را به ذهن متبادر می‌سازد که چرا بازار به اخبار خوب و بد شرکتها نسبت به برخی شرکتهای دیگر واکنش بیشتری نشان می‌دهد. در واقع برای تعدادی از سودهای غیرمنتظره معین، واکنش بازار اوراق بهادار برای برخی شرکتها بیشتر است. یکی از مهمترین راهنمایی‌های تحقیق بال و براون شناخت و توضیح در مورد واکنشهای مختلف بازار به اطلاعات سود است. این موضوع ضریب واکنش سود (Earnings Response Coefficient) نامیده می‌شود. ضریب واکنش سود، بازده غیرمنتظره بازار را در واکنش به اجزای غیرمنتظره سود گزارش شده اندازه‌گیری می‌کند.

دلایل واکنشهای متفاوت بازار چیست: Scott در کتاب تئوری حسابداری مالی (۲۰۰۳) خود دلایل زیر را عنوان می‌کند:

- ۱- (β) ریسک سیستماتیک ۲- تداوم روند سودآوری ۳- کیفیت سود ۴-
- فرصتهای رشد ۵- ساختار سرمایه ۶- شباهت انتظارات سرمایه‌گذاران ۷- بار اطلاعاتی قیمت.

پیشینه‌ی تحقیق

کورمندی و لایپ (۱۹۸۷) معتقدند که تا پیش از این پژوهش در خصوص مطالعات پیرامون رابطه بین سود و بازده یک سؤال همواره مطرح بوده و آن این است که سود گزارش شده شامل اطلاعاتی است که در تشخیص ارزش سهام شرکت، بازار از این اطلاعات استفاده می‌کند. آنها عنوان داشته‌اند با فرض اینکه سود اطلاعات مفید ارایه می‌کند سؤال دومی مطرح می‌شود با این عنوان که ماهیت اطلاعات در سود گزارش شده چیست و چگونه با ارزش شرکت مرتبط است، جهت پاسخ دادن به این سؤال آنها بر روی بزرگی ارتباط بین سود و بازده و نیز آزمون چگونگی این بزرگی در ویژگی‌های سری زمانی سودها تمرکز کردند. در واقع آنها با طرح این پرسش به واکنشهای تفاضلی بازار به اجزای گوناگون سود توجه کردند. پیش‌بینی آنها این بود که احتمالاً بزرگی ارتباط بین بازده سهام و سود وابسته به تداوم روند سودآوری است نتایج تحقیق در مدلی که آنها بر اساس تداوم روند سودآوری طرح کردند پیش‌بینی آنها

را تأیید کرد و اولین عامل موثر بر ضریب واکنش سود با عنوان تداوم روند سودآوری مشخص گردید.

کولینز و کوتاری (۱۹۸۹) به بررسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و ضریب واکنش سود پرداختند و دریافتند که تنها تنزیل‌کننده (کاهش دهنده) ضریب واکنش سود ریسک سیستماتیک (β) است بعلاوه آنها دریافتند که عامل نرخ فرصتهای رشد نیز به شکل مثبت بر ERC تأثیرگذار است در واقع پژوهش آنها نشان داد همان‌گونه که ERC آزمون صریح روابط بین قیمت‌ها و بازده‌ها را که در مدل ارزش‌گذاری مالی نهفته است، امکان‌پذیر می‌سازد می‌توان با دخالت دادن متغیرهای ریسک سیستماتیک و رشد برخی تفاوت‌های همزمانی ضریب واکنش سود را تبیین کرد.

ایستون و زمیجوسکی (۱۹۸۹) پی بردند که ضرایب واکنش سود نوعاً کمتر از حد انتظار هستند. این یافته، علاقه‌مندی آنها را برای توجه همزمان به متغیرهای ریسک و رشد و تداوم یا پایداری برانگیخت. بدین مفهوم که اجزای سودها پایدار هستند و از این رو نهفته‌هایی را برای ارزش‌گذاری آینده و واکنش بازار در بردارند، و افزون بر این گذرا هستند و ملازمات و نهفته‌های محدودی دارند آنها با آزمون مدل خود دریافتند که هرچه قدر پایداری بیشتر باشد با کنترل متغیرهای ریسک و رشد، ضریب واکنش سود بالاتر است.

هالیوال، لی و فارقر در سال ۱۹۹۱ در یک تحقیق تجربی به بررسی رابطه بین سود غیر منتظره و بازده غیر نرمال اوراق بهادار با تأثیرپذیری از اهرم مالی پرداختند آنها هدف خود از این تحقیق را فراهم آوردن شواهد بیشتری که بتوان بوسیله آنها به تعیین و شناسایی عوامل موثر بر ضریب واکنش سود پرداخت، عنوان کردند. با توجه به تحلیل‌هایشان فرضیه خود را با عنوان اینکه ضریب واکنش سود، به شکل منفی با اهرم مالی (به عنوان شاخص) مرتبط است بیان کردند و براساس این فرضیه شرکت‌های نمونه خود را بر طبق نوع صنعت و اندازه شرکت به صورت ۲ تایی بشرح زیر طبقه‌بندی کردند:

۱- وجود بدهی در ساختار سرمایه شرکت، شرکت‌های فاقد بدهی در مقابل

شرکت‌های اهرمی.

۲- سطح اهرم - سطح پائین اهرم در مقابل سطح بالای اهرم

اهرم مالی در این تحقیق به شکل میانگین در طول دوره تحقیق از سال ۱۹۸۴-۱۹۷۰ و بر مبنای نسبت ارزش دفتری بدهیهای بلندمدت به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری شد:

با برآزش مدلشان آنها توانستند فرضیه خود را به اثبات برسانند اما به این نکته توجه کردند که عواملی مانند β و PER (تداوم روند سود آوری) در تحقیقات قبلی صورت گرفته (مانند کولینز و کوتاری ۱۹۸۹ و ایستون و زمیجوسکی ۱۹۸۹) بر ERC موثر شناخته شده‌اند و در ضمن با اهرم مالی به ترتیب به شکل مثبت و منفی مرتبط می‌باشند لذا دو عامل β و نرخ فرصتهای رشد، را نیز به مدل خود اضافه کردند تا با کنترل این دو عامل در مدل رگرسیون به شکلی حساسیت تحلیل خود را بالاتر ببرند. در این تحقیق بازده غیر نرمال بوسیله تفاوت بین بازده واقعی و بازده مورد انتظار که از مدل بازار بدست آمده اندازه‌گیری شد. سود غیر منتظره تفاوت بین سود واقعی در سال t پس از کسر آثار قیمتی تورم نسبت به سال قبل و سود سال گذشته اندازه‌گیری شد. در این محاسبات یکبار EPS و یکبار سود عملیاتی قرار گرفت که نتایج تفاوت عمده‌ای را گزارش نکردند. مطابق با فرضیه‌هایشان، نتایج بیان می‌دارد که ERC برای شرکتهای فاقد اهرم و یا با سطح پائین از اهرم نسبت به شرکتهای اهرمی و یا با سطح بالایی از اهرم بزرگتر است.

در سال ۱۹۹۴ در یک تحقیق آقایان هالیوال و رینولد عنوان کردند که تا بحال تحقیقات صورت گرفته مانند کولینز و کوتاری (۱۹۸۹) و ایستون و زمیجوسکی (۱۹۸۹) تنها عامل مؤثر بر ERC به شکل منفی را عامل β عنوان می‌کنند. در حالیکه β تنها نرخ تنزیل ERC نیست و عامل ریسک عدم پرداخت بدهیها (DefaultRisk) بعنوان نرخ تنزیل نیز به آن اضافه می‌شود آنها جهت اندازه‌گیری ریسک عدم پرداخت از رتبه‌بندی اوراق قرضه و نسبت بدهی استفاده کردند و با کنترل عوامل ریسک سیستماتیک، ثبات روند سودآوری، اثبات کردند که علاوه بر ریسک سیستماتیک، ریسک عدم پرداخت نیز می‌تواند به شکل منفی بر ERC مؤثر باشد.

بیلینگز (۱۹۹۹) تحقیقش شبیه تحقیق هالیوال و رینولد (۱۹۹۴) بود با این تفاوت که وی در مدل رگرسیون خود عامل نرخ رشد سود را نیز به همراه ریسک سیستماتیک و ثبات سودآوری اضافه کردند و بر این اساس مدل خود را برآزش کرد. استدلال وی

این بود که رتبه‌بندی اوراق قرضه و نسبت بدهی که شاخصهای اندازه‌گیری ریسک عدم پرداخت (D.R.) است بر نرخ مورد انتظار رشد سود تاثیر گذارند و با این عامل در ارتباط می‌باشند لذا رابطه بین ERC و D.R. دقیق‌تر سنجیده می‌شود هنگامی که ریسک سیستماتیک، رتبه‌بندی اوراق قرضه، نسبت بدهی و نرخ رشد سود در مدل رگرسیون قرار می‌گیرند. نتایج این تحقیق بیان می‌دارد که D.R. یک نقش نسبتاً محدود در تشریح ERC دارد.

کیم، وایلت و جانگر در سال ۲۰۰۲ در دانشگاه کوسلند تحقیقی با عنوان ریسک عدم پرداخت عاملی موثر بر ضریب واکنش سود انجام دادند، محققین در این مطالعه مبنای اصلی تحقیقتان پژوهش هالیوال، لی وفارقر در سال ۱۹۹۱ بود. هالیوال، لی وفارقر در تحقیقتان به شکلی خاص بر طبق نظریه حق اختیار در خصوص ریسک بدهی فرضیه خود را اثبات کردند ولی در آزمون تجربی آنها در خصوص فرضیاتشان به این موضوع که افزایش D.R. و کاهش ERC هم بسته‌اند یا خیر اشاره نشده است. و به این مفهوم که آیا بازپرداخت بدهی که D.R. را کاهش می‌دهد مستقیماً با افزایش ERC مرتبط است و بالعکس انتشار یک بدهی جدید که منجر به افزایش D.R. می‌شود مستقیماً با کاهش ERC ارتباط دارد یا خیر، آنها تحقیق خود را با توجه به این نظریه (کاهش D.R. منجر به افزایش ERC می‌شود و بالعکس) براساس اطلاعات شاخص S&P مربوط به شرکتهای صنعتی امریکا آزمون کردند در مدل برازش شده این تحقیق عواملی مانند بتا، فرصتهای رشد، تداوم روند سودآوری، نرخ رشد سود و انحراف استاندارد از سود قرار گرفته شد. اما نتایج تحقیق نشان داد که انتشار و بازپرداخت بدهی (کاهش و افزایش D.R.) با عوامل دیگری به غیر از D.R. مرتبط شده‌اند و بنابراین احتمالاً شاخصهای غیر قابل اتکای دیگری در این ترکیب دخالت می‌کنند. آنها عوامل زیر را مطرح می‌کنند:

اول اینکه شاخصهای بکار گرفته شده در اینجا جهت مفاهیم مفروض در تئوری بنیادین ممکن است خوب اندازه‌گیری نشده باشند. برای مثال استفاده از ارزش دفتری به جای ارزش بازار در محاسبه اهرم شاید عرضه خوبی برای شناساندن یک تقریب مستقیم برای محاسبات و پیش‌بینی‌ها نباشد. دوم چگونگی ناپایداری مدلهای اقتصادی جهت قدرت تفسیر و توضیح پژوهشها که به تازگی مشاهده شده است و سوم اینکه

سودمندی اصول بنیادین نظریه‌های کلاسیک مالی می‌تواند مورد پرسش قرار گیرد چرا که در نتایج گزارش شده در پژوهشها (مانند اینجا) برای این موضوع (سودمندی اصول بنیادین) محدودیت وجود دارد. مساله موجود در اینجا یک ترکیب پیچیده از تبدیل مفاهیم نظری به مفاهیم قابل اندازه‌گیری و پیش‌بینی است. در زیر مدل و جداول تحقیق و نتایج حاصل از آنها در دو شکل انتشار بدهی جدید و بازپرداخت بدهی قبلی ارایه می‌گردد.

تعریف مفاهیم و واژگان تحقیق

۱. متغیر وابسته:

ERC = واکنش‌های مختلف بازار به اطلاعات سود به این ترتیب که یک ضریب واکنش سود بازده غیرمنتظره بازار را در واکنش به اجزای غیرمنتظره سود گزارش شده توسط شرکتی که اوراق را منتشر کرده است اندازه‌گیری می‌کند. پس در ضریب واکنش می‌باید ۲ متغیر بازده غیر عادی و سود غیر منتظره تعریف گردد.

بازده غیر نرمال

در تعاریفی که از بازده غیر عادی ارایه شده است معمولاً تفاوت بین بازده واقعی و بازده مورد انتظار مد نظر قرار گرفته و یا با این استدلال که بازده از فرآیند گشت تصادفی پیروی می‌کند و نیز به لحاظ اینکه به تازگی تحقیقات نشان داده است که β تعیین‌کننده خوبی برای بازده نمی‌باشد و به این ترتیب CAMP نمی‌تواند مدل خوبی برای محاسبه بازده مورد انتظار باشد لذا از تفاوت بین بازده واقعی سال جاری و سال قبل استفاده می‌کنند.

سود غیر منتظره

برای محاسبه سود غیرمنتظره از تفاوت بین EPS واقعی و EPS پیش‌بینی استفاده می‌شود. در این خصوص نیز با استدلال مشابه در تحقیقاتی از تفاوت بین EPS سال جاری و سال قبل استفاده می‌شود.

۲. متغیر مستقل:

متغیر مستقل تحقیق اهرم مالی می‌باشد.

در تعریف اهرم مالی ۲ رویکرد داریم:

الف - رویکرد سود و زبانی که به بررسی رابطه بین سود قبل از بهره و مالیات و سود هر سهم می‌پردازد و در واقع درجه اهرم مالی نشان‌دهنده درصد تغییر در سود هر سهم در ازای یک درصد تغییر در سود قبل از بهره و مالیات است.

ب- رویکرد تراز نامه‌ای

در این رویکرد دو تعریف برای اهرم مالی قایل شده‌اند: ۱- نسبت بدهی به کل داراییها. ۲- نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام.

متغیرهای توضیحی:

متغیرهای توضیحی یا عبارت دیگر متغیرهای کنترلی در این تحقیق ریسک سیستماتیک (β) و نرخ فرصتهای رشد می‌باشد. همانطور که دیدیم عوامل متعددی بر ضریب واکنش سود مؤثراند. لذا جهت عدم مواجهه با مشکل همبستگی متغیرهای حذف شده، دو عامل ریسک سیستماتیک و نرخ فرصتهای رشد را نیز در مدل تحقیق قرارداده و حساسیت تحلیل خود را بالا ببریم. اما تعریف هر یک از این دو متغیر:

ریسک سیستماتیک (β):

برای محاسبه‌ی β از شاخص قیمت بورس سهام (که نشان‌دهنده‌ی سطح عمومی قیمت سهام در بورس است) استفاده می‌کنند. ضریب β برای یک سهم بخصوص به این صورت تعیین می‌شود که درجه‌ی ریسک سیستماتیک آن سهم را با ریسک سیستماتیک متعلق به شاخص قیمت بورس سهام مقایسه می‌کنند.

نرخ فرصتهای رشد (Growth opportunity)

در تعاریفی که به تازگی از فرصتهای رشد به میان می‌آید نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام مد نظر است در این تحقیق نیز از همین تعریف جهت محاسبه‌ی این متغیر استفاده شده است.

طرح مساله و تدوین فرضیه‌ی تحقیق

این پژوهش درصدد است که با استفاده از رویکرد محتوای اطلاعاتی (با فرض اینکه سود حسابداری حاوی اطلاعات مفید است) به بررسی میزان تاثیرپذیری بازده غیر نرمال از سود غیر منتظره (ضریب واکنش سود) با توجه به تاثیر عامل ساختار سرمایه که با شاخص اهرم مالی نشان داده می‌شود بپردازد. در واقع هدف اصلی این پژوهش پیدا کردن پاسخی برای این پرسش است که آیا درجه و میزان تاثیرگذاری سود غیر منتظره بر روی بازده غیرنرمال شرکتهای با ساختار سرمایه‌ی متفاوت، تفاوت معناداری با یکدیگر دارند یا خیر. یا عبارت دیگر واکنش بازار به اجزای غیرمنتظره سود که در بازده غیرنرمال نمایان می‌شود در شرکتهای با اندازه اهرم مالی مختلف متفاوت است یا خیر.

فرضیه: بین ضریب واکنش سود و اهرم مالی رابطه‌ی معکوس (منفی) وجود دارد. جهت آزمون فرضیه از مدل رگرسیون آماری زیر استفاده شده است.

$$AR_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 UE_{it} + \gamma D_{it} + \epsilon_{it}$$

AR_{it} = بازده غیر نرمال شرکت t در سال t

UE_{it} = سود غیر منتظره شرکت t در سال t

D_{it} = متغیر ساختگی:

۱. مساوی یک اگر اهرم بالاتر از متوسط صنعت باشد.

۲. مساوی صفر اگر اهرم پائین تر از متوسط صنعت باشد.

آزمون تحلیل حساسیت

عوامل متعددی بر ضریب واکنش سود تاثیر می‌گذارند، عواملی مانند ریسک سیستماتیک، نرخ رشد سود، تداوم روند سود آوری، فرصتهای رشد ساختار سرمایه و... متغیرهایی که در تحقیقات مختلف تاثیر آنها بر ضریب واکنش سود مورد آزمون قرار گرفته است. لذا به لحاظ اینکه در این تحقیق با مساله "همبستگی متغیرهای حذف شده" مواجه نشویم حساسیت تحلیل خود را با افزودن دو متغیر ریسک سیستماتیک و نرخ فرصتهای رشد به مدل تحقیق بالا می‌بریم. مدل رگرسیون جدید بشرح زیر می‌باشد:

$$AR_{it} = \alpha_1 + \alpha_2 UE_{it} + \alpha_3 \beta_{it} + \alpha_4 Growth_{it} + \gamma D_{it} + \epsilon_{it}$$

AR_{it} = بازده غیر نرمال شرکت i در سال t .

UE_{it} = سود غیرمنتظره برای شرکت i در سال t

β_{it} = ریسک سیستماتیک سهام عادی برای شرکت i در سال t .

$Growth_{it}$ = نرخ فرصتهای رشد که بوسیله نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام اندازه‌گیری می‌شود.

D_{it} = متغیر ساختگی: مساوی یک اگر اهرم بالاتر از متوسط صنعت باشد.

مساوی صفر اگر اهرم پائین‌تر از متوسط صنعت باشد.

روش تحقیق

این پژوهش تجربی با استفاده از روش همبستگی مقطعی به توصیف رابطه بین اهرم مالی و ضریب واکنش سود می‌پردازد. پژوهشهای همبستگی شامل کلیه پژوهشهایی است که در آنها سعی می‌شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از ضریب همبستگی کشف یا تعیین شود. هدف پژوهشهای همبستگی، مطالعه حدود تغییرات یک یا چند متغیر با حدود تغییرات یک یا چند متغیر دیگر می‌باشد. (دلاور ۱۳۸۲). روش‌شناسی پژوهش نیز از نوع پس‌رویدادی است. زیرا از اطلاعات واقعی گذشته استفاده شده است.

جامعه و نمونه آماری

جامعه تمامی عناصر مورد بررسی است که به گروه تعریف شده‌ای تعلق دارد. جامعه آماری این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۳ می‌باشد.

شرکت‌های نمونه از کل جامعه آماری براساس معیارهای زیر انتخاب شدند:

۱. شرکت‌های تولیدی می‌باشند. علت این معیار یکدست بودن اطلاعات شرکت‌های مختلف در صنایع مورد نظر است. شرکت‌های سرمایه‌گذاری نسبت به شرکت‌های تولیدی از نظر نسبت‌های مالی ماهیت فعالیت و طبقه‌بندی اقلام صورت‌های مالی دارای تفاوت می‌باشند و به همین دلیل حذف شدند.

۲. سال مالی شرکتها منتهی به پایان اسفندماه هر سال می‌باشد. علت انتخاب این معیار این است که در محاسبه متغیرها بخصوص بازده و دوره‌های زمانی مشابه باشند و شرایط و عوامل فصلی در انتخاب عوامل و متغیرها اثرگذار نباشد.

۳. سهام شرکتها در بورس معامله شده باشد. زیرا اگر به هر دلیلی سهام شرکتها معامله نشده باشد امکان محاسبه صحیح بازده وجود ندارد و بنابراین برای پیش‌بینی از چنین مشکلی این شرکتها حذف شدند.

بر مبنای این ۳ معیار تعداد ۷۰ شرکت انتخاب شدند که فهرست آنها و تعداد شرکتها در پیوست شماره یک ارائه شده است.

روش جمع‌آوری اطلاعات

به منظور محاسبه متغیرهایی که شامل اطلاعات حسابداری هستند از اطلاعات صورتهای مالی شرکتها استفاده شده است به منظور دستیابی به این اطلاعات و همچنین اطلاعات مرتبط با قیمت سهام شرکتها، از نرم‌افزار و سایت‌های پارس پرتفولیو و سازمان بورس اوراق بهادار استفاده شده است. خلاصه نتایج آمار توصیفی متغیرها و نیز آزمون نرمال بودن داده‌ها و ضریب همبستگی آنها با متغیر وابسته محاسبه شده است. آزمونها همه برای دوره مورد بررسی و همه به صورت مقطعی (یعنی شامل داده‌های کل دوره) انجام شده است. به این ترتیب کلیه اطلاعات مورد نیاز جمع‌آوری و وارد نرم‌افزار Excel شده است. سپس این اطلاعات وارد نرم‌افزار SPSS شده و مورد آزمون و تحلیل قرار گرفته است.

نتایج و یافته‌های تحقیق

- در این پژوهش دو تعریف از اهرم مالی، جهت آزمون فرضیه‌ها بکار رفته است:
- الف) برابر با نسبت ارزش دفتری کل بدهیها به ارزش دفتری کل داراییها.
- ب) برابر با نسبت ارزش دفتری کل بدهیها به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.
- هر یک از این دو تعریف به سه شکل در آزمونهای فرضیه استفاده شده‌اند:
- ۱- به شکل متغیر ساختگی در سطح کل نمونه.
 - ۲- به شکل متغیر ساختگی در طبقه‌بندی شرکتها به دو سطح پایین و بالا اهرم.

در ادامه هر یک از آزمونهای صورت پذیرفته به ترتیبی که در بالا عنوان شد ارایه می‌گردد.

خلاصه‌ای از نتایج در جداول صفحات بعدی ارایه شده است.

در جدول (الف) مواردی ارایه شده است که فرضیه‌ی صفر رد نشده است و جدول (ب) مواردی را نشان می‌دهد که فرضیه‌ی صفر رد شده است.

در هر دو جدول، اهرم مالی^۱ برابر نسبت ارزش دفتری کل بدهیها به ارزش دفتری کل داراییها می‌باشد و اهرم مالی بیانگر نسبت ارزش دفتری کل بدهیها به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است.

جدول الف

(مواردی که فرضیه‌ی صفر رد نشده است)

نتیجه آزمون	متغیر اهرم مالی		مدل		توان تبیین		متغیر وابسته	متغیرهای کنترلی	متغیر مستقل
	سطح معناداری	مقدار (ضریب)	صحیح معناداری	شماره	R^2 تعدیل شده	R^2			
مدل رد و فرضیه صفر رد نمی‌شود	۰.۰۱۶	۰.۰۱۸	۰.۰۵۱	۰.۳۳۹	۰.۰۱۶	۰.۰۰۹	بازده غیربرمال	۱- ریسک سیستماتیک ۲- نرخ فرصتهای رشد	۱- اهرم مالی بازده
مدل رد و فرضیه صفر رد نمی‌شود	۰.۳۹۸	۰.۰۱۸	۰.۶۹۳	۰.۱۸۵	۰.۰۰۹	۰.۰۰۸	بازده غیربرمال	ریسک سیستماتیک	۱- اهرم مالی بازده
مدل رد و فرضیه صفر رد نمی‌شود	۰.۳۹۵	۰.۰۱۸	۰.۵۹۷	۰.۲۵۸	۰.۰۰۶	۰.۰۰۶	بازده غیربرمال	-	۳- اهرم مالی بازده
مدل تأیید و فرضیه صفر رد نمی‌شود	۰.۶۵	۰.۰۲۱	۰.۰۲۳	۰.۶۵۰	۰.۰۰۲	۰.۰۰۳	بازده غیربرمال	۱- ریسک سیستماتیک ۲- نرخ فرصتهای رشد	۲- اهرم مالی
مدل تأیید و فرضیه صفر رد نمی‌شود	۰.۶۱	۰.۰۲۲	۰.۰۲۱	۰.۳۱۸	۰.۰۱۹	۰.۰۱۷	بازده غیربرمال	ریسک سیستماتیک	۵- اهرم مالی
مدل تأیید و فرضیه صفر رد نمی‌شود	۰.۱۹	۰.۰۲۳	۰.۰۱۱	۰.۱۵۵	۰.۰۲۰	۰.۰۲۹	بازده غیربرمال	-	۶- اهرم مالی
مدل رد و فرضیه صفر رد نمی‌شود	۰.۳۵	۰.۰۲۹	۰.۶۰	۰.۶۸	۰.۰۰۷	۰.۰۱۶	بازده غیربرمال	۱- ریسک سیستماتیک ۲- نرخ فرصتهای رشد	۷- اهرم مالی بازده
مدل رد و فرضیه صفر رد نمی‌شود	۰.۲۷	۰.۰۲۷	۰.۱۱	۰.۰۹۱	۰.۰۰۱	۰.۰۱۵	بازده غیربرمال	ریسک سیستماتیک	۸- اهرم مالی بازده
مدل رد و فرضیه صفر رد نمی‌شود	۰.۲۹	۰.۰۲۶	۰.۲۸	۰.۰۹۶	۰.۰۰۰	۰.۰۱۱	بازده غیربرمال	-	۹- اهرم مالی بازده

جدول ب
(مواردی که فرضیه‌ی صفر رد شده است)

نتیجه آزمون	متغیر اهرم مالی		مدل		توان تبیین		متغیرهای کنترلی	متغیر مستقل
	مقدار (ضریب)	سطح معناداری	سطح معناداری	آماره	R ² تعدیل شده	R ²		
مدل ناپید و فرضیه صفر رد می‌شود	۰۰۰۳۶	۰۰۰۰۳۸	۰۰۰۹۸	۱۰۹۸	۰۰۰۱۱	۰۰۰۲۳	۱- ریسک سیستماتیک ۲- نرخ فرصتهای رشد	۱- اهرم مالی
مدل ناپید و فرضیه صفر رد می‌شود	۰۰۰۳۰	۰۰۰۰۱	۰۰۰۴۷	۲۰۶۸	۰۰۰۱۴	۰۰۰۲۳	ریسک سیستماتیک	۲- اهرم مالی
مدل ناپید و فرضیه صفر رد می‌شود	۰۰۰۲۹	۰۰۰۰۴۰	۰۰۰۲۲	۳۰۸۵	۰۰۰۱۶	۰۰۰۲۲	بازده غیر نرمال	۳- اهرم مالی
مدل ناپید و فرضیه صفر رد می‌شود	۰۰۰۰۰	۰۰۰۱۷	۰۰۰۰۱	۵۰۲۳۵	۰۰۰۸۹	۰۰۱۱	۱- ریسک سیستماتیک ۲- نرخ فرصتهای رشد	۴- اهرم مالی سطح بالا
مدل ناپید و فرضیه صفر رد می‌شود	۰۰۰۰۰	۰۰۰۱۸	۰۰۰۰۰	۷۰۰۶۷	۰۰۰۹۵	۰۰۱۱	ریسک سیستماتیک	۵- اهرم مالی سطح بالا
مدل ناپید و فرضیه صفر رد می‌شود	۰۰۰۰۰	۰۰۰۱۳	۰۰۰۰۰	۸۰۹۳	۰۰۰۸۴	۰۰۰۹۴	بازده غیر نرمال	۶- اهرم مالی سطح بالا
مدل ناپید و فرضیه صفر رد می‌شود	۰۰۰۲۵	۰۰۰۰۷	۰۰۰۳۴	۱۰۶۷	۰۰۰۳۸	۰۰۰۶۱	۱- ریسک سیستماتیک ۲- نرخ فرصتهای رشد	۷- اهرم مالی سطح بالا
مدل ناپید و فرضیه صفر رد می‌شود	۰۰۰۱۷	۰۰۰۰۷۱	۰۰۰۱۳	۳۰۶۸	۰۰۰۴۵	۰۰۰۶۲	بازده غیر نرمال	۸- اهرم مالی سطح بالا
مدل ناپید و فرضیه صفر رد می‌شود	۰۰۰۱۰	۰۰۰۰۵	۰۰۰۶۵	۲۰۷۸	۰۰۰۲۱	۰۰۰۳۲	بازده غیر نرمال	۹- اهرم مالی سطح بالا

همانطور که از جدول (الف) ملاحظه می‌شود می‌بینیم که در نه حالت بشرح زیر فرضیه‌ی صفر رد شده است یعنی بین اهرم مالی و ضریب واکنش سود رابطه‌ی معناداری وجود ندارد. در سه حالت اول مدلها در شکل تعریف نخست از اهرم (نسبت ارزش دفتری بدهیها به ارزش دفتری داراییها) برازش شده‌اند. آزمون فرضیه در این سه حالت در سطح پایین اهرم صورت گرفته است که در حالت اول مدل با حضور هر دو متغیر توضیحی ریسک سیستماتیک و نرخ فرصتهای رشد، در حالت دوم تنها با حضور متغیر ریسک سیستماتیک و در حالت سوم بدون متغیر توضیحی برازش مدلها صورت

پذیرفته که در هر سه حالت مدل رد و فرضیه صفر رد نمی‌شود.

شش حالت بعدی مربوط به برآزش مدلها در شکل دوم تعریف اهرم (نسبت ارزش دفتری بدهیها به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) می‌باشد. در سه حالت نخست آن آزمونها در سطح کل نمونه صورت پذیرفته و مدلها تایید ولی فرضیه‌ی صفر رد نشده است. سه حالت بعدی آن مربوط به آزمون فرضیه در سطح پایین اهرم می‌باشد که در هر سه حالت مدل رد و فرضیه‌ی صفر رد نمی‌شود.

جدول (ب) مربوط به مواردی است که فرضیه صفر رد شده است. همانطور که ملاحظه می‌شود شش حالت اول مربوط به آزمون فرضیه با استفاده از تعریف نخست از اهرم (نسبت ارزش دفتری کل بدهیها به ارزش دفتری کل داراییها) می‌باشد که در سطح کل نمونه و در سطح بالای اهرم فرضیه صفر رد شده است. تنها در سطح کل نمونه در حالت نخست (حضور هر دو متغیر توضیحی) مدل در سطح خطای ۱۰ درصد و ضریب متغیر مستقل در سطح خطای ۵ درصد تایید شدند. ولی در ۵ حالت بعدی هم مدل و هم ضریب متغیر مستقل در سطح خطای ۵ درصد تایید شدند.

سه حالت بعدی مربوط به برآزش مدلها در سطح بالای اهرم در شکل تعریف دوم اهرم (نسبت ارزش دفتری بدهیها به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) می‌باشد که در دو حالت نخست در سطح خطای ۵ درصد فرضیه صفر رد شده و در حالت سوم (بدون حضور متغیر توضیحی) در سطح خطای ۱۰ درصد فرضیه صفر رد شده است.

نتیجه‌گیری

نتایج نشان‌دهنده‌ی این است که در تعریف نخست از اهرم در سطح پایین اهرم هیچ‌گونه رابطه‌ای بین اهرم مالی و ضریب واکنش سود وجود ندارد. در این بخش در سطح کل نمونه و در سطح بالای اهرم مشاهده شد که اهرم مالی به شکل منفی بر ضریب واکنش سود موثر است. البته این ارتباط یک ارتباط بسیار ضعیف است.

در تعریف دوم از اهرم نتایج نشان دادند که در سطح کل نمونه و در سطح پایین اهرم هیچ‌گونه رابطه‌ای بین اهرم مالی و ضریب واکنش سود وجود ندارد. ولی در سطح بالای اهرم ارتباط معکوس و ضعیفی بین اهرم مالی و ضریب واکنش سود وجود دارد. اما اینکه چرا نتایج تحقیق در بعضی موارد از فقدان وجود رابطه بین اهرم مالی و

ضریب واکنش سود یا رابطه‌ی ضعیف بین این دو حکایت دارد می‌تواند بدلائل زیر باشد.

۱- افزایشها و کاهشها در سهام و شاخص بورس اوراق بهادار تهران در سالهای آزمون به شدت متأثر از عواملی بوده که خیلی مرتبط با مبانی علمی علوم مالی و اقتصادی نمی‌باشد. توجه سطحی و کم سرمایه‌گذاران به گزارشگری‌های مالی، عوامل سیاسی و .. به شکل کلی ریشه‌ها و کاهشهای حسابی در بازار را ایجاد کرده‌اند.

۲- در شکل جزئی‌تر، بخش عمده‌ی بدهیهای شرکتهای یا مربوط به تسهیلات دریافتی از بانکهاست یا بدهی به شرکتهای گروه می‌باشد. در شرایطی که در اکثر کشورهای دنیا استقراض از بانکها یک بدهی بسیار سخت بحساب می‌آید کما اینکه شرکت دوو با عدم پرداخت چند قسط از اقساط بدهی بانکی خود ورشکسته اعلام شد اما در ایران اینگونه نیست و بین بانکها و شرکتهای رابطه خوبی برقرار است چرا که اکثر بانکها دولتی هستند و دولت نیز یکی از سهامداران بزرگ شرکتهای بورس اوراق بهادار تهران است و لذا جهت حمایت از شرکتهای در این مورد زیاد سخت‌گیری نمی‌شود و می‌توان گفت که استقراض از بانکها هنر مدیران شرکتهای بوده و از بهترین شیوه‌های تامین مالی بحساب می‌آید.

یکی دیگر از بدهیهای بسیار عمده در شرکتهای پذیرفته شده در بورس، معمولاً بدهی به شرکتهای گروه است. این بدهی نیز یک بدهی بسیار نرم و آرام است و شاید سالهای سال مبالغ بدهی به شرکتهای گروه در ترازنامه آرایه شود بدون آنکه برای پرداخت آنها ترتیبی اتخاذ گردد.

شاید اینها اصلی‌ترین دلایلی باشد که واکنش سرمایه‌گذاران به ساختار سرمایه شرکتهای را تحت تاثیر قرار داده است.

اما نتایج تحقیق نشان می‌دهد که در سطوح بالای اهرم فرضیه تایید می‌شود. شاید دلیل آن این باشد که سرمایه‌گذاران علیرغم اینکه ممکن است به خیلی از ارقام بدهی توجه زیادی نداشته باشند ولی زمانیکه سطح اهرم و میزان بدهیهای یک شرکت رویه فزونی می‌گذارد با توجه به اینکه سرمایه‌گذاران منطقی ریسک‌گریز هستند، واکنش سرمایه‌گذاران را هر چند در سطح پایین و کم تحت تاثیر قرار می‌دهد.

۳- در خصوص اینکه نرخ فرصتهای رشد متغیر توضیحی خوبی برای برآزش مدلها

نمود، می‌تواند ایراد از نحوه‌ی محاسبه این متغیر در ایران باشد. این متغیر براساس نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام محاسبه گردیده است. شاید این نسبت متغیر مناسبی برای تبیین نرخ فرصتهای رشد نباشد چرا که بیشتر تفاوت بین صورت و مخرج کسر می‌تواند ناشی از تغییرات عمده در سطح عمومی قیمت‌ها باشد نه نشان‌دهنده فرصتهای رشد در شرکت.

۴- براساس فرض منطقی بودن سرمایه‌گذاران، انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند، ولی شواهد بسیاری وجود دارد که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید واکنش بیش از اندازه نشان می‌دهند بدون توجه به بسیاری از عوامل مخاطره‌آمیز موجود در شرکتها. یک تحقیق تجربی در ایران حاکی از آنست که واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد (نیکبخت و مرادی، ۱۳۸۴).

لذا شاید سرمایه‌گذاران فقط در سطوح بالای اهرم، به مخاطره‌آمیز بودن آن توجه کرده و واکنش آنها را نسبت به انتشار سود تحت تأثیر منفی خود قرار دهد.

طبق استدلالی که کیم، وایلت و جانگر (۲۰۰۲) در تحقیق خود ارائه نموده‌اند شاید شاخصهای غیر قابل اتکای دیگری در این تحقیق وجود دارد که بر نتایج تحقیق تأثیر گذاشته است. شاخصهایی مانند عدم اندازه‌گیری دقیق مفاهیم مفروض در تنزیلهای بنیادین در محاسبه‌ی متغیرها و شاید ناپایداری مدل‌های اقتصادی و نیز زیر سوال بودن سودمندی اصول بنیادین تنزیلهای مالی.

محدودیت‌های تحقیق

محدودیتها و مشکلاتی که در اجرای تحقیق وجود داشته و در تعبیر و تفسیر نتایج تحقیق و قابلیت تعمیم آن بایستی مورد ملاحظه قرار گیرند بشرح زیر می‌باشند:

۱- با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که تولیدی و سال مالی آنها منتهی به پایان اسفندماه بوده، تسری نتایج به سایر شرکتها بایستی با احتیاط انجام شود.

۲- اثرات ناشی از تفاوت در روشهای حسابداری در اندازه‌گیری و گزارش رویدادهای مالی ممکن است بر نتایج تأثیر بگذارد که تعدیلی از این بابت به دلیل عدم

دسترسی به اطلاعات صورت نگرفته است.

۳- دسترسی به اطلاعات شرکتها با مشکلات زیاد و صرف زمان طولانی همراه بوده است. بورس اوراق بهادار تهران بانک اطلاعاتی جامعی ندارد و گزارشگری مالی شرکتها به صورت غیر منسجم و نامنظم نگهداری می‌شود. اطلاعاتی مانند میزان بدهیها و ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در گزارشهای منتشره بورس و سایر بانکهای اطلاعاتی موجود نبود که ناگزیر به مراجعه به بورس و رجوع به صورتهای مالی برای تک تک شرکتهای نمونه برای دوره زمانی ۵ ساله شده که اینها از جمله عواملی است که باعث طولانی شدن زمان انجام تحقیق شده است.

۴- با توجه به وضعیت بورس در سالهای ۸۳ و ۱۳۸۲، افزایش بی‌رویه قیمت سهام اغلب شرکتها و متعاقبا افزایش بازده سهام، نتایج ممکن است متأثر از تغییر در شرایط اقتصادی باشد.

پیشنادهای تحقیق

الف) پیشنهادهایی مبتنی بر نتایج تحقیق

به سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر ذینفعان توصیه می‌شود، توجه بیشتری به سطوح اهرم در ساختار سرمایه‌ی شرکتها داشته باشند و آنرا در مدلهای تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند. همانطور که نتایج تحقیق نشان می‌دهد در سطوح بالای اهرم واکنش سرمایه‌گذاران در سطح پایینی متأثر از اهرم مالی و ساختار سرمایه شرکتها می‌باشد لذا در واکنش به اخبار خوب شرکتهای با سطح اهرم بالا متفاوت و محتاطانه‌تر از واکنش به اخبار خوب دیگر شرکتها برخورد شود.

پیشنادهایی برای تحقیقات آتی

با توجه به اهمیت محتوای اطلاعاتی اعداد حسابداری بویژه سود حسابداری، و اهمیت پدیده ضریب واکنش سود، بنظر می‌رسد انجام مطالعات بیشتر و بادر نظر گرفتن جوانب دیگر به روشن شدن عوامل موثر بر این پدیده در ایران کمک نمایند. این تحقیق می‌تواند بعنوان الگویی جهت مطالعات بعدی قرار گیرد. پالایش تحقیق، بررسی تک تک عوامل تاثیرگذار بر ضریب واکنش سود و .. می‌تواند موجبات درک

بیشتر مفهوم و اهمیت ضریب واکنش سود را فراهم آورد. پیشنهاد تحقیقات آتی شامل موارد زیر است:

- ۱- بررسی تأثیر ریسک سیستماتیک بر ضریب واکنش سود.
- ۲- بررسی تأثیر کیفیت سود بر ضریب واکنش سود.
- ۳- بررسی تأثیر اظهار نظرهای حسابرسی بر ضریب واکنش سود.
- ۴- بررسی تأثیر نرخ فرصتهای رشد بر ضریب واکنش سود.
- ۵- بررسی تأثیر تداوم روند سود آوری در شرکتها بر ضریب واکنش سود.
- ۶- محاسبه اهرم مالی بر اساس رویکرد سود و زیانی و تکرار این تحقیق.
- ۷- بررسی تأثیر اندازه شرکت بر ضریب واکنش سود.



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

پیوستها:

نمونه آماری				
سال درج در تابلو بورس	ادامه‌نماد	نام شرکت	ردیف	طبقه
۵۶	غدام	خوراک دام پارس	۱	انواع فرآورده‌های غذایی و آشامیدنی
۵۶	غگرچی	بیسکویت گرجی	۲	
۵۳	غبینو	پارس مینو	۳	
۷۰	دجابر	جابر بن حیان	۱	مواد و محصولات شیمیایی
۷۰	دابور	دارو ابوریحان	۲	
۷۰	درازک	دارو رازک	۳	
۷۱	دلقسا	دارو لقمان	۴	
۷۳	دکوثر	دارو کوثر	۵	
۷۳	دشیری	شیرین دارو	۶	
۷۳	ددام	داملران	۷	
۷۴	دپارس	پارس دارو	۸	
۷۴	دفازا	دارو فارابی	۹	
۷۴	دامین	دارو امین	۱۰	
۷۴	دسینا	سینا دارو	۱۱	
۷۵	دالبر	البرز دارو	۱۲	
۷۵	شفارا	پترو شیمی فارابی	۱۳	
۷۵	شاملا	معانی املاح ایران	۱۴	
۷۶	شسینا	شیمیایی سینا	۱۵	
۷۷	شخارک	پترو شیمی خارک	۱۶	
۷۸	شصفها	پترو شیمی اصفهان	۱۷	
۷۸	شارک	پترو شیمی اراک	۱۸	
۷۵	شپترو	پترو شیمی آبادان	۱۹	
۵۵	شطیف	طیف ایران	۲۰	
۵۶	شپمجا	پارس پامجا	۲۱	
۵۶	شرتگی	رنگین	۲۲	
۵۶	شسپهر	سپهر رنگ	۲۳	مواد و محصولات شیمیایی
۶۸	شکف	کف	۲۴	
۷۳	شکربن	کربن ایران	۲۵	
۷۸	شدوص	دوده صنعتی پارس	۲۶	پیمانکاری صنعتی
۷۵	خصدرا	صنایع دریایی ایران	۱	
۷۹	کفزوی	شیشه قزوین	۱	سایر محصولات کانی غیر

نمونه آماری				
سال درج در تابلو بورس	نماد	نام شرکت	ردیف	طبقه
۵۶	کسرام	پارس سرام	۲	فلزی
۶۸	کاصفا	کاشی اصفهان	۳	
۴۷	ستسمال	سیمان شمال	۴	
۶۹	نگاز	شیشه و گاز	۵	
۷۲	کنیلو	کاشی نیلو	۶	
۵۱	سکرما	سیمان کرمان	۷	
۷۳	کسعدی	کاشی سعدی	۸	
۵۱	سصوفی	سیمان صوفیان	۹	
۷۱	کایگچ	ایران گچ	۱۰	
۷۴	سمازن	سیمان مازندران	۱۱	
۷۴	ساروم	سیمان ارومیه	۱۲	
۷۵	سپاها	سیمان سپاهان	۱۳	
۷۶	سقاین	سیمان قاین	۱۴	
۷۲	کایگن	آبگینه	۱۵	
۷۳	کپارس	کاشی پارس	۱۶	
۴۶	شفت	نفت پارس	۱	
۵۵	شبهرت	نفت بهران	۲	
۷۱	کسامه	تامین ماسه و ریخته گری	۱	استخراج سایر معادن
۷۳	کدردی	درین کاشان	۲	
۷۵	کیافق	معادن بافق	۱	استخراج کانی‌های فلزی
۷۷	کدما	معدنی دماوند	۲	
۷۹	کروی	توسعه معادن روی ایران	۳	
۷۰	بترانس	ترانسفو	۱	سایر ماشین‌آلات و دستگاه‌های برقی
۵۵	بقوه	قوه پارس	۲	
۷۴	بشهاب	لامپ پارس شهاب	۳	
۵۴	لپارس	پارس الکتریک	۱	ساخت رادیو، تلویزیون و دستگاه‌ها و وسایل ارتباطی
۷۷	لحام	جام جهان نما	۲	
۷۲	چکارم	کارتن مشهد	۱	محصولات کاغذی
۷۱	چکاغذ	کاغذ قایم شهر	۲	
۵۶	چافست	افست	۱	انتشار، چاپ و تکثیر

نمونه آماری				
سال درج در تابلو بورس	نماد	نام شرکت	ردیف	طبقه
۷۳	خاور	ایران خودرو دیزل	۱	خودرو و ساخت قطعات
۷۲	خودرو	ایران خودرو	۲	
۷۳	خکاوه	سایپا دیزل	۳	
۷۰	خلنت	لنت ترمز	۴	
۷۷	خزامیا	زامیاد	۵	
۷۸	خپارس	پارس خودرو	۶	
۷۲	ختوقا	قطعات اتومبیل	۷	
۷۲	خمحرکه	نیرو محرکه	۸	
۷۳	خوساز	محور سازان	۹	



پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی

منابع و مأخذ

منابع فارسی

- آذر، عادل و منصور مؤمنی (۱۳۷۹)؛ آمار و کاربرد آن در مدیریت، ج ۲، تهران، انتشارات سمت.
- تجویدی، الناز (۱۳۸۴). "رابطه‌ی تجربی بین متغیرهای حسابداری و بازار با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران"، رساله کارشناسی ارشد، دانشکده‌ی حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی، تهران.
- تقفی، علی و امیر پوریا نسب (۱۳۸۴) "پژوهشهای تجربی در حسابداری"، دانش و پژوهش حسابداری، شماره ۳.
- تقفی، علی و صابر شعری (۱۳۸۳) "نقش اطلاعات بنیادی حسابداری در پیش‌بینی بازده سهام"، مطالعات حسابداری، شماره ۸.
- دلاور، علی، (۱۳۷۴)؛ مبانی نظری و علمی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی، انتشارات رشد.
- سجادی، علی، (۱۳۷۴)؛ مبانی نظری و علمی پژوهش در علوم انسانی و اجتماعی، انتشارات رشد.
- سجادی، حسین (۱۳۷۷) "عوامل موثر بر سود غیرمنتظره و رابطه آن با قیمت سهام"، رساله‌ی دکتری، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- ریاحی بلکویی، احمد (۱۳۸۱)؛ تئوریهای حسابداری؛ ترجمه علی پارساییان؛ تهران، دفتر پژوهشهای فرهنگی.
- مرادی، محمدرضا، "ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسیهای حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۰.

منابع لاتین

- Bae, Benjamin. And. H. Sami, "The effect of potential Environmental Liabilities on Earnings Response Coefficients", Journal of Accounting, Auditing & FinANCE (2005), PP. 43-70.

- Ball, R. and P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", *Journal of Accounting Research* (Autumn 1986), pp. 159-178.
- Bamber, L., "The Information content of Annual Earnings Release: A trading Volume Approach", *Journal of Accounting Research*, spring 1986.
- Beaver, W. "The Information Content of Annual Earnings Announcement" *Empirical Research in Accounting*, *Journal of Accounting Research*, 1987.
- , R. Clarke, and W. Wright, "The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of the Earnings Forecast Error," *Journal of Accounting Research* (Autumn 1979): pp. 316-340.
- Billings, B, "Revisiting The relation between the Default Risk of Debt and the Earnings Response Coefficient", *The Accounting Review* (1999): pp. 509-522.
- Brown L.D., and M.S. Rozeff. "The Superiority of Analyst forecasts as a measure of expectation: Evidence From Earnings" *Journal of Finance*, March 1978.
- ChERIS, Gia Mand G a. Sommers, "The Implied Persistence of Unexpected Earnings and the complete Range of ERCs", (April 2005), SSRN.
- Collins, D.W. and W. salatka, "Noisy Accounting earnings signals and earnings response coefficients: the case of foreign currency accounting", *contemporary Accounting Research* (1993): pp. 119-159.
- Dhaliwal, D, K. Lee and N. Fargher, "The Association Between Unexpected Earnings and Abnormal Security Returns in the presence of Financial Leverage" *Contemporary Accounting Research* (Fall 1991), PP. 20-41.
- Dhaliwal, D and S. Reynolds, "The effect of the Default Risk of Debt on the Earnings Response coefficient", *The Accounting Review* (April 1994), pp. 412-419.
- Dhaliwal, D and S. Reynolds, "The effect of the Default Risk of Debt on the Earnings Response coefficient", *The Accounting Review* (April 1994), pp. 412-419.

- Dhaliwal, D and S.Reynolds, "The effect of The firm's structure on the relationship between changes and stock returns", Working Papers, University of Arizona (1989).
- Feltham, G. A and J.Pae, "Analysis of the Impact of Accounting Accruals on Earnings Uncertainty and Response coefficient", Journal of Accounting, Auditing & Finance (1999), pp. 199-220.
- Ghosh, Aloke, Gu, Zhaoyang and Jain, prem. C (2005); "sustained earnings and Revenue Growth, earnings Quality, and earnings response coefficient" Review of Accounting studies, vol 10, pp 33-57.
- Kim, Yeo, Hwan, Willett. Roger J and Jee In Jang, "Default Risk As a Factor affecting The Earning Response Coefficient", SSRN.
- Kormendi, R. and R.Lipe, "Earning Innovations, Earnings persistence, and stock Returns", Journal of Busines (july 1987), pp 323-345.
- Kothari, S.P. "capital market research in Accounting" Working paper (2001), SSRN.
- Kwak, Wikil, "Earnings response coefficient and quality of earnings: the case of auditor change" (1990) U.M.I.
- Lev, B., R. Thiagarajan, "Fundamental Information analysis", Journal of Accounting Research, Vol 31. No. 2. Autumn 1993 (P 192).
- Pateel, J., and M. Wolfson, "Goodnews, bad news, and the intera day Timing of corporate Disclosure", The Accounting Review, July 1982.
- Scott, William R., (2003). "Financial Accouyng Theory", Third Edition, Toronto, Prentice Hall, pp. 91-173.



پرویشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی