

تأثیر متقابل سودهای غیرمنتظره و ویژگی های کیفی سود بر واکنش بازار سرمایه

دکتر زهرا لشگری

استادیار گروه حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

الهام بخشایش

کارشناس ارشد حسابداری، واحد تهران مرکزی، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران

تاریخ دریافت: ۱۳۹۲/۰۶/۱۶ ، تاریخ پذیرش: ۱۳۹۲/۱۰/۱۴

چکیده:

از آنجائیکه سودهای غیرمنتظره و کیفیت سود از نظر بیشتر سرمایه گذاران بااهمیت محسوب می شود و این موضوع ممکن است منجر به واکنش سرمایه گذاران شود، این پژوهش به بررسی آثار متقابل سودهای غیرمنتظره و ویژگی های کیفی سود بر واکنش بازار سرمایه در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. جهت محاسبه سود غیرمنتظره از تفاوت سود پیش بینی شده و سود واقعی استفاده شده است. در این پژوهش تعداد ۹۶ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۱۳۸۵-۱۳۹۰ مورد بررسی قرار گرفت. برای آزمون فرضیه ها از روش پانلی استفاده شده است، یافته های پژوهش نشان می دهد، که در حالت کلی سود غیرمنتظره بر واکنش بازار تأثیر مثبت و معنی داری دارد، همچنین پایداری سود، مربوط بودن سود بر واکنش بازار تأثیر منفی و معنی داری دارد و در نهایت محافظه کاری سود بر واکنش بازار تأثیر مثبت و معنی داری دارد.

واژه های کلیدی: سودهای غیر منتظره، ویژگی های کیفی سود، واکنش بازار سرمایه

مقدمه

پژوهش‌های حسابداری بر این نکته تأکید دارد که در بازار اوراق بهادار قیمت‌ها به اطلاعات حسابداری واکنش نشان می‌دهد و این واکنش نشان از محتوای اطلاعاتی و اطلاعات سودمند حسابداری است که باعث تغییر نگرش و رفتارهای سرمایه‌گذاران می‌شود. عوامل متعددی از جمله عوامل درونی (یا عوامل مربوط به شرکت)، عوامل اقتصادی، عوامل روانی، عوامل سیاسی می‌توانند رفتار سرمایه‌گذاران را در بورس اوراق بهادار تحت تأثیر قرار دهند. از اینرو نوسانات سود، سودهای غیرمنتظره و ناپایداری آنها در طول زمان باعث ایجاد اشکال در تصمیمات و پیش‌بینی‌های اقتصادی شرکت‌ها و سرمایه‌گذاران می‌شود.

سودهای غیرمنتظره و کیفیت سود از عوامل مهمی است که موجب نگرانی سهامداران شده و امنیت سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می‌دهد، در صورت بالا بودن نوسانات سود و پایین آمدن کیفیت سود خروج سرمایه‌گذاران از بورس اتفاق افتاده و رکود سرمایه‌گذاری و در نهایت عدم تخصیص بهینه منابع و رکود اقتصادی کشور را به دنبال خواهد داشت. با توجه به مطالب فوق پژوهش حاضر به بررسی آثار متقابل سودهای غیرمنتظره و ویژگی‌های کیفی سود بر واکنش بازار سرمایه می‌پردازد.

در ادامه مقاله ابتدا پیشینه‌ی پژوهش مرور می‌شود. سپس مدل مفهومی و بعد از آن روش‌شناسی پژوهش مطرح می‌شود. آن‌گاه یافته‌های پژوهش ارائه می‌شود. در ادامه یافته‌های آزمون فرضیه تجزیه و تحلیل و تفسیر می‌شود. بخش‌نهایی نیز به نتیجه‌گیری اختصاص می‌یابد.

پیشینه ی پژوهش

پیشینه ی نظری

سود حسابداری یکی از اساسی ترین معیارها برای ارزیابی تداوم فعالیت، عملکرد واحد تجاری و پیش بینی فعالیت های آتی واحد تجاری می باشد. سود خالص هر بنگاه اقتصادی، همواره بوسیله سرمایه گذاران، اعتباردهندگان، حرفه حسابداری، مدیران مالی و تحلیلگران بازار سهام مورد استفاده قرار می گیرد [۳]. شرکت هایی که براساس اطلاعات نهایی از سودآوری بالای خود مطلع می شوند، سود سهام پرداخت می کنند و بازار آن را علامتی برای خبر خوب تلقی می کند و به این ترتیب سهام آن شرکت با قیمت بالاتری ارزش گذاری می شود [۹].

به نظر جانسون و زهو [۸] سودهای غیرمنتظره یک شاخص بازدهی غیرعادی برای سرمایه گذاران است که در نهایت موجب ایجاد تغییرات در عکس العمل قیمت سهام می گردد. سودهای غیرمنتظره برای مدیران و سرمایه گذاران مهم است برای مثال مدیران مالی عقیده دارند که با افزایش سودهای غیرمنتظره مثبت قیمت سهام افزایش و با افزایش سودهای غیرمنتظره منفی قیمت سهام منجر به یک جریمه کاهش ارزش می شود [۷]. هرچه میزان سود غیرمنتظره بیشتر باشد، نوسان قیمت سهام شدیدتر خواهد بود و هرچه نوسان قیمت سهام بیشتر باشد نگرانی سهامداران افزایش یافته و امنیت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار کاهش می یابد و در مواردی موجب خروج سرمایه گذاران از بورس می شود [۱۲]. اسکینر و اسلوان [۱۳] به این نتیجه رسیدند که سودهای غیرمنتظره (مثبت و منفی) در چرخه های مختلف عمر شرکت متفاوت است. برای مثال در بنگاه های بالغ نسبت به دیگر بنگاه ها سود غیرمنتظره رابطه شدیدتری با واکنش بازار دارد. امروزه سرمایه گذاران زمانی در یک واحد اقتصادی سرمایه گذاری می کنند که درباره آن اطلاعات کافی داشته باشند، این اطلاعات توسط گزارشگری مالی تهیه می گردد.

بنابراین باید دارای کیفیت بالایی باشد [۱۴]. در همین راستا ویژگی‌ها کیفی سود را می‌توان براساس پژوهش بولو و طالبی [۱] به ثبات و پایداری سود، مربوط بودن سود و محافظه کاری سود تقسیم نمود که در پژوهش حاضر از این ویژگی‌ها در راستای بررسی تأثیر متعامل این ویژگی‌ها همراه با سود غیرمنتظره بر واکنش بازار استفاده می‌شود.

دو ویژگی که موجب سودمندی محتوای سود حسابداری می‌شوند پایداری سود و مربوط بودن سود هستند، این دو ویژگی را کیفیت اولیه می‌نامند. از دیدگاه داد و کتل^۱ (۱۹۸۹) ثبات و تکرار پذیری، از عوامل مهم و مؤثر بر کیفیت سود است. کیفیت سود شرکت‌های دارای سود منظم و با ثبات، از شرکت‌های دارای سود نامنظم و پرنوسان بالاتر است. زیرا، سود منظم و تکرار پذیر، پیش‌بینی‌های آتی را راحت و قابل اتکا خواهد نمود. همچنین سود ناشی از فعالیت‌های احتمالی، ناگهانی و غیرمنتظره از ثبات و پایداری کمتری برخوردار است [۱]. مربوط بودن به این معناست که سود و اطلاعات توان ایجاد تفاوت در تصمیم‌گیری را داشته باشند از طرفی سود و اطلاعات حسابداری به منظور قابل اتکاء بودن باید عاری از هرگونه خطا و سوگیری بوده و در ارائه‌ی آنچه ادعای ارائه آنرا دارد صادق باشد [۶]. به نظر اسپچیر و کنلیا^۲ (۱۹۸۶) کیفیت سود خالص محاسبه شده به روش محافظه کارانه از کیفیت سود خالص محاسبه شده به روش غیر محافظه کارانه بالاتر است. زیرا ریسک بیشتر از واقع نشان دادن سود بیش از ریسک کمتر از واقع نشان دادن آن است [۶].

به‌طور کلی، اطلاعات کمی در مورد چگونگی تأثیر سودهای غیرمنتظره و شاخص‌های کیفیت سود بر واکنش سرمایه‌گذاران سهام وجود دارد. درک چگونگی پاسخ سرمایه‌گذاران به سودهای غیرمنتظره و شاخص‌های کیفیت سود در دوره‌های طولانی‌تر، بیش‌تر برای سرمایه‌گذاران در راستای تشخیص و انتخاب سهام برای معامله فراهم می‌آورد [۱۰].

1. Dodd & Cottle

2. Schaefer & Kennelleya

پیشینه‌ی تجربی

کاستاوسن [۹] در پژوهش خود میزان نقش سهامداران نهادی و سهامداران موقت را در وجود آمدن سودهای غیرمنتظره بررسی کرد. نتایج وی نشان می‌دهد که شواهد بسیار کمی در خصوص انتفاع سهامداران موقت از سودهای غیرمنتظره وجود دارد، و سرمایه‌گذاران موقت هیچ نقشی را در تعیین ریسک و نقدینگی شرکت ایفا نمی‌کنند.

پالمون و یزگل [۱۱] بررسی کردند که توصیه‌های تحلیلگران تا چه حد در شناسایی سودهای غیرمنتظره در دوره‌های قبل و بعد از تصویب مقررات افشای منصفانه سودمند بوده است. این دو پژوهشگر در مورد ارتباط بین توصیه‌های تحلیلگران و سودهای غیرمنتظره در این دو دوره تجزیه و تحلیل مقایسه‌ای انجام دادند و طی آن نشان دادند که ارزش پیش‌بینی توصیه‌های تحلیلگران بعد از اجرای مقررات افشای منصفانه، به‌طور قابل ملاحظه‌ای کاهش یافته است. آنان همچنین بیان کردند که سودمند بودن پیش‌بینی سودهای غیرمنتظره نسبت به دوره قبل از اجرای مقررات افشای منصفانه حدود ۵۵ درصد کمتر شده است؛ به‌طور متوسط بازده غیرعادی سودهای حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها پس از مشاوره تحلیلگران برای بهره‌برداری از سودهای غیرمنتظره حدود ۷۰ درصد نسبت به دوره قبل از اجرای مقررات افشای منصفانه، کمتر شده است. در مجموع نتایج این پژوهش نشان داد که اجرای مقررات افشای منصفانه به‌طور قابل توجهی مزیت نسبی تحلیلگران در شناسایی سودهای غیرمنتظره را کاهش داده است.

جانسون و زهو [۸] به بررسی رابطه بین سودهای غیرمنتظره و واکنش قیمت بازار سهام در زمان اعلام سود پرداختند. آنها با بسط مطالعات بورگاستلر و مارتین^۱ (۲۰۰۱) به این نتیجه رسیدند که بین سودهای غیرمنتظره (مثبت و منفی) و واکنش قیمت سهام رابطه

معنی دار و منفی وجود دارد، یعنی هر چه سودهای غیرمنتظره بیشتر شود واکنش سرمایه گذاران بیشتر خواهد بود.

ثقفی و کردستانی [۲] به بررسی رابطه کیفیت سود و بازده غیرعادی انباشته سهام پرداختند. یافته های پژوهش حاکی از این بود که: ۱. بر مبنای کیفیت سود مبتنی بر پایداری سود، واکنش بازار به افزایش سود نقدی شرکت ها برخلاف پیش بینی مثبت است. ۲. بر مبنای کیفیت سود مبتنی بر رابطه سود و جریان نقدی عملیاتی، واکنش بازار به کاهش سود نقدی شرکت ها مطابق با پیش بینی مثبت است. ۳. بازده غیرعادی انباشته سهام با سود نقدی و سود غیرمنتظره رابطه مثبت دارد.

قربانی و دیگران [۵] به بررسی تأثیر کیفیت سود بر تغییرات بازده غیرمعارف سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش آنها نشان می دهد که کیفیت سود بر تغییرات بازده غیرمعارف سهام تأثیری معکوس دارد.

مدل مفهومی

با توجه به نتایج پژوهش پالت و ویلسون [۱۲] در مورد سود غیرمنتظره که موجب نوسان قیمت سهام می گردد، فرضیه ای با این مضمون پیش کشیده می شود:

۱. سودهای غیرمنتظره بر واکنش بازار تأثیر دارد.

با توجه به دیدگاه داد و کتل (۱۹۸۹) در مورد پایداری و تکرار پذیری سود که از عوامل مهم و مؤثر بر کیفیت سود است و همچنین با توجه به اینکه سود ناشی از فعالیت های احتمالی، ناگهانی و غیرمنتظره از پایداری کمتری برخوردار است، بر همین اساس فرضیه ای به این شرح مطرح می شود:

۲. تعامل پایداری سود و سودهای غیرمنتظره بر واکنش بازار تأثیر دارد.

با توجه به دیدگاه نوری فرد و علی آبادی [۶] که مربوط بودن را به مثابه یکی از شاخص‌های کیفیت سود می‌دانند و همچنین با توجه به اینکه مربوط بودن سود بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیر گذار است فرضیه‌ای به این شرح ارائه داده می‌شود:

۳. تعامل مربوط بودن سود و سودهای غیرمنتظره بر واکنش بازار تأثیر دارد. در نهایت با توجه به نظر اسچیفِر و کنلیا (۱۹۸۶) کیفیت سود خالص محاسبه شده با رویکرد محافظه کارانه از کیفیت سود خالص محاسبه شده با رویکرد غیر محافظه کارانه بالاتر است، فرضیه زیر پیش کشیده می‌شود:

۴. تعامل محافظه کاری سود و سودهای غیرمنتظره بر واکنش بازار تأثیر دارد.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر که زمره پژوهش‌های توصیفی حسابداری به شمار می‌رود، از لحاظ روش همبستگی و از لحاظ هدف کاربردی است. علاوه بر این با توجه به اینکه از اطلاعات تاریخی برای آزمون فرضیه‌ها استفاده خواهد شد در گروه پژوهش‌های شبه آزمایشی طبقه‌بندی می‌گردد. همچنین پژوهش حاضر به لحاظ معرفت‌شناسی از نوع تجربه‌گرا، سیستم استدلال آن استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه میدانی - کتابخانه‌ای با استفاده از اطلاعات تاریخی به صورت پس رویدادی می‌باشد. در ادامه نحوه محاسبه هر یک از متغیرها ارائه خواهد شد:

$$\begin{aligned} \text{Market reactions proxies}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{Earnings} \\ & \text{surprises}_{i,t} + \beta_2 \text{EQ proxies}_{i,t} + \beta_3 \text{Operational risk}_{i,t} \\ & + \beta_4 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_5 \text{Investment opportunities}_{i,t} + \varepsilon \end{aligned} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$\text{Market reactions proxies}_{i,t}$ = شاخص واکنش بازار در سال t و شرکت i
 $\text{Earnings surprises}_{i,t}$ = شاخص سود غیرمنتظره در سال t و شرکت i
 $\text{EQ proxies}_{i,t}$ = شاخص‌های ویژگی‌های کیفی سود در سال t و شرکت i
 $\text{Operational risk}_{i,t}$ = شاخص ریسک عملیاتی در سال t و شرکت i
 $\text{SIZE}_{i,t}$ = شاخص اندازه شرکت در سال t و شرکت i
 $\text{Investment opportunities}_{i,t}$ = شاخص فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت در سال t و شرکت i
 ε = میزان خطای مدل
 واکنش بازار در مدل یادشده متغیر وابسته است که به صورت زیر محاسبه می‌شود.

$$\text{Market reaction}_{i,t} = (P_t / P_{t-1}) \times 100 \quad \text{رابطه (۲)}$$

P_t = ارزش و قیمت سهام در سال t
 P_{t-1} = ارزش و قیمت سهام در سال گذشته $t-1$
 این مدل در هر سال به‌ازاء هر سال - شرکت محاسبه شده که نتایج هر یک از محاسبات آن، یک درصد مشخصی می‌باشد.
 سود غیرمنتظره نشان‌دهنده خطای پیش‌بینی سود است و برای محاسبه آن از شاخص زیر استفاده می‌شود:

$$\text{UE}_{i,t} = \text{AEPS}_{i,t} - \text{FEPS}_{i,t} \quad \text{رابطه (۳)}$$

$\text{UE}_{i,t}$ = سود غیرمنتظره شرکت i در تاریخ t

$AEPS_{i,t}$ = سود واقعی هر سهم شرکت i در تاریخ t

$FEPS_{i,t}$ = سود پیش‌بینی شده هر سهم شرکت i در تاریخ t

در این پژوهش برای محاسبه پایداری سود از مدل کورمندی و لپ^۱ (۱۹۸۷) به شرح زیر استفاده خواهد شد. در این مدل α_1 بیانگر شاخص پایداری سود می باشد.

$$\frac{EARN_{i,t}}{TA_{i,t}} = \alpha_0 + \alpha_1 \times \frac{EARN_{i,t}}{TA_{i,t}} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۴)}$$

$EARN$ = سود خالص قبل از اقلام غیر مترقبه

TA = جمع دارایی‌ها

i, t = به ترتیب سال و شرکت

در این پژوهش برای آزمون میزان مربوط بودن سود از چارچوب مدل ارزش‌گذاری اولسون^۲ (۱۹۹۵) استفاده می شود.

$$P_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 E_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad \text{رابطه (۵)}$$

$P_{i,t}$ = شاخص قیمت سهام در سال t و شرکت i

$E_{i,t}$ = شاخص سود خالص پس از کسر مالیات به‌ازاء هر سهم در سال t و شرکت i

ε = میزان خطای مدل

همچنین برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری سود از مدل گیولی و هاین^۳ (۲۰۰۰) استفاده می شود. شاخص محافظه‌کاری بر اساس مدل یادشده بصورت زیر محاسبه می شود:

1. Kormendi & Lipe
2. Ohlson
3. Givoly & Hayn

$$\text{رابطه (۶)} \quad -۱ \times \left(\frac{\text{اقلام تعهدی عملیاتی}}{\text{جمع دارایی های ابتدای دوره}} \right) = \text{شاخص محافظه کاری}$$

که در آن اقلام تعهدی عملیاتی از تفاوت سود خالص و جریان‌های نقدی عملیاتی به علاوه هزینه استهلاک بدست می‌آید.

با توجه به پژوهش‌های محدود صورت گرفته در مورد واکنش بازار در ایران در این پژوهش متغیرهای کنترلی به شرح زیر در نظر گرفته شده است:

ریسک عملیاتی: ضریب تغییرات جریان نقدی به‌عنوان جایگزین ریسک عملیاتی شرکت در نظر گرفته شده است.

اندازه شرکت: در این پژوهش اندازه شرکت با استفاده از ارزش ریالی دارایی‌ها محاسبه می‌شود.

مجموع فرصت‌های سرمایه‌گذاری: نسبت قیمت سهام به ارزش دفتری سهام به‌عنوان جایگزین فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت در نظر گرفته شده است.

یافته‌های پژوهش

جدول شماره (۱) نتایج حاصل از آمار توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. برای آزمون نرمال بودن متغیرهای پژوهش از آماره جارک - برا^۱ استفاده شده است.

1. Jarque-Bera

جدول ۱ - آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد مشاهدات	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چارک - برا	
						آماره	احتمال
واکنش بازار	۵۷۶	۸۳/۳۱۰	۲۱۶/۰۷	۱/۷۴۱	۴۶/۴۹۸	۱/۴۷۵	۰/۴۷۸
سود غیرمنتظره	۵۷۶	۰/۱۶۴	۲۵۷/۸۸	-۱۲۳/۵۸	۴۶/۹۸۴	۱۰/۶۳۴	۰/۰۸۴
مربوط بودن سود	۵۷۶	۰/۶۶۱	۱/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۳۵۵	۴/۴۱۱	۰/۲۰۱
پایداری سود	۵۷۶	۰/۲۶۱	۰/۹۹۷	-۰/۹۲۸	۰/۵۲۸	۹/۹۷۵	۰/۰۹۱
محافظه کاری سود	۵۷۶	۰/۰۰۰۷	۰/۵۹۵	-۰/۵۳۸	۰/۱۴۷	۷/۴۲۵	۰/۱۰۱
فرصت های سرمایه گذاری	۵۷۶	۱/۶۸۶	۱۲/۳۰۹	-۷/۳۷۰	۱/۷۷۱	۱۴۷/۶۵۷	۰/۰۰۰
ریسک عملیاتی	۵۷۶	-۰/۰۳۴	۵/۶۹۰	-۵/۴۹۱	۱/۴۴۴	۲۳۲/۶۱۷	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	۵۷۶	۱۱/۸۹۴	۱۸/۳۲۱	۱۰/۰۱۴	۴/۴۴۱	۸/۰۶۴	۰/۱۰۱

جدول ۲ - نتایج آزمون فرضیه اول

نام متغیر	ضریب	احتمال	آماره های رگرسیون	احتمال
مقدار ثابت	-۴/۶۶۲	۰/۵۰۶	آماره F	۰/۰۰۰
سود غیرمنتظره	۰/۰۱۶	۰/۰۰۰	آماره H-hausman	۰/۱۲۲
اندازه شرکت	۶/۹۷۱	۰/۰۰۰	آماره F-limer	۰/۰۰۰
فرصت های سرمایه گذاری	۲/۹۲۱	۰/۰۰۰	ضریب تعیین	۰/۳۶۰
ریسک عملیاتی	-۰/۰۱۵	۰/۹۸۶	دوربین واتسون	۱/۷۱۵

سطح معنی داری آماره F لیمر^۱ (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده های پانلی نسبت به روش داده های پولد ارجحیت دارد. همچنین با توجه به اینکه سطح معنی داری آماره H هاسمن^۲ (۰/۱۲۲) بیشتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش رگرسیون با اثرات تصادفی نسبت به روش

1. F-limer
2. H-hausman

رگرسیون با اثرات ثابت ارجحیت دارد. در مرحله بعد با توجه به اینکه آماره $F(0/000)$ دارای سطح معنی داری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت توضیح-دهندگی دارد. همچنین چون سطح معنی داری سود غیرمنتظره (متغیر مستقل) کمتر از ۵ درصد می باشد بنابراین، می توان گفت که سود غیرمنتظره تأثیر مثبت و معنی داری بر واکنش بازار دارد، از آنجائیکه آماره دوربین واتسون نیز بین $1/5$ تا $2/5$ می باشد، پس می توان چنین نتیجه گرفت که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. علاوه بر این، مقدار ضریب تعیین نشان می دهد که به ازاء هر یک درصد تغییر در متغیرهای مستقل و کنترلی متغیر وابسته ۳۶ درصد تغییر خواهد کرد.

جدول ۳- نتایج آزمون فرضیه دوم

نام متغیر	ضریب	احتمال	آماره های رگرسیون	احتمال
مقدار ثابت	-۱۳/۲۵۴	۰/۰۰۱	آماره F	۰/۰۰۰
سود غیرمنتظره	۰/۰۱۷	۰/۰۰۰	آماره H-hausman	۰/۰۰۰
پایداری سود	-۱۲/۶۷۷	۰/۰۰۰		
اندازه شرکت	۸/۰۵۵	۰/۰۰۰	آماره F-limer	۰/۰۰۰
فرصت های سرمایه گذاری	۲/۳۰۵	۰/۰۰۴	ضریب تعیین	۰/۶۶۹
ریسک عملیاتی	-۰/۷۶۰	۰/۳۸۶	دوربین واتسون	۱/۶۵۸

سطح معنی داری آماره F لیمر ($0/000$) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده های پانلی نسبت به روش داده های پولد ارجحیت دارد. همچنین با توجه به اینکه سطح معنی داری آماره H هاسمن ($0/000$) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، روش رگرسیون با اثرات ثابت نسبت به روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. در مرحله بعد با توجه به اینکه آماره $F(0/000)$ دارای سطح معنی داری زیر (۵ درصد) می باشد بنابراین رگرسیون قدرت توضیح دهندگی دارد. همچنین چون سطح معنی داری سود غیرمنتظره و پایداری سود (متغیرهای مستقل) کمتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که سود غیرمنتظره و پایداری سود به ترتیب تأثیر مثبت و منفی معنی داری بر واکنش بازار دارد. همچنین چون آماره دوربین واتسون بین $1/5$ تا $2/5$

قرار دارد، پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. علاوه بر این مقدار ضریب تعیین نشان می دهد که به ازاء هر یک درصد تغییر در متغیرهای مستقل و کنترلی متغیر وابسته ۶۶/۹ درصد تغییر خواهد کرد.

جدول ۴ - نتایج آزمون فرضیه سوم

نام متغیر	ضریب	احتمال	آماره های رگرسیون	احتمال
مقدار ثابت	-۸/۹۶۵	۰/۰۴۶	آماره F	۰/۰۰۰
سود غیرمنتظره	۰/۰۱۶	۰/۰۰۰	آماره H-hausman	۰/۰۰۰
مربوط بودن سود	-۱۹/۷۲۱	۰/۰۰۰		
اندازه شرکت	۸/۴۷۲	۰/۰۰۰	آماره F-limer	۰/۰۰۰
فرصت های سرمایه گذاری	۲/۵۶۶	۰/۰۰۲	ضریب تعیین	۰/۶۲۷
ریسک عملیاتی	-۰/۵۲۵	۰/۵۶۱	دوربین واتسون	۱/۶۲۱

سطح معنی داری آماره F لیمر (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده های پانلی نسبت به روش داده های پولد ارجحیت دارد. همچنین با توجه به اینکه سطح معنی داری آماره H هاسمن (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، روش رگرسیون با اثرات ثابت نسبت به روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. در مرحله بعد با توجه به اینکه آماره F (۰/۰۰۰) دارای سطح معنی داری زیر (۵ درصد) می باشد، بنابراین رگرسیون قدرت توضیح دهندگی دارد. همچنین چون سطح معنی داری سود غیرمنتظره و مربوط بودن سود (متغیرهای مستقل) کمتر از ۵ درصد می باشد، بنابراین می توان گفت که سود غیرمنتظره و مربوط بودن سود به ترتیب تأثیر مثبت و منفی معنی داری بر واکنش بازار دارد، همچنین چون آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، پس می توان نتیجه گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. علاوه بر این مقدار ضریب تعیین نشان می دهد که به ازاء هر یک درصد تغییر در متغیرهای مستقل و کنترلی متغیر وابسته ۶۲/۷ درصد تغییر خواهد کرد.

جدول ۵ - نتایج آزمون فرضیه چهارم

نام متغیر	ضریب	احتمال	آماره‌های رگرسیون	احتمال
مقدار ثابت	-۱۲/۳۵۰	۰/۰۰۳	آماره F	۰/۰۰۰
سود غیرمنتظره	۰/۰۱۸	۰/۰۰۰	آماره H-hausman	۰/۰۰۰
محافظه کاری سود	۲۱/۸۲۶	۰/۰۱۸		
اندازه شرکت	۷/۶۲۴	۰/۰۰۰	آماره F-limer	۰/۰۰۰
فرصت‌های سرمایه‌گذاری	۲/۸۱۶	۰/۰۰۰	ضریب تعیین	۰/۶۵۱
ریسک عملیاتی	-۰/۶۰۲	۰/۵۰۱	دوربین واتسون	۱/۶۰۶

سطح معنی‌داری آماره F لیمر (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، بنابراین روش داده‌های پانلی نسبت به روش داده‌های پولد ارجحیت دارد. همچنین با توجه به اینکه سطح معنی‌داری آماره H هاسمن (۰/۰۰۰) کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵ درصد) بوده، روش رگرسیون با اثرات ثابت نسبت به روش رگرسیون با اثرات تصادفی ارجحیت دارد. در مرحله بعد با توجه به اینکه آماره F (۰/۰۰۰) دارای سطح معنی‌داری زیر (۵ درصد) می‌باشد بنابراین رگرسیون قدرت توضیح‌دهندگی دارد. همچنین چون سطح معنی‌داری سود غیرمنتظره و محافظه کاری سود (متغیرهای مستقل) کمتر از ۵ درصد می‌باشد، بنابراین می‌توان گفت که سود غیرمنتظره و محافظه کاری سود تأثیر مثبت و معنی‌داری بر واکنش بازار دارد. همچنین چون آماره دوربین واتسون بین ۱/۵ تا ۲/۵ قرار دارد، پس می‌توان نتیجه‌گیری کرد که بین متغیرها مشکل خود همبستگی وجود ندارد. علاوه بر این مقدار ضریب تعیین نشان می‌دهد که به ازاء هر یک درصد تغییر در متغیرهای مستقل و کنترلی متغیر وابسته ۶۵/۱ درصد تغییر خواهد کرد.

نتیجه‌گیری و پیشنهادها

یافته‌های پژوهش حاکی از اینست که بطور کلی سودهای غیرمنتظره و محافظه کاری سود بر واکنش بازار تأثیر مثبت و پایداری سود و مربوط بودن سود بر واکنش بازار تأثیر منفی دارد که علت آن می‌تواند این باشد که سودهای غیرمنتظره یک شاخص از بازده‌های غیر

عادی برای سرمایه گذاران است که در نهایت موجب ایجاد تغییرات در عکس العمل قیمت سهام می گردد. بنابراین، هر چه میزان سود غیرمنتظره بیشتر باشد، نوسان قیمت سهام شدیدتر خواهد شد. در نهایت این امر می تواند موجبات نگرانی سهامداران را فراهم آورد و امنیت سرمایه گذاری در بورس اوراق بهادار را کاهش دهد، و در مواردی موجب خروج سرمایه گذاران از بازار سرمایه گردد و رکود سرمایه گذاری و در نهایت عدم تخصیص بهینه و رکود اقتصادی کشور را به دنبال داشته باشد. نتایج و یافته های این فرضیه، با پژوهش جانسون و زهو [۸] همسو است.

همچنین در مورد تأثیر یا تعامل بر ویژگی های کیفی سود بر واکنش بازار می توان گفت که محافظه کاری یکی از ویژگی های کیفی سود است و می تواند موجب کاهش سود گردد، استفاده مدیریت از رویکرد محافظه کارانه موجب افزایش کیفیت سود می - گردد. سرمایه گذاران نسبت به این کاهش غیرمنتظره سود از خود واکنش نشان می دهند، زیرا سرمایه گذاران انتظار دارند که از این کاهش سود، در آینده به منافع بیشتری دست یابند و به این شاخص از کیفیت سود واکنش نشان می دهند. اما در مورد دو ویژگی که باعث سودمندی محتوای اطلاعاتی سود حسابداری می شوند یعنی پایداری سود و مربوط بودن سود، می توان گفت که این دو ویژگی از کیفیت سود باعث سود منظم، تکرار پذیر و موجب پیش بینی های آتی آسانتر و قابل اتکاء شده و از فعالیت های احتمالی، ناگهانی و غیرمنتظره سود پیش گیری می کنند، علاوه بر این مربوط بودن سود نیز جلوی خطا و سوگیری سود را می گیرد و موجب می شود که سود در ارائه آنچه که ادعای ارائه آن را دارد، صادق باشد. بنابراین این دو ویژگی سود جلوی غیرمنتظره بودن سود را می گیرند و در نهایت موجب کاهش واکنش بازار می گردد. نتایج یافته های سه فرضیه آخر، با پژوهش ثقفی و کردستانی [۲] همسو و با پژوهش سجادی [۴] تفاوت دارد.

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش حاضر پیشنهاد می شود که استفاده کنندگان صورت های مالی و سرمایه گذاران همواره هنگام تجزیه تحلیل برای خرید سهام شرکت ها

به تأثیر مثبت سودهای غیرمنتظره و محافظه کاری سود بر سودهای غیرمنتظره و به تأثیر منفی پایداری سود و مربوط بودن سود بر سودهای غیرمنتظره توجه داشته باشند. با توجه به اینکه هدف مدیران فراهم آوردن اعتماد مالکان شرکت است پس آنها باید این موضوع را در نظر داشته باشند که افزایش سودهای غیرمنتظره و محافظه کاری موجب افزایش واکنش سرمایه گذاران در بازار می شود که در نهایت این مهم می تواند در آینده باعث خروج سرمایه گذاران از بورس گردد و رکود سرمایه گذاری و در نهایت عدم تخصیص بهینه و رکود اقتصادی کشور را در پی داشته باشد. به سازمان بورس اوراق بهادار پیشنهاد می شود که برای مشخص شدن ارزش واقعی شرکتها، شفاف سازی اطلاعات و درک بهتر عملکردشان، قوانین و مقرراتی را تدوین کنند که تا حد امکان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، سودهای غیرمنتظره خود را کاهش دهند، تا در نهایت باعث کاهش تعارضات صورت گرفته توسط مدیران و سرمایه گذاران باشد. به هیأت تدوین استانداردهای حسابداری مالی پیشنهاد می شود که در تدوین استانداردهای حسابداری برای کاهش سودهای غیرمنتظره و افزایش ویژگی هایی از کیفیت سود تلاش نمایند، تا بدین ترتیب از واکنش های غیر طبیعی در بازار جلوگیری بعمل آید.

همچنین پیشنهاداتی برای پژوهش های آتی به شرح زیر ارائه می گردد: ۱. تکرار این پژوهش با استفاده از سایر معیارهای کیفیت سود (مثل کاهش اقلام تعهدی اختیاری) و واکنش بازار (مثل واکنش حجمی سهم). ۲. تکرار این پژوهش با تأکید بر مراحل مختلف چرخه عمر شرکت (بلوغ، رشد، افول). ۳. بررسی تأثیر سودهای غیرمنتظره بر کیفیت گزارشگری مالی. ۴. بررسی تأثیر سودهای غیرمنتظره بر عدم تقارن اطلاعاتی. ۵- بررسی تأثیر سودهای غیرمنتظره بر رتبه شفافیت.

منابع

۱. بولو، قاسم و طالبی، میثم، (۱۳۸۹)، "معیارها و مدل های اندازه گیری کیفیت سود"،

ماهنامه اقتصادی بورس، شماره ۹۲، صص. ۱۰-۱۸.

۲. ثقفی، علی و کردستانی، غلامرضا، (۱۳۸۳)، "بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی"، **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۳۷، صص. ۵۱-۷۲.

۳. دموری، داریوش و عارف منش، زهره و عباسی، خلیل، (۱۳۹۰)، "بررسی رابطه بین هموار سازی سود، کیفیت سود و ارزش شرکت در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **پژوهش های حسابداری مالی**، شماره اول، صص. ۳۹-۵۴.

۴. سجادی، حسین، (۱۳۷۷)، "عوامل مرتبط با سود غیر منتظره و رابطه آن با قیمت سهام"، **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۲۴ و ۲۵، صص. ۳۴-۶۰.

۵. قربانی، بهزاد و فروغی، داریوش و امیری، هادی، (۱۳۹۳)، "تأثیر کیفیت سود بر تغییرات بازده غیرمتعارف سهام". **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، انجمن حسابداری ایران، شماره ۲۳، صص. ۳۶-۵۵.

۶. نوری فرد، یدالله و علی آبادی، اکبر، (۱۳۸۹)، "بررسی تأثیر مدیریت سود روی میزان مربوط بودن سود و ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت"، **ماهنامه اقتصادی بورس**، شماره ۹۲، صص. ۱۸-۳۸.

7. Graham, J. harvey, C. Rajgopal, S., (2005), "the economic implications of corporate financial reporting", **journal of accounting and economics**, Vol. 40, PP. 3-37.
8. Johnson, W. Bruce, Zhao, (2012), "contrarian share price reactions to earnings surprises", **journal of accounting, auditing & finance**, Vol. 27, No. 2, PP. 236-266.
9. Kaustav Sen, (2009), "Earnings surprise and sophisticated investor preferences in India", **Journal of Contemporary Accounting & Economics**, Vol. 5, Issue 1, PP. 1-19.
10. Myring, M., (2006), "The relationship between returns and unexpected earnings: A global analysis by accounting regimes", **Journal of International Accounting, Auditing and Taxation**, PP. 92-108.
11. Palmon, D. & Yezegel, A., (2011), "Analysts' Recommendation Revisions and Subsequent Earnings Surprises: Pre- and Post-Regulation FD", **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, Vol. 26, No. 3, PP. 475-501.
12. Pollet, J. M. & Wilson, M., (2010), "Average correlation and stock market returns", **Journal of Financial Economics**, PP. 364-380.
13. Skinner, D. Sloan, R., (2002), "Earnings surprises, growth expectations and stock returns or dont let an earnings torpedo

sink your portfolio", **Review of accounting studies**, Vol. 7,
PP. 289-312.

14. Sponholtz, C., (2005), "The information content of earnings announcements in Denmark", University of Aarhus, Aarhus School of Business.

The Effect of Earnings Surprises and Earnings Quality Attributes on Capital Market Reactions Evidenced from Iran

Abstract:

Unexpected earnings and earnings quality are considered to be very important by most investors and this may result in reactions by investors. Therefore, the present research is going to study the interactive effects of surprise earnings and earnings quality attributes on capital market reactions in Companies Listed accepted in Tehran Stock Exchange. The difference between the predicted earnings and real earnings has been used to calculate surprise earnings. In the present research 96 firms accepted in Tehran Stock Exchange during the time period between 2006 and 2011 were investigated. To test the hypotheses we have used panel method. The research findings show that generally the surprise earnings have positive and significant effects on market reactions. Also earnings consistency, the relevancy of earnings has negative and significant effects on market reaction and finally earnings conservatism has positive and significant effects on market reactions.

Keywords: earnings surprises, earnings quality attributes, capital market reactions