



فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری  
سال دوم / شماره پنجم / بهار ۱۳۹۲

## بررسی تاثیر رشد پایدار سود بر واکنش قیمت سهام به ویژگیهای پیش بینی سود هر سهم

فرشته بصیری

کارشناس ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اراک، گروه حسابداری، اراک، ایران (مسئول مکاتبات)  
fereshteh\_basiri@yahoo.com

محمدحامد خانمحمدی

استادیار، دانشگاه آزاد اسلامی واحد دماوند، گروه حسابداری، دماوند، ایران

تاریخ دریافت: ۹۱/۱۰/۵ تاریخ پذیرش: ۹۱/۱۲/۲۰

### چکیده

شرکتهایی که یک روند رو به رشد در خصوص سودهای گذشته داشته‌اند، توانسته‌اند جایگاه مناسبی در بازار سرمایه بدست آورند و به شدت نگران حفظ اعتبار و شهرت خود می‌باشند. نگرانی شرکت‌های مذکور از این است که آیا انتشار سود پیش بینی شده، اعتبار شرکت را حفظ می‌کند یا به آن لطمه می‌زند؟ در این رابطه، انتشار سود پیش بینی شده شرکتها باید به گونه ای باشد که روند و الگوی رشد موجود در سودهای گذشته را حفظ کند. هدف کلی تحقیق حاضر تبیین تاثیر وجود الگوهای پایدار در رشد سود بر واکنش قیمت سهام به ویژگیهای پیش بینی سود هر سهم شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نمونه آماری این تحقیق شامل ۱۰۴ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بازار اوراق بهادار تهران می‌باشد که داده‌های آنها در طول سالهای ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ گردآوری و تجزیه و تحلیل شد. نتایج تحلیل آماری نشان داد که واکنش بازار سرمایه به اخبار بد پیش بینی و افق پیش بینی سود هر سهم در شرکت‌های با رشد پایدار سود، متفاوت از سایر شرکتهاست. این در حالی است که واکنش بازار سرمایه به اخبار خوب و دقت پیش‌بینی سود هر سهم تحت تاثیر رشد پایدار سود نبوده است. در این رابطه به نظر می‌رسد که واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار بد، متاثر از نگرش آنان در خصوص اعتبار و اهمیت این اخبار است.

**واژه‌های کلیدی:** رشد پایدار سود، بازده غیر عادی سهام و ویژگیهای پیش بینی سود هر سهم.

## ۱- مقدمه

در این تحقیق به بررسی تاثیر رشد پایدار سود بر واکنش قیمت سهام به ویژگیهای پیش بینی سود هر سهم می‌پردازیم. مدیران شرکتها در گروه آن دسته از استفاده‌کنندگان صورتهای مالی هستند که در داخل شرکت حضور دارند و اطلاعات بیشتری را نسبت به استفاده‌کنندگان خارجی بدست می‌آورند. سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی شرکتها علاوه بر اطلاعات تاریخی، نیاز به اطلاعاتی درباره آینده واحدهای اقتصادی نیز دارند. یکی از این اطلاعات پیش بینی سود توسط مدیریت واحد می‌باشد که مورد توجه سرمایه‌گذاران و بازار سهام قرار می‌گیرد. پیش بینی سود هر سهم، نوعی افشای شرکتی است که اطلاعاتی درباره سود مورد انتظار شرکت ارائه می‌کند (Hirst et al., 2008). افشای اختیاری و اجباری دو مجرای ارتباطی مهم مدیران برای انتقال اطلاعات به سهامداران بیرونی است. این دو نوع افشا، اطلاعات ارزشمند و مربوطی دارد و بر قیمت اوراق بهادار تاثیر می‌گذارد (Francis et al., 2008). مدیران زمانی که اطلاعاتی خارج از صورتهای مالی را به طور داوطلبانه افشا می‌کنند؛ منافع و هزینه‌های انتشار این اطلاعات را مدنظر قرار می‌دهند. منافع این اطلاعات ممکن است کاهش هزینه سرمایه و ایجاد نگرش مثبت در بازار سرمایه درخصوص چشم انداز آتی شرکت باشد. هزینه‌هایی که ممکن است مدیران در قبال انتشار پیش بینی‌ها، متحمل شوند شامل از دست دادن شهرت و اعتبارشان در زمان انتشار اطلاعات ناصحیح است (Easley & Leuz & Verrecchia, 2005; O'Hara, 2004).

انتشار سود پیش بینی شده شرکتها باید به گونه‌ای باشد که روند و الگوی رشد موجود در سودهای گذشته را حفظ کند (Baik et al., 2010). بنابراین به نظر می‌رسد شرکتی که نرخ رشد ثابتی در سودهای گذشته داشته‌اند؛ پیش بینی‌های دقیق‌تری به بازار سرمایه ارائه می‌نمایند. در این تحقیق ویژگیهای انتشار سود پیش بینی شده، به طور موثری کمی می‌شوند. گسترش مبانی نظری اندازه‌گیری و کمی نمودن پیش بینی‌های مدیریتی یکی از ضروریات تحقیق حاضر است. از طرفی تاثیر روند سودهای گذشته بر اعتماد بازار سرمایه، موضوعی است که روشن شدن زوایای پنهان آن به مدیران شرکتهای سهامی در تدوین راهبردهای گزارشگری در جهت حداکثر نمودن ارزش بازار شرکت کمک شایانی می‌کند.

## ۲- مبانی علمی پژوهش و مروری بر پیشینه

پیش‌بینی، عنصر کلیدی در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی است. سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، مدیریت و سایر اشخاص در تصمیم‌گیریهای اقتصادی متکی به پیش‌بینی هستند. اگر بین سود گزارش

شده و سود تقسیمی رابطه قوی وجود داشته باشد، سرمایه‌گذاران می‌توانند توجه خود را به پیش‌بینی سودهای آتی معطوف دارند.

اطلاعات ارائه شده توسط شرکت و در نتیجه سود، مبتنی بر رویدادهای گذشته است اما سرمایه‌گذاران، نیازمند اطلاعاتی راجع به آینده شرکت می‌باشند. یکی از دیدگاه‌های موجود در این مورد، ارائه اطلاعات تاریخی و جاری توسط واحد تجاری است البته به نحوی که سرمایه‌گذاران بتوانند خود پیش‌بینی‌های مربوط به آینده را انجام دهند. دیدگاه دیگر این است که مدیریت با در دست داشتن منابع و امکانات به انجام پیش‌بینی پردازد و با انتشار عمومی این پیش‌بینی‌ها، کارایی بازارهای مالی را افزایش دهد. تصمیم‌گیری درباره انتخاب بین دو دیدگاه بالا، مشکل به نظر می‌رسد زیرا درک قابل قبولی از نحوه پردازش اطلاعات توسط سرمایه‌گذاران موجود نیست و نظریه بازار کارا بر میزان و سرعت تاثیر اطلاعات مالی بر قیمت سهام تاکید دارد. تحقیقات مختلف، به نتایج متضادی در این مورد رسیده‌اند. اما نظر اغلب دست‌اندرکاران مالی بر این است که انتشار پیش‌بینی‌ها به اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری کمک می‌کند (Pownall et al., 2003). پوونال و همکارانش نشان دادند که پیش‌بینی سود مدیریت با ارزش بازار شرکت رابطه معنی‌داری دارد و می‌توان ریسک شرکت را از طریق این افشاها کاهش داد.

در ادبیات مالی یکی از معیارهای سنجش ریسک یک شرکت تغییرات در مبلغ سود آن است. از طرفی سرمایه‌گذاران با توجه به ریسک برآوردی شرکت نرخ بازده متناسبی را مطالبه می‌کنند. به طوری که هر چه ریسک شرکت از دیدگاه سرمایه‌گذاران بالاتر باشد، نرخ بازده مورد انتظار آنان نیز بیشتر خواهد شد و بالعکس. بنابراین مدیران شرکت جهت پایین آوردن نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران سعی می‌کنند ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت را کاهش دهند تا بتوانند به راحتی به منابع مالی مورد نیاز خود دست یابند. در این راستا مدیران تلاش می‌کنند با هموارسازی سود تغییرات و نوسانات سود را کاهش دهند تا از این طریق ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت در سطح پایین‌تری نگه داشته شود (James et al., 2006; Healy & wahlen, 2008; Barth et al., 2009).

راجرز و استاکن (Rogers & Stocken, 2005) اعتبار پیش‌بینی‌های مدیریت را مورد بررسی قرار دادند. آنها به این نتیجه رسیدند که مدیران خواهان ارائه نادرست اطلاعات پیش‌بینی هستند ولی در عمل با توانایی بازار در یافتن ارائه نادرست روبه‌رو می‌شوند. آنها همچنین ثابت کردند که به طور معمول، بازار سرمایه اخبار بد پیش‌بینی سود هر سهم را معتبرتر و دقیق‌تر از اخبار خوب پیش‌بینی سود هر سهم می‌داند. آنها بیان کردند که بازار سرمایه از اطلاعات اضافی و رسیدگی‌های تحلیلی برای اطمینان از صحت اخبار خوب پیش‌بینی سود استفاده می‌کند در حالیکه، اخبار بد را صحیح و معتبر فرض می‌کند.

تونا و وردی (Tuna & Verdi, 2008) اثرات پیش‌بینی سود مدیران را بر اعتبار ارزیابی مدیریت بررسی نمودند. آنها دریافتند که با تغییر مدیریت، سودهای پیش‌بینی شده تفاوت معنی‌داری را نشان نمی‌دهند و از یک روند ثابتی برخوردارند.

فانگ (Fang, 2009) نقش دقت پیش‌بینی مدیریت را در برآورد خطای پیش‌بینی سود مدیریت مورد مطالعه قرار داد و به این نتیجه رسید که رابطه‌ای بااهمیت و منفی بین دقت پیش‌بینی و خطای پیش‌بینی وجود دارد. این یافته‌ها با این فرضیه سازگار است که، پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه با سطح کمتری از دقت پیش‌بینی همراه هستند. همچنین این رابطه برای پیش‌بینی‌های با افق زمانی طولانی، قویتر است.

کیتو و همکاران (Kato et al., 2009) در تحقیق خود به بررسی پیش‌بینی سود توسط مدیریت در شرکتهای لیست شده در بورس‌های ژاپن پرداختند. آنها به این نتیجه رسیدند که اولین پیش‌بینی سود معمولاً بیشتر از واقع بوده، اما در طول سال تعدیل منفی شده و کاهش می‌یابد.

بهن (Behn, 2009) با استفاده از ۹۲۶۱ مشاهده به بررسی این موضوع پرداخت که آیا کیفیت حسابرسی با پیش‌بینی سود رابطه دارد یا خیر. شواهد بیانگر این بود که شرکتهایی که توسط ۵ موسسه بزرگ، حسابرسی شده‌اند؛ از صحت سود پیش‌بینی شده بالاتر و خطای پیش‌بینی پایین‌تری برخوردار هستند. همچنین طبق نتایج تحقیق، وجود حسابرسان متخصص در صنعت در سایر موسسات حسابرسی با دقت پیش‌بینی رابطه مثبت و با خطای پیش‌بینی رابطه منفی داشته است.

مکنومی (Mcconomy, 2009) به بررسی جانبدارانه بودن و دقت پیش‌بینی سود براساس مقررات رسیدگی به پیش‌بینی‌های مدیریت در شرکتهای کانادایی پرداخته است. نتایج تحقیق نشان می‌دهد که پیش‌بینی‌های رسیدگی شده به طور معناداری از جانبداری مثبت (خوش‌بینانه) کمتری نسبت به سایر پیش‌بینی‌های مورد بررسی برخوردارند. اما در مورد دقت پیش‌بینی، رابطه معناداری مشاهده نگردید.

### ۳- فرضیه‌های پژوهش

(۱) واکنش قیمت سهام به اخبار خوب پیش‌بینی سود هر سهم در شرکتهای با رشد پایدار سود، در مقایسه با سایر شرکتهای متفاوت است.

(۲) واکنش قیمت سهام به اخبار بد پیش‌بینی سود هر سهم در شرکتهای با رشد پایدار سود، در مقایسه با سایر شرکتهای متفاوت است.

(۳) واکنش قیمت سهام به دقت پیش‌بینی سود هر سهم در شرکتهای با رشد پایدار سود، در مقایسه با سایر شرکتهای متفاوت است.

۴) واکنش قیمت سهام به افق پیش بینی سود هر سهم در شرکتهای با رشد پایدار سود، در مقایسه با سایر شرکتهای متفاوت است.

#### ۴- متغیرهای اساسی پژوهش و نحوه محاسبه آنها

مطابق با فرضیات، متغیر وابسته تحقیق، قیمت سهام می‌باشد. تغییرات قیمت سهام در بازده سهام منعکس می‌شود. از این نظر و به پیروی از تحقیق تجربی کوچ و پارک (Koch & Park, 2011)، جهت تفکیک عوامل خاص شرکت از عوامل بازار، بازده غیرعادی سهام به عنوان متغیر وابسته تلقی شده است. بازده غیرعادی (CAR) از تفاوت میان بازده کل سهام شرکت با بازده بازار سهام در یک دوره معین حاصل می‌شود.

متغیرهای مستقل تحقیق، شامل ویژگیهای پیش بینی سود هر سهم می‌باشد. در این تحقیق، اخبار خوب پیش بینی، اخبار بد پیش بینی، دقت پیش بینی و افق پیش بینی به عنوان ویژگیهای پیش بینی سود هر سهم موردنظر می‌باشند. تعریف عملیاتی و نحوه اندازه‌گیری هر یک از متغیرهای مذکور به شرح زیر می‌باشد.

#### اخبار خوب پیش بینی سود هر سهم (GOOD)

چنانچه پیش بینی سود هر سهم نشان دهنده یک افزایش در سود نسبت به دوره قبل باشد، به عنوان اخبار خوب تلقی می‌شود. اخبار خوب پیش بینی از تفاوت مثبت بین سود پیش بینی شده برای دوره t منهای سود تحقق یافته دوره t-1 تقسیم بر ارزش بازار هر سهم محاسبه می‌شود.

#### اخبار بد پیش بینی سود هر سهم (BAD)

اگر پیش بینی سود هر سهم حاکی از کاهش سود نسبت به دوره قبل باشد، به عنوان اخبار بد تلقی می‌شود. اخبار بد پیش بینی از قدرمطلق تفاوت منفی بین سود پیش بینی شده برای دوره t منهای سود تحقق یافته دوره t-1 تقسیم بر ارزش بازار هر سهم محاسبه می‌شود.

#### دقت پیش بینی سود (POINT)

این متغیر، منعکس کننده میزان نزدیکی سود پیش بینی شده هر سهم با سود واقعی هر سهم است. جهت سنجش دقت پیش‌بینی سود هر سهم، از قدر مطلق اختلاف میان سود تحقق یافته هر سهم با سود پیش‌بینی شده هر سهم تقسیم بر ارزش بازار هر سهم استفاده می‌شود. هرچه این رقم بزرگتر باشد؛ حاکی از دقت کمتر در پیش بینی سود می‌باشد.

### افق پیش بینی سود (HORIZON)

در این تحقیق افق پیش بینی عبارت است از تعداد روزهای باقیمانده به پایان سال از روز انتشار پیش بینی سود هر سهم. این دوره هر چه طولانی تر باشد، افشای اطلاعات به موقع تر بوده است. برای همگون نمودن این متغیر با سایر متغیرها، از ۱ بعلاوه لگاریتم طبیعی تعداد روزهای باقیمانده به پایان سال استفاده می‌شود.

### متغیر مداخله گر

متغیر رشد پایدار سود به عنوان متغیر مداخله گر در آزمون فرضیات مطرح شده است. وجود الگوی مشخص در رشد سود سالیانه شرکت، به نحوی که در طول دوره های متوالی نوسانات حداقل باشد، منعکس کننده رشد پایدار می باشد. برای محاسبه این متغیر، از رابطه زیر استفاده می شود.  
(تعداد سالهایی که شرکت نسبت به دوره قبل افزایش در سود داشته است)  $STRN = \ln$

### متغیرهای کنترل

در این تحقیق ۴ متغیر کنترلی به شرح ذیل، به الگوی آزمون فرضیات اضافه شده اند.

### اندازه شرکت

جهت وارد نمودن اندازه شرکتها در الگوی آزمون فرضیات از رابطه زیر استفاده می‌شود.

$$\text{Size}_{i,t} = \ln(\text{Assets}_{i,t})$$

### نسبت بازده دارایی ها

معیارهای عملکردی حسابداری، همواره مورد توجه بازار سرمایه می‌باشند و این متغیرها در توضیح تغییرات قیمت و بازده سهام، بسیار موثر هستند. یکی از این معیارها، نسبت بازده دارایی‌هاست که این نسبت به عنوان شاخص کارایی و سودآوری دارایی‌های شرکت محسوب و از رابطه ذیل محاسبه می‌شود.

$$ROA_{i,t} = \frac{NI_{i,t}}{Assets_{i,t}}$$

## ضریب بتا

ضریب بتا تغییرات بازده یک سرمایه گذاری را در رابطه با تغییرات بازده بازار مورد سنجش قرار می‌دهد و تعیین می‌کند که به ازاء هر یک درصد تغییر در شاخص بازار چند درصد تغییر در بازده سرمایه‌گذاری موردنظر پیش می‌آید. فرمول محاسبه این متغیر به صورت ذیل است.

$$\beta_i = \frac{Cov(R_{it} * R_m)}{Var(R_m)}$$

## تغییرات در سودخالص

کوچ و پارک (Koch & Park, 2011) نشان دادند که تغییرات در سودخالص توانایی تبیین ارتباط بین ویژگی‌های پیش بینی سود با واکنش بازار سهام در حالتی که رشد پایدار سود به عنوان متغیر مداخله گر، موردنظر باشد؛ را بهبود می‌بخشد. بنابراین، تغییرات در سود خالص به عنوان یکی از متغیرهای کنترلی به الگوی آزمون فرضیات اضافه شده است.

$$INCR_t = \frac{NI_t - NI_{t-1}}{Assets_{i,t}}$$

## ۵- روش‌شناسی پژوهش

تحقیق حاضر از نظر طبقه بندی بر مبنای هدف، نوعی تحقیق کاربردی و به لحاظ جمع آوری داده ها، توصیفی و از نوع همبستگی است. جهت تجزیه و تحلیل داده ها برای آزمون فرضیات و توضیح روابط بین متغیرها، از آزمون های رگرسیون استفاده خواهد شد. این آزمونها از طریق نرم افزار آماری SPSS و در سطح اطمینان ۹۵٪ اجرا می شود. در این تحقیق، برای آزمون فرضیات از مدل رگرسیونی ارائه شده توسط کوچ و پارک (Koch & Park, 2011) استفاده شده است.

در پژوهش حاضر به منظور آزمون فرضیات تحقیق از داده های مالی طبقه بندی شده و حسابرسی شده شرکتهای فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استفاده شده است. روش به کار رفته برای انتخاب و استخراج نمونه آماری در این تحقیق، حذفی سیستماتیک (غربالگری) می باشد. با توجه به هدف، دوره زمانی و جامعه آماری، نمونه آماری این تحقیق شامل تمامی شرکتهایی است که شرایط ذیل را دارا باشند.

(۱) در طول سالهای مالی ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ در بورس حضور داشته اند.

(۲) جزو شرکتهای سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشند.

۳) پایان سال مالی آنها آخر اسفند هر سال بوده و در طول دوره فوق‌الذکر تغییری در سال مالی نداده‌اند.

۴) در طول دوره تحقیق، نماد معاملاتی آنها بیش از شش ماه متوقف نشده باشد.

۵) در همه سالهای مورد بررسی در پایان سال مالی اطلاعات و داده‌های موردنیاز آنها در دسترس باشد.

پس از اعمال شرایط فوق ۱۰۴ شرکت به عنوان نمونه نهایی انتخاب شده‌اند. دوره تحقیق که داده‌های شرکت‌های نمونه آماری برای آن گردآوری شده است، از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۹ می‌باشد.

### ۶- مدل‌ها و روش‌های آزمون فرضیات

الگوی رگرسیونی جهت آزمون فرضیه اول به صورت ذیل می‌باشد.

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 STRN_{it} + \beta_2 INCR_{it} + \beta_3 GOOD_{it} + \beta_4 DSTRN_{it} * GOOD_{it} + \beta_5 DINCR_{it} * GOOD_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 BETA_{it} + \epsilon_{it}$$

DSTRN: یک متغیر مجازی است که چنانچه STRN شرکت بالاتر از میانه این متغیر برای همه شرکت‌های نمونه آماری باشد، ۱ و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

DINCR: یک متغیر مجازی است که چنانچه INCR شرکت بالاتر از میانگین این متغیر برای همه شرکت‌های نمونه آماری باشد، ۱ و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

متغیرهای مجازی DSTRN و DINCR منعکس‌کننده ویژگی نرخ رشد پایدار در سود هستند و برای تفکیک شرکت‌های با نرخ رشد پایدار در سود از سایر شرکت‌های نمونه آماری به مدل رگرسیونی فوق اضافه شده‌اند. ضریب  $\beta_3$ ، واکنش بازار سرمایه به اخبار خوب پیش‌بینی در کل نمونه آماری و ضرایب  $\beta_4$  و  $\beta_5$  واکنش بازار سرمایه به اخبار خوب پیش‌بینی در شرکت‌های با نرخ رشد پایدار در سود را منعکس می‌کنند.

الگوی رگرسیونی آزمون فرضیه دوم به صورت ذیل می‌باشد.

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 STRN_{it} + \beta_2 INCR_{it} + \beta_3 BAD_{it} + \beta_4 DSTRN_{it} * BAD_{it} + \beta_5 DINCR_{it} * BAD_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 BETA_{it} + \epsilon_{it}$$

الگوی رگرسیونی آزمون فرضیه سوم به صورت ذیل می‌باشد.

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 STRN_{it} + \beta_2 INCR_{it} + \beta_3 POINT_{it} + \beta_4 DSTRN_{it} * POINT_{it} + \beta_5 DINCR_{it} * POINT_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 BETA_{it} + \epsilon_{it}$$



الگوی رگرسیونی آزمون فرضیه چهارم به صورت ذیل می باشد.

$$CAR_{it} = \beta_0 + \beta_1 STRN_{it} + \beta_2 INCR_{it} + \beta_3 HORIZON_{it} + \beta_4 DSTRN_{it} * HORIZON_{it} + \beta_5 DINCR_{it} * HORIZON_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 BETA_{it} + \epsilon_{it}$$

## ۷- نتایج پژوهش

مدل رگرسیونی ارائه شده توسط کوچ و پارک (Koch & Park, 2011) شامل تعداد زیادی متغیرهای تعاملی<sup>۲</sup> است. در این گونه مدل‌های رگرسیونی، هم‌خطی بین متغیرهای مستقل تحقیق، امری اجتناب ناپذیر است و وجود هم‌خطی بین متغیرهای مستقل، اعتبار رگرسیون برآزش شده را زیر سوال می برد. جهت برآزش الگوی رگرسیونی از روش رگرسیونی گام به گام استفاده شد که در این روش، متغیرهای مستقل یکی پس از دیگری به مدل وارد شده و متغیرهای نامعتبر از مدل حذف می شوند و خروجی آزمون در نهایت معتبرترین و معنادارترین متغیرها را به لحاظ آماری در قالب یک مدل رگرسیونی ارائه می دهد.

### ۷-۱- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

نتایج حاصل از برآزش الگوی آزمون فرضیه اول به روش رگرسیونی گام به گام در جدول ۱ ارائه شده است.

جدول ۱: نتایج تحلیل آماری برای آزمون فرضیه اول

متغیر	آماره دوربین واتسون		آماره F	سطح معنی داری F	
	اندازه ضریب $\beta$ (استاندارد شده)	آماره t	سطح معنی داری (P-value)	تورننس	عامل تورم واریانس
	۰/۳۶۹	۲/۱۴۲	۲۵/۱۵۶	۰/۰۰۰	
INCR	۰/۲۱۴	۴/۹۰۶	۰/۰۰۰	۰/۷۰۷	۱/۴۱۵
DINCR	۰/۱۷۵	۳/۹۸	۰/۰۰۰	۰/۶۹۹	۱/۴۳۱
DINCR*GOOD	-۰/۰۷۴	-۱/۹۸۲	۰/۰۴۸	۰/۹۷۵	۱/۰۲۶
Beta	۰/۱۸	۴/۸۵۹	۰/۰۰۰	۰/۹۸	۱/۰۲
Size	-۰/۰۷۷	-۲/۰۸۴	۰/۰۳۸	۰/۹۸۳	۱/۰۱۷

پس از برآزش مدل آزمون فرضیه اول، ۵ متغیری که در جدول فوق آمده اند، در روش رگرسیونی گام به گام معتبر و معنادار تشخیص داده شده اند و بقیه متغیرها، از مدل حذف شدند.

ضریب برآوردی برای متغیر INCR به میزان ۰/۲۱۴ و با سطح معناداری ۰/۰۰۰ می‌باشد. این یافته حاکی از یک ارتباط مستقیم و معنادار بین تغییرات سود خالص با بازده غیرعادی سهام می‌باشد و نشان می‌دهد که هرچه تغییرات در سود خالص دوره t نسبت به دوره ماقبل، شدیدتر بوده است؛ سهام شرکت بازده بالاتری نسبت به بازده بازار داشته است. ضریب بدست آمده برای متغیر  $DINCR * GOOD$  به میزان ۰/۰۷۴- و با سطح معناداری ۰/۰۴۸ می‌باشد. این یافته نشان می‌دهد که واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار خوب در شرکت‌هایی که بالاترین تغییر را در سود خالص داشته‌اند؛ منفی می‌باشد. این در حالی است که، در مجموع، سرمایه‌گذاران به اخبار خوب، واکنش معناداری نداشته‌اند و تنها پس از وارد نمودن متغیر  $DINCR$ ، ارتباط اخبار خوب با بازده غیرعادی، معنادار شده است. نگرش بازار سرمایه به اخبار خوب، نگرشی محتاطانه است و فعالان این بازار، اعتبار اخبار خوب را کمتر از اعتبار اخبار بد می‌دانند؛ چرا که مدیران شرکت‌های سهامی، تمایل دارند که وضعیت عملکردی و مالی شرکت را مطلوب جلوه دهند و بازار سرمایه از این رفتار مدیران آگاه است. از این نظر، واکنش سرمایه‌گذاران به اخبار خوب کمتر از حد متعارف می‌باشد.

از آنجاییکه متغیر  $STRN$ ، متغیر منعکس کننده رشد پایدار سود به دلیل عدم اعتبار، از الگوی رگرسیونی حذف شده است؛ نمی‌توان ادعای مطرح شده در این فرضیه را پذیرفت و تنها می‌توان ادعا نمود که واکنش قیمت سهام به اخبار خوب در شرکت‌هایی که تغییر بالایی در سود خالص داشته‌اند؛ نسبت به سایر شرکتها متفاوت بوده است. بنابراین فرضیه اول تحقیق، رد می‌شود.

## ۲-۷- نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم

نتایج حاصل از برازش الگوی آزمون فرضیه دوم به روش گام به گام در جدول ۲ ارائه شده است.

جدول ۲: نتایج تحلیل آماری برای آزمون فرضیه دوم

متغیر	آماره دوربین واتسون	آماره F	سطح معنی داری F		
			سطح معنی داری	آماره F	آماره دوربین واتسون
			۰/۰۰۰	۲۶/۳۹۶	۲/۱۷۸
متغیر	اندازه ضریب $\beta$ (استاندارد شده)	آماره t	سطح معنی داری (P-value)	آزمونهای هم خطی	
				تلورانس	عامل تورم واریانس
INCR	۰/۲۴۲	۵/۴۳۶	۰/۰۰۰	۰/۶۷۶	۱/۴۸
DINCR	۰/۱۶۹	۳/۸۹۳	۰/۰۰۰	۰/۷۰۷	۱/۴۱۴
DSTRN * BAD	-۰/۱۱۵	-۳/۰۱۹	۰/۰۰۳	۰/۹۲۳	۱/۰۸۳
Beta	۰/۱۶۸	۴/۵۴۹	۰/۰۰۰	۰/۹۷۴	۱/۰۲۷
Size	-۰/۰۸۱	-۲/۱۹	۰/۰۲۹	۰/۹۸۱	۱/۰۱۹

ضریب برآوردی برای متغیر INCR به میزان ۰/۲۴۲ و با سطح معناداری ۰/۰۰۰ می‌باشد. این یافته حاکی از یک ارتباط مستقیم و معنادار بین تغییرات سودخالص با بازده غیرعادی سهام می‌باشد. ضریب بدست آمده برای متغیر DSTRN\*BAD، که واکنش قیمت سهام به اخبار بد در شرکتهای با رشد پایدار سود را نشان می‌دهد و مبنای اصلی برای تصمیم‌گیری در خصوص آزمون فرضیه است؛ به میزان ۰/۱۱۵- و با سطح معناداری ۰/۰۰۳ می‌باشد. این یافته مطابق با ادعای مطرح شده در فرضیه دوم می‌باشد و حاکی از این است که فعالان بازار سرمایه، اخبار بد مرتبط با پیش بینی سود هر سهم شرکتهایی را که رشد پایداری در سود داشته اند؛ با اهمیت تر تلقی کرده‌اند. بر اساس شواهد فوق، ادعای مطرح شده در فرضیه دوم قابل قبول می‌باشد و این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود.

نتایج تحلیل آماری نشان داد که اخبار بد به تنهایی تاثیر معناداری بر قیمت سهام ندارد و واکنشی را از جانب بازار سرمایه به دنبال نداشته است. در حالی که پس از وارد نمودن متغیر رشد پایدار سود، نتایج معناداری حاصل شد. این یافته، منعکس کننده ویژگی های خاص شرکتهای با رشد پایدار سود و نگرش خاص بازار سرمایه به این شرکتهاست. در این رابطه، کوچ و پارک (Koch & Park, 2011) استدلال نمودند که شرکتهای با نرخ رشد پایدار در سود گزارش شده از دو جنبه مورد توجه بازار سرمایه می‌باشند. اول اینکه، پیش بینی عملکرد آتی این شرکتهای برای سرمایه گذاران آسان تر و با سطح اطمینان بالاتری نسبت به سایر شرکتهای امکان پذیر است. دوم، روند گذشته نرخ رشد پایدار سود، موجب اعتبار و شهرت شرکت در بازدهی شده و ریسک سرمایه گذاری در آن را کاهش می‌دهد. این عوامل موجب می‌شود، شرکتهای با رشد پایدار سود، از نظر سرمایه‌گذاران، محل مناسبی برای سرمایه گذاری تلقی شوند.

### ۳-۷- نتایج حاصل از آزمون فرضیه سوم

نتایج حاصل از برازش الگوی آزمون فرضیه سوم در جدول ۳ آمده است. براساس نتایج بدست آمده، ضریب برآوردی برای متغیر INCR به میزان ۰/۲۴۴ و با سطح معناداری ۰/۰۰۰ می‌باشد. این یافته، مشابه نتایج حاصل از فرضیات اول و دوم تحقیق است و حاکی از یک ارتباط مستقیم و معنادار بین تغییرات سودخالص با بازده غیرعادی سهام می‌باشد. ضریب متغیر DINC \*POINT، که واکنش قیمت سهام به دقت پیش بینی سود هر سهم در شرکتهای با بیشترین تغییر در سود خالص را نشان می‌دهد؛ به میزان ۰/۱۲۶- و با سطح معناداری زیر ۰/۰۵ می‌باشد. نتیجه بدست آمده از آزمون فرضیه سوم نشان می‌دهد که اولاً، بازار سرمایه میزان دقت در

سود پیش بینی شده را تنها در شرکت‌های با بیشترین تغییر در سود خالص، پیگیری می‌کنند و دوما با کاهش کم دقتی در پیش‌بینی‌ها، بازده غیرعادی سهام افزایش یافته است. بازار سرمایه توانایی فهم و بکارگیری اطلاعات مربوط به اخبار پیش بینی سود هر سهم را در الگوهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری دارد. به عبارت دیگر، واکنش بازار سرمایه به ویژگی‌های پیش بینی سود حاکی از این است که اولاً سرمایه‌گذاران پیش بینی‌های مدیریت در خصوص سود هر سهم را پیگیری و با روند گذشته مقایسه می‌کنند تا به میزان دقت آن پی ببرند و دوما، این اطلاعات را در تصمیم‌گیری‌های خرید و فروش سهام به کار می‌برند. انجام پیش‌بینی‌های دقیق در خصوص عملکرد آتی شرکت توسط مدیران برای تأمین‌کنندگان سرمایه و سایر استفاده‌کنندگان از این اطلاعات، اطمینان این گروه‌ها به سایر اطلاعات مالی شرکت را نیز افزایش می‌دهد. این امر از آن جهت می‌باشد که استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی، اخبار مربوط به سود را با حساسیت بیشتری دنبال می‌کنند و اطلاعات شرکت‌هایی که سابقه مطلوبی در خصوص پیش بینی این رقم دارند؛ معتبرتر از سایر شرکت‌هاست و بنابراین بازار سرمایه اهمیت و وزن بیشتری به اطلاعات منتشره آنها می‌دهد.

جدول ۳: نتایج تحلیل آماری برای آزمون فرضیه سوم

R <sup>2</sup>	آماره دوربین واتسون		آماره F	سطح معنی داری F	
۰/۳۷۹	۲/۱۷۱		۲۶/۸۳	۰/۰۰۰	
متغیر	اندازه ضریب $\beta$ (استاندارد شده)	آماره t	سطح معنی داری (P-value)	آزمونهای هم خطی	
				تلورانس	عامل تورم واریانس
INCR	۰/۲۴۴	۵/۴۹۲	۰/۰۰۰	۰/۶۷۷	۱/۴۷۷
DINCR	۰/۱۷۴	۴/۰۰۱	۰/۰۰۰	۰/۷۰۵	۱/۴۱۸
DINCR*POINT	-۰/۱۲۶	-۳/۳۰۶	۰/۰۰۳	۰/۹۱۳	۱/۰۹۵
Beta	۰/۱۶۸	۴/۵۵	۰/۰۰۰	۰/۹۷۵	۱/۰۲۶
Size	-۰/۰۸۳	-۲/۲۵۶	۰/۰۲۴	۰/۹۷۹	۱/۰۲۱

ادعای مطرح شده در فرضیه سوم قابل قبول نیست؛ زیرا متغیرهای مرتبط با رشد پایدار سود، به دلیل نامعتبر بودن از الگو حذف شده‌اند. بر این اساس، فرضیه سوم تحقیق رد می‌شود.

#### ۴-۷- نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم

نتایج حاصل از برازش الگوی آزمون فرضیه چهارم در جدول ۴ آمده است.

جدول ۴: نتایج تحلیل آماری برای آزمون فرضیه چهارم

R <sup>2</sup>	آماره دوربین واتسون		آماره F	سطح معنی داری F	
۰/۳۵۵	۲/۱۶۱		۲۸/۲۹۹	۰/۰۰۰	
متغیر	اندازه ضریب $\beta$ (استاندارد شده)	آماره t	سطح معنی داری (P-value)	آزمونهای هم خطی	
				تلورانس	عامل تورم واریانس
INCR	۰/۲۴۹	۵/۹۱۲	۰/۰۰۰	۰/۷۷۳	۱/۲۹۳
DSTRN*HORIZON	۰/۱۱۳	۲/۷۰۴	۰/۰۰۷	۰/۷۸۴	۱/۲۷۵
Beta	۰/۱۸	۴/۸۳۴	۰/۰۰۰	۰/۹۸۲	۱/۰۱۹
Size	-۰/۰۸۹	-۲/۳۹۸	۰/۰۱۷	۱	۱

براساس نتایج بدست آمده، ضریب برآوردی برای متغیر INCR به میزان ۰/۲۴۹ و با سطح معناداری ۰/۰۰۰ می‌باشد. این یافته، مشابه نتایج حاصل از فرضیات قبلی تحقیق است و حاکی از یک ارتباط مستقیم و معنادار بین تغییرات سود خالص با بازده غیرعادی سهام می‌باشد. ضریب برآورد شده برای متغیر DSTRN\*HORIZON، که واکنش قیمت سهام به افق پیش‌بینی سود هر سهم در شرکت‌های با رشد پایدار سود را نشان می‌دهد و مبنای اصلی برای تصمیم‌گیری در خصوص فرضیه چهارم است؛ به میزان ۰/۱۱۳ و با سطح معناداری زیر ۰/۰۵ می‌باشد. این یافته نشان می‌دهد که در شرکت‌هایی که پایداری رشد سود در آنها نسبت به سایر شرکتها بیشتر بوده است؛ بازار سرمایه به اطلاعات مرتبط با افق پیش‌بینی اهمیت داده و برای سهام این شرکتها، ارزش بیشتری قائل شده است. بر اساس شواهد فوق، ادعای مطرح شده در فرضیه چهارم قابل قبول است و این فرضیه در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می‌شود. نتایج، حاکی از این است که افق پیش‌بینی سود به تنهایی تاثیر معناداری بر قیمت سهام ندارد و واکنش بازار سرمایه را موجب نشده است بلکه پس از اضافه نمودن متغیر رشد پایدار سود، متغیر افق پیش‌بینی سود بیانگر تاثیر مثبتی بر قیمت و بازده سهام شرکت‌های با رشد پایدار سود می‌باشد. یافته‌های فوق تایید می‌کند که از نظر استفاده کنندگان از اطلاعات منتشر شده، محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی‌هایی که به موقع افشا شده و افق دید بلندمدتی دارند؛ متفاوت از پیش‌بینی‌هایی هستند که زمان انتشار آنها به زمان اعلام سود هر سهم تحقق یافته نزدیک بوده است. افق پیش‌بینی بلندمدت، حاکی از اطمینان بالاتر مدیر به دورنمای آتی و عملکرد شرکت است (Koch & Park, 2011; Hirst et al., 2008). این امر باعث اعتماد بیشتر سرمایه‌گذاران به پیش‌بینی‌هایی می‌شود که به موقع افشا می‌شوند. مدیران برای ارائه یک پیش‌بینی دقیق، مجبورند

متغیرها و عوامل زیادی را مدنظر قرار دهند که بررسی تاثیر هر یک از آنها نیاز به زمان دارد. در این نظر، وجود یک ارتباط معکوس بین دقت پیش‌بینی و افق پیش‌بینی، محتمل به نظر می‌رسد. در شرکتهایی که رشد پایداری در سود گزارش شده دارند؛ عامل دقت در پیش‌بینی تا حدود زیادی هم برای مدیران و هم برای سرمایه‌گذاران قابل دستیابی است. از این جهت، به نظر می‌رسد که در اینگونه شرکتها، گروه‌های مختلف، به افق پیش‌بینی سود توجه بیشتری می‌کنند.

### ۷- نتیجه‌گیری و بحث

به طور کلی، نتایج تحقیق حاضر، حاکی از این است که رشد پایدار سود بر واکنش قیمت سهام به ویژگیهای پیش‌بینی سود هر سهم تاثیرگذار است. به طور خاص، نتایج نشان داد که واکنش بازار سرمایه به اخبار بد پیش‌بینی و افق پیش‌بینی سود هر سهم در شرکتهای با رشد پایدار سود، متفاوت از سایر شرکتهاست که به تفصیل ذیل هر یک از فرضیات، تفسیر و بحث شده است. براساس یافته‌های تحقیق، به مدیران شرکتهای سهامی پیشنهاد می‌شود در انتشار پیش‌بینی‌ها همه مواردی را که ممکن است بازار سرمایه در شکل دهی بازده مورد انتظار لحاظ نمایند (مثل ویژگیهای محیط گزارشگری شرکت و داده‌های تاریخی) مورد توجه قرار دهند و در برآورد و انتشار پیش‌بینی‌ها، دقت پیش‌بینی را در اولویت قرار داده و از انتشار پیش‌بینی‌های عجولانه با دقت کم پرهیز نمایند. احتمالاً یکی از مهمترین دلایل انتشار اخبار بد در خصوص پیش‌بینی سود هر سهم، نگاه بدبینانه مدیران شرکتهای سهامی است. در واقع اخبار بد، یکی از ویژگیهای نامطلوب پیش‌بینی سود هر سهم است که هزینه سرمایه شرکتها را بالا می‌برد و لازم است مدیران سعی در تعدیل و حذف این ویژگی نمایند. چنانچه مدیران یک نرخ رشد ثابت را در پیش‌بینی سود هر سهم رعایت نمایند؛ اخبار بد پیش‌بینی وجود نخواهد داشت.

### فهرست منابع

- 1) Behn.BK, (2008), "Audit Quality and Properties of Analyst Earnings Forecasts", Accounting, Vol.83, Issue 2, p.327-349.
- 2) Barth, M. E., Beaver, W. H., Hand, J. M. & Landsman, W. R. (2009), "Accruals, Accounting-Based Valuation Models and the Prediction of Equity Values", Journal of Accounting, Auditing, and Finance, 20,311-345.
- 3) Baik, B., D. Farber, and S. Lee, 2010, "CEO ability and management earnings forecasts", Working paper, conditionally accepted at Contemporary Accounting Research.
- 4) Easley, D., & O'Hara, M. (2004), "Information and the cost of capital", The Journal of Finance, 59(4), 1553-1583.

- 5) Fang, W, V. (2009), "The Role of Management Forecasts Precision in Predicting Management Forecast Error", Rutgers University, <http://www.ssrn.com>
- 6) Francis, J., Nanda, D. J., & Olsson, P. (2008), "Voluntary disclosure, earnings quality, and cost of capital", *Journal of Accounting Research*, 46(1), 53–100.
- 7) Hirst, D., Koonce, L., & Venkataraman, S. (2008), "Management earnings forecasts: A review and framework", *Accounting Horizons*, 22(3), 315–338.
- 8) Healy, P. Wahlen, J. (2008), "A Review of the earnings Management literature and its implications for standard setting".
- 9) James E. Hunton, Robert. Libby, and cheril Mazza. (2006), "financial Reporting Transparency and earning management" the *Accounting Rievew*, Vol 81, No 1, pp.135-157.
- 10) Koch.A.S, Park.J.C (2011), "Consistent Earnings Growth and the Credibility of Management Forecasts", Assistant Professor of Accounting McIntire, School of Commerce University of Virginia.434-924-8988.
- 11) Kato, kazoo, Skinner, Douglas,J and Kunimura, Michio (2009), "Management Forecasts in japan", *The Accounting Review*, Vol.84, No 5.
- 12) Leuz, C., & Verrecchia, R. (2005), "Firms' capital allocation choices, information quality, and the cost of equity capital", Working Paper, The University of Pennsylvania.
- 13) Mcconomy.B.J, (2009), "Bias and Accuracy of Management Earning Forecasts", *Contemporary Accounting Research* Vol.15 No.2.
- 14) Pownall, G., C. Wasley, and G. Waymire, 2003, "The stock price effects of alternative types of management earnings forecasts", *The Accounting Review*, 68:896-912.
- 15) Rogers, J. and Stocken, P., (2005), "Credibility of Management Forecast", the *Accounting Review*, Vol. 80, No. 40, pp.1233-1260.
- 16) Tuna.J.I and R. Verdi. 2008, "Management forecast credibility and underreaction to news. Workingpaper", MIT Sloan School of Management (Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=930697>).
- 17) Wai H., Matsunaga, K. and Morse, D., (2009), "The impact of Conservatism on management Earnings Forecasts", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.40, pp.192-207

## یادداشت‌ها

<sup>1</sup> - String Number

<sup>۲</sup> متغیرهایی که از ضرب نمودن متغیرهای مجازی در متغیرهای مستقل اساسی بدست می‌آیند و تاثیرات ناشی از رویدادهای مختلف را در الگوی رگرسیونی می‌سنجند.