

اثر اختلاف بین اعلام EPS انتظاری و واقعی بر منافع خریداران و فروشندگان سهام در بورس

فتح الله تازی^۱
امیرعباس ربیعی^۲

چکیده

بایشرفت صنعت و رشد جمعیت، شرکت‌ها درصدد توسعه فعالیت‌های اصلی خود در سایر زمینه‌ها می‌باشند که انگیزه‌چنین توسعه‌ای غالباً افزایش قدرت سودآوری و همچنین افزایش منافع سهامداران می‌باشد. یکی از اصلی‌ترین عوامل مؤثر بر توسعه فعالیت‌های شرکت‌ها تأمین وجوه لازم برای توسعه فعالیت‌های آنان می‌باشد و تأمین مالی از طریق سهامداران شرکت یکی از مهمترین منابع تأمین مالی است و این مهم تحقق نخواهد یافت مگر با به دست آوردن رضایتمندی سهامداران شرکت. رضایتمندی زمانی حاصل می‌گردد که منافع سهامداران هرچه بیشتر شود. از طرف دیگر قدرت سودآوری شرکت‌ها تأثیر مستقیم بر قیمت اوراق سهام در بازار بورس داشته و دارنده سهام از این طریق نیز منفعت کسب می‌کند و گاهی این منفعت به مراتب مهم‌تر از سود تقسیمی است. اعلام غیر واقعی قدرت سودآوری می‌تواند موجب فریب خریداران سهام شده و سهامدار در هنگام مشخص شدن EPS واقعی متضرر می‌گردد. در این تحقیق تأثیر اعلان EPS انتظاری بر سود سهامداران و در نهایت میزان سرمایه‌گذاری در بازار مالی با استفاده از اطلاعات بورس اوراق بهادار تهران طی سال ۷۹-۷۸ ارزیابی گردیده است.

مقدمه

سرمایه‌گذاری داشته و یا امکان مراجعه او به دیگران که این توانائی را دارند وجود داشته باشد. یکی از عوامل

سرمایه گذار بایستی قدرت تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی را برای تصمیم‌گیری راجع به

۱- استادیار دانشکده اقتصاد دانشگاه علامه طباطبائی

۲- کارشناسی ارشد اقتصاد

۲- بازار سهام نسبت به اعلام سود تقسیم شده شرکت‌ها و اعلام سود سهام انتظاری و تحقق یافته واکنش نشان می‌دهد.

۳- مروری بر ادبیات:

نگاهی گذرا به بازار اوراق بهادار بسرعت ما را متوجه این می‌سازد که سودها معیارهای مهمی در تعیین قیمت سهام هستند.

در دهه ۱۹۶۰، عقاید متضادی در رابطه با فرضیه بازار کارا وجود داشت زیرا اقتصاددانان و تحلیل‌گران مالی، عقیده داشتند که مدیران می‌توانند با استفاده از سود حسابداری، بازار سهام را به صورت سیستماتیک گمراه کنند. در نتیجه به علت نبودن یک مفهوم واحد اقتصادی در اندازه‌گیری سود، ارقام سود حسابداری را بی‌فایده می‌دانستند. در مقابل طرفداران فرضیه کارایی بازار سرمایه معتقد بودند که اگر سود حسابداری بر قیمت سهام تأثیرگذار، می‌تواند شاخص مفیدی برای ارزش سهام باشد.

بال و براون^۱ با در نظر گرفتن اینکه فرضیه بازار کارا یک امر توصیفی است در صدد برآمدند. تا بررسی نمایند که آیا از نظر تجربی رابطه‌ای بین سود سهام و قیمت سهام وجود دارد یا خیر؟ و در پی آن به دنبال ترسیم این ارتباط بودند. همچنین آنان تحقیق نمودند که آیا سود تنها عامل مؤثر بر قیمت سهام می‌باشد و در نهایت اینکه آیا اعلامیه‌های سود حسابداری دارای محتوای اطلاعاتی بوده و اطلاعاتی را به بازار مستقل می‌کنند یا خیر؟ مقاله بال و براون در نهایت منجر به بررسی گسترده‌ای راجع به ارتباط بین سود و قیمت سهام و محتوای اطلاعاتی گزارش‌های سودگردید.

مؤثر در تصمیم‌گیری، تشخیص تأثیر هر یک از عوامل مؤثر بر منافع سرمایه‌گذار است.

گزارش‌های مالی باید اطلاعاتی را به منظور کمک به سرمایه‌گذاران، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان و ارزیابی زمان و میزان و درجه عدم اطمینان جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری فراهم آورد. واضح است که جریان‌های نقدی یک واحد تجاری رابطه تنگاتنگی با میزان سودآوری شرکت دارد. با توجه به فرایند خصوصی سازی صنایع ایران و جلب مشارکت عمومی در اداره شرکت‌ها، ضروری است به منظور اتخاذ تصمیمات منطقی در مورد سرمایه‌گذاری در سهام و به لحاظ ارزیابی وضعیت سودآوری واحد تجاری و انعطاف پذیری مالی در یک سرمایه‌گذاری، شرایطی فراهم شود تا اطلاعات مورد نیاز سرمایه‌گذاران جهت حصول اطمینان از افزایش منافع آنها در نتیجه سرمایه‌گذاری در واحد مورد نظر در اختیار آنان قرار گیرد.

معمولاً هیچ عدد دیگری در صورت‌های مالی بیش از سود هر سهم EPS و میزان تخصیص آن DPS مورد توجه گروه‌های سرمایه‌گذار نیست. شاید بتوان گفت ارتباط بین سود و قیمت اوراق بهادار در تحلیل‌های مربوط به اوراق بهادار مهمترین ارتباط باشد به همین دلیل تعداد زیادی از تحقیقات تجربی به بررسی رابطه بین سود و قیمت اوراق بهادار پرداخته‌اند.

سرمایه‌گذاران برای خرید سهام، نیازمند بررسی و پیش‌بینی ارزش سهام شرکت‌ها در سال‌های آتی هستند و بدیهی است که تعیین این ارزش منوط به پیش‌بینی قدرت سودآوری شرکت‌ها و احیاناً میزان درست بودن این پیش‌بینی‌ها است.

۲- فرضیات تحقیق:

- فرضیات تحقیق به صورت زیر می‌باشد:
- ۱- گزارش‌های اعلام سود بار اطلاعاتی دارند.

- 1- Ball and Brown (1962)
- 2- Efficient Market Hypothesis
- 3- Information Content

بانک‌ها در بازار مورد استفاده قرار داد. نتایج می و هاگرمین همانند نتایج بیور بود.^۲

تغییر مشخص در قیمت سهام پس از اعلام تغییرات سود سهام، مدارک مستدلی در مورد اهمیت سود ارائه می کند. به عنوان مثال در ۲۱ ژولای ۱۹۸۳ شرکت (Hewlett pakard) اعلام کرد که سود فصل سوم آنسال کمتر از سود فصل سوم سال قبل خواهد بود. این امر باعث تعجب تحلیلگران شد زیرا آنان رشد ۱۰ تا ۱۵ درصد را برای سه ماهه سوم آن سال پیش بینی می کردند و واکنش بازار نیز روشن بود و در همان روز قیمت سهام بیش از ۶ واحد کاهش یافت و از ۹۳ به ۸۷ رسید. در مجموع، تحقیقات تجربی بر مبنای مفروضات بازار کارایی سرمایه مویید این مطلب است که سود دارای محتوای اطلاعاتی است.

فاما^۵ و بالیک^۶ نشان دادند که تغییرات سود پرداختی با تغییرات سود، دارای همبستگی است لذا، فرض وابستگی آماری بین سودها و سودهای پرداختی یک فرض قابل قبول می باشد.

بطور کلی نتایج حاصل از آزمون‌های انجام شده روی انحراف بازده غیر عادی محتوی اطلاعاتی سود، با نتایج آزمون‌هایی که در مورد جهت سود غیر متظره و میانگین نرخ بازده غیر عادی به دست آمده است هماهنگ می باشد و هر دوی آزمایش‌ها این نتیجه واحد را تصدیق می کنند که اعلام سود اطلاعات را به بازار منتقل

بال و براون در سال ۱۹۶۸ ارتباط بین سود غیر متظره و میانگین نرخ بازده غیر عادی^۱ را مورد بررسی قرار دادند. آنان پیش بینی کردند که افزایش در سود غیر متظره معمولاً با یک نرخ مثبت بازده غیر عادی همراه است و کاهش در سود غیر متظره نیز با یک نرخ بازده غیر عادی منفی توأم می باشد.

بیور در سال ۱۹۶۸ اولین کسی بود که انحراف بازده غیر عادی را به عنوان شاخصی مبنی بر وجود محتوی اطلاعاتی در اعلامیه‌های سود سالیانه به کار گرفت^۲ و دلیل استفاده او از واریانس به خاطر اجتناب استفاده از مدل مشخص برای سود مورد انتظار بوده است. عقیده بر این است که اطلاعات، برآورد سرمایه‌گذاران را از توزیع احتمالی جریان نقد آتی شرکت تغییر داده و در نتیجه قیمت سهام شرکت نوسان می یابد. اگر اعلام سود اطلاعات را به بازار منتقل کند قیمت‌ها می بایست تغییر نمایند بنابراین آقای بیور انتظار دارد که تغییرات قیمت بیشتر و بزرگتری در روزهای اعلام سود نسبت به روزهای دیگر وجود داشته باشد. در برخی تحقیقات دیگر نیز معیار انحراف محتوای اطلاعاتی برای اعلامیه‌های سود بازار مورد استفاده قرار گرفته است. می^۳ در سال ۱۹۷۱ این موضوع را برای اعلام سود فصلی شرکت‌های امریکایی پذیرفته شده در بازار بورس برای دوره ۶۸-۱۹۶۴ به کار برد. همچنین هاگرمین در سال ۱۹۸۲ روش بیور را برای اعلامیه‌های سود سهام

۴- مأخذ شماره ۶

5- Fama
6- Balick

1 - Mean Abnornai Return
2- W. H. Beaver
3- R. May

می‌شود. بدین منظور نسبت مربع خطاهای پیش‌بینی شده مدل بازار به واریانس باقیمانده انحراف از مدل برآوردی بازار را با U نمایش می‌دهیم.

$$(1-1) \quad U_{q,t} = \frac{(Abr)^2_{qt}}{U_{eq}^2}, \quad U_{eq}^2 = \frac{\sum e^2_q}{n-1}$$

$(Abr)^2_{qt}$ مربع بازده غیرعادی (خطای پیش‌بینی شده) مؤسسه q برای ماه t می‌باشد و U_{eq}^2 واریانس باقیمانده انحراف از مدل برآوردی بازار در ماه‌های غیر گزارش است. اگر اعلان سود محتوی اطلاعاتی داشته باشد انحراف بازده غیر عادی تغییر خواهد کرد و نسبت $U_{q,t}$ افزایش خواهد یافت. برای این کار تغییرات $U_{q,t}$ را از هفت ماه قبل و هفت ماه بعد از مجمع (زمان اعلان سود) برای هریک از شرکت‌ها مورد بررسی قرار داده و سپس میانگین این شاخص را برای شرکت‌های مورد بررسی از هفت ماه قبل و هفت ماه بعد از ماه اعلان سود بر روی نمودار مستقل می‌کنیم.

(1-2)

$$\bar{U} = \frac{\sum_{q=1}^n U_{q,t}}{N}$$

میانگین شاخص

از طرف دیگر محاسبه بازده واقعی از طریق فرمول زیر انجام گرفته است:

$$(1-3) \quad R_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

نرخ بازده مؤسسه: این نرخ با استفاده از نسبت تغییرات قیمت دو دوره متوالی به قیمت دوره اول

می‌نماید و گزارش‌های مالی میان دوره ای یا اعلامیه‌های فصلی سود دارای محتوای اطلاعاتی هستند.

مدل‌های تعیین ارزش اوراق بهادار عموماً بر پایه جریان‌ات نقدی آتی شرکت که خود تابع سودهای آتی هستند استوارند. این ویژگی مهم در مدل فیشر و هم در مدل ارزش گذاری دارائی‌های سرمایه‌ای^۱ به کار برده شده است.

بورس اوراق بهادار تهران نیز صرف‌نظر از تفاوت‌هایی که برای تعیین قیمت سهام به‌وجود آورده است سود مورد انتظار را برای محاسبه ارزش فعلی سهام به کار می‌برد. اگر میان سود گزارش شده و توزیع سود سهام ارتباطی برقرار باشد، سود مورد انتظار آتی بیشتر توجه سرمایه‌گذاران را به خود جلب خواهد کرد.

در مجموع، تحقیقات تجربی بر مبنای مفروضات بازار کارای سرمایه موید این مطلب است که سود دارای محتوای اطلاعاتی است.

۴- روش شناسی تحقیق

در این قسمت سعی می‌شود به تفکیک فرضیه‌های تحقیق مورد بررسی قرار گیرد.

فرضیه اول: این فرضیه بیان می‌کند که گزارش‌های سود حسابداری در بردارنده محتوای اطلاعاتی مفیدی بوده و در تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان مؤثر است. برای این کار از روش بیور استفاده می‌کنیم با این تفاوت که در این تحقیق قیمت‌ها به صورت ماهانه در نظر گرفته

1- Capital Assets Pricing Model (CAPM)

۲- علی جهانخانی و فرهاد عبدا.زاده. نقدی بر چگونگی قیمت گذاری سهام در بورس اوراق بهادار تهران؛ تحقیقات مالی شماره ۱۰۰-۱۳۷۲.

فرضیه دوم:

در این قسمت میزان تاثیر اعلان آگهی سود سهام بر بازدهی غیر عادی شرکتها ارزیابی می گردد. برای بررسی واکنش بازار سهام به آگهی سود سهام یک بازار خاص، از متدولوژی رایج مطالعه بازار استفاده می شود. در این تحلیل بازدهی واقعی سهام در برگیرنده سود سهام سالیانه در دوره اعلان می باشد بدین منظور از روش آنجلو^۱ (۱۹۹۰) پیروی کرده و از داده های سالیانه سود سهام بهره می بریم با این تفاوت که وی این تأثیرات را برای یک سال در نظر گرفت ولی به دلیل عدم کارایی در بازار بورس تهران این تحلیل برای مدت دو سال (۷۸ و ۷۹) در نظر گرفته شد و افزایش و کاهش DPS یا EPS؛ در این دو دوره محاسبه گردید.

با استفاده از مطالب بالا می توان بازده غیر عادی را برای تمام شرکتها محاسبه نمود.

فرضیه ها پیش بینی می کنند سهام شرکت هائی که افزایش سود را نشان می دهند به طور میانگین بازده غیر عادی بیشتری کسب می کنند و برعکس سهام شرکت هائی که کاهش سود را نشان می دهند به طور میانگین بازدهی غیر عادی آنها کمتر است. از طرف دیگر خواهیم داشت:

(۱-۸)

$$AR_{P,t} = \left(\sum_{i=1}^n AR_i \right) / N$$

که $AR_{P,t}$ میانگین بازدهی غیر عادی دارایی می باشد و برای هفت ماه پس از اعلان آگهی های سود برای سال های ۷۸ و ۷۹ محاسبه گردیده است.

1- De Angelo

به دست آمده است. اگر مؤسسه به پرداخت سود اقدام

نماید به میزان $\frac{D_{it}}{P_{t-1}}$ به فرمول فوق افزوده می شود.

بازده سهام را در هر ماه محاسبه می نماییم که با استفاده از شاخص قیمت بازار سهام؛ بازده بازار R_m برای هر ماه با استفاده از فرمول زیر محاسبه می شود.

$$R_m = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_t} \quad (1-4)$$

(I_t شاخص قیمت بازار در زمان t)

با استفاده از معادله بازار می توان برای هر یک از شرکتها ضریب β و α را محاسبه نمود

$$R_i = \alpha_i + \beta_i R_m + e_i \quad (1-5)$$

طبق فرمول ما می توانیم بازده انتظاری را از طریق زیر محاسبه نماییم:

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_i R_m \quad (1-6)$$

برای این کار از قیمت های ماهانه شرکت های موجود در بورس در طول سال های (۷۶-۷۸) استفاده شده است. ولی به دلیل اینکه اکثر شرکتها در طول این سه سال فعالیت کمی داشته اند از شرکت هائی استفاده شد که در طول این سه سال به طور متوسط بیش از سی مرتبه (۳۰ ماه) قیمت گذاری شده باشند. در بین شرکت های موجود حدود ۸۰ شرکت دارای این مشخصه بودند و بیشترین فعالیت را در طول این سه سال انجام دادند.

بازدهی غیر عادی از اختلاف بازده واقعی و بازده انتظاری محاسبه می شود:

$$Ab(R_i) = R_i - E(R_i) \quad (1-7)$$

است که کان^۱ (۱۹۸۴) برای آمریکا و همچنین استون^۲ (۱۹۹۸) برای استرالیا انجام دادند. در این موارد مدل‌های رگرسیون زیر مورد استفاده قرار گرفت:

$$AR_i = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta EPS_i + \alpha_2 \Delta DPS_i + \varepsilon_i$$

(۱-۹) غیر مقید

$$AR_i = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta EPS_i + \gamma_2 \Delta DPS_i + \gamma_3 [I(+,+)] + \gamma_4 I(+,-) + \gamma_5 I(-,+) + \gamma_6 I(-,-) + \varepsilon_i$$

(۱-۱۰) مدل مقید

که در آن متغیرهای ΔEPS_i و ΔDPS_i درصد تغییرات عواید سود سهام و درآمد آن می باشند و $I(+,+)$ متغیر موهومی تعاملی برای شرکت‌های دارای افزایش سود همراه با افزایش درآمد است و سایر متغیرهای موهومی نیز مانند روش مشابه تعریف می شود. مثلاً متغیر $I(+,-)$ برای شرکت‌هایی که افزایش سود همراه با کاهش درآمد داشته‌اند در نظر گرفته شد. از طرف دیگر به منظور برآورد افزایش قدرت مدل غیر مقید بر مدل مقید (برای بررسی بازدهی غیر عادی) از آماره F استفاده می شود:

$$F = \frac{\{SSE_{\text{مقید}} - SSE_{\text{غیر مقید}}\} / R}{SSE_{\text{غیر مقید}} / N - K} \quad (1-11)$$

برای اینکه بتوان حالت‌های مختلف افزایش و کاهش سود را در نظر گرفت می توان DI برای شرکت‌های با ویژگی سود سهام افزایشی و DD را برای بنگاه‌هایی با سود سهام کاهشی در نظر گرفت. علاوه بر بررسی و آزمون اعلان سود سهام تحقیق حاضر اطلاعات مربوط به درآمد سهام و درآمد پیش‌بینی شله هر سهم را نیز در برمی گیرد. به خاطر اینکه کلیه شرکتها در نمونه ما هر دوی اقلام اخبار اعم از سود سهام و درآمد آن را در یک روز منتشر می کنند امکان جدا کردن اعلان سود سهام از درآمد حاصل از آن وجود دارد بنابراین در تحقیق، شرکتها به ۴ گروه تقسیم می شوند.

۱- افزایش سود سهام و افزایش درآمد حاصل از آن (DI-EI)

۲- افزایش سود سهام و کاهش درآمد سهام (DI-ED)

۳- کاهش سود سهام و درآمد سهام (DD-ED)

۴- کاهش سود سهام هنگام افزایش درآمد سهام (DD-EI)

می‌خواهیم بدانیم آیا واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سود سهام برای گروه‌های فوق متفاوت با ویژگی اخبار مربوط به درآمد سهام است یا خیر و اگر اینگونه است؛ می‌توان نتیجه گرفت سود سهام و درآمد حاصل از آن با تغییرات قیمت بازار مرتبط است.

باتوجه به این نتایج می‌توان متوجه شد که وجود چنین مغایرت‌هایی بستگی به نوسانات تجاری و یا تصمیم مدیریت و نوع تفکر علمی از تقسیم سود دارد. در قسمت دیگر به منظور انجام این تحقیق از آزمون رسمی تری برای تعیین اثر اعلان سود بر بازدهی غیر نرمال استفاده می‌کنیم. این روش برگرفته از تست‌هایی

1- Kane
2- Easton

$$Abr = ai^{\wedge} + 0.11\Delta Dps + 0.31\Delta Eeps$$

در نتیجه باتوجه به اینکه شرکت‌ها درآمد سهام سال آینده خود را پیش‌بینی می‌کنند؛ مدیران می‌توانند با پیش‌بینی درست و یا غلط EPS بر روی قیمت‌های سهام تأثیر بگذارند.

مدل غیر مقید

انحراف معیول	ضریب	بازده غیر نرمال سهام (ABR)	متغیر مستقل
0.055	0.142	تغییرات سود تقسیمی سهام	متغیر های وابسته
0.122	0.217	تغییرات درآمد سهام	
	0.0571	Fixed Effects1	عرض از مبدا
	0.0381	Fixed Effects2	
	0.4125	R-squared	
	1.9895	DurbinWatson	

(۱-۱)

انحراف معیول	ضریب	بازده غیر نرمال سهام (ABR)	متغیر مستقل
0.0573	0.112	تغییرات سود تقسیمی سهام	متغیر های وابسته
0.1711	0.314	تغییرات درآمد سهام پیش بینی شده	
	0.0713	Fixed Effects1	عرض از مبدا
	0.0281	Fixed Effects2	
	0.3514	R-squared	
	1.9425	DurbinWatson	

(۱-۲)

طبق جدول (۱-۳) با تقسیم شرکت‌ها به گروه‌های چهارگانه، معادله زیر به دست می‌آید:

$$Abr = ai^{\wedge} + 0.095\Delta Dps + 0.15\Delta eps + 0.49(DIED) + 0.39(DDEI) - 0.17(DDED)$$

مشاهده می‌شود ضریب مربوط به گروه (DIED) بزرگترین ضریب می‌باشد (۰/۴۹) و نشان می‌دهد که اگر افزایش سود سهام با درآمد آن توأم باشد تأثیر بیشتری بر بازدهی غیر عادی بازار خواهد گذاشت. ضریب مربوط به گروه (DDEI) برابر (۰/۳۹) می‌باشد و در مقایسه با گروه (DIED)؛ (۰/۲۹) نشان می‌دهد که بازار نسبت به افزایش درآمد سهام عکس العمل بیشتری دارد و سهامداران

که مقید SSE مجموع مربعات خطاهای مدل مقید و غیر مقید SSE مجموع مربعات خطاهای مدل نامقید می‌باشد. R تعداد محدودیت‌ها و N تعداد مشاهدات و K تعداد رگرس کننده‌ها در مدل غیر مقیدی باشد. اگر نقش درآمد سهام در شناسایی و تأثیر سود سهام مهم باشد؛ آنگاه ضرایب متغیرهای موهومی متفاوت از صفر بوده و آماره F از لحاظ آماری معنی دار خواهد بود.

در تحقیق حاضر به دلیل وجود یک بازار ناکارآمد در بورس تهران^۱ این بررسی برای دو سال (۷۸-۷۹) به صورت توأم انجام گرفت که برای این کار از روش Pooling Data در محاسبه ضرایب استفاده شد.

۵- تجزیه و تحلیل اطلاعات از طریق رگرسیون:

در جدول (۱-۱) نتایج حاصل از تأثیر اعلان گزارش سودبر متوسط بازدهی غیر عادی در ماه‌های پس از انتشار گزارش سود (پنج ماه) طی سال‌های ۷۸-۷۹ (با استفاده از روش Pooling Data) آمده است. مطابق جدول:

$$Abr = ai^{\wedge} + 0.14\Delta Dps + 0.21\Delta Eps$$

مشاهده می‌شود بازار سهام نسبت به تغییرات سود سهام و درآمد آن واکنش مثبت نشان می‌دهد.

البته بازار سهام نسبت به تغییرات درآمد سهام واکنش بیشتری نشان داده و تغییرات آن نزد سهامداران از اولویت بیشتری برخوردار است.

جدول (۱-۲) تأثیر اعلان درآمد پیش‌بینی شده سهام را بر بازدهی غیر عادی سهام نشان می‌دهد. مطابق جدول:

۱- پایان نامه کارشناسی ارشد احمد، قوامی دانشگاه تهران ۱۳۷۷

همان‌طور که در معادله (۱۱-۱) بیان شد؛ پس از به‌دست آوردن آماره F ($F=۱۱/۴$) مشاهده می‌شود که این آماره معنی دار است. به این معنی که سود سهام و درآمد آن بر یکدیگر اثر تعاملی دارند و تغییرات هر یک تحت تأثیر دیگری عامل مهمی در توضیح رفتار قیمت سهم می‌باشد.

جدول (۴-۱) تأثیر اختلاف درآمدهای واقعی و پیش‌بینی شده را بر بازدهی غیر عادی بازار نشان می‌دهد. طبق جدول:

$$Abr = ai^4 + 0.12\Delta deps^3 + 16Dom$$

همان‌طور که مشاهده می‌شود پیش‌بینی نادرست درآمد سهام هر چند در وهله اول بازدهی غیر نرمال را افزایش می‌دهد (جدول ۲-۱ نشان داد که بازدهی غیر عادی با درآمد سهام پیش‌بینی شده رابطه مثبت دارد) ولی در نهایت سبب کاهش بازدهی غیر عادی خواهد شد زیرا سهامداران دیدگاه خود را تعدیل خواهند کرد و قیمت سهام کاهش خواهد یافت.

از طرف دیگر اگر این اختلاف کمتر از (۰.۱۵)٪ و یا (۱۵٪-) باشد (حدود تعیین شده از طرف بورس) این اختلاف رابطه مثبتی با بازدهی غیر عادی خواهد داشت.

افزایش سود سهام را در حالیکه درآمد آن کاهش یافته؛ تلاشی در جهت فریب بازار تشخیص داده در نتیجه قیمت سهام کاهش می‌یابد. ولی به دلیل افزایش سود تقسیمی سهامداران هنوز به آینده بنگاه امیدوارند و بازدهی آن از بازدهی انتظاری کمتر نخواهد شد و همچنان بازدهی غیر عادی مثبت است.

در گروهی که افزایش درآمد سهام با کاهش سود همراه است همان‌طور که در قسمت مطالعه پیشامدها بیان شد چون معمولاً سهامداران به سود بیشتر توجه دارند پس کاهش سود سبب کاهش قیمت و در نتیجه بازدهی سهام خواهد شد که این امر بازدهی غیر عادی را کمتر از حالتی که هر دو سود سهام و درآمد آن افزایش می‌یابند خواهد کرد. این همان نتایجی است که ایستون^۱ (۱۹۹۱)، ایسان^۲ (۱۹۸۴) و لونی^۳ (۱۹۹۸) برای کشور انگلستان به‌دست آوردند.

مدل مفید

متغیر مستقل	ضریب	تصرف معزل	اماره t
بازده غیر نرمال سهام (ABR)			
تغییرات سود تقسیمی سهام	0.0954	0.04809	1.9834
تغییرات درآمد سهام	0.1524	0.0728	2.0929
حالت افزایش سود تقسیمی و افزایش درآمد سهام (DIE)	0.4974	0.1339	3.7146
حالت افزایش سود تقسیمی و کاهش درآمد سهام (DIE)	0.2917	0.1229	2.3728
حالت کاهش سود تقسیمی و افزایش درآمد سهام (DDE)	0.3941	0.1956	2.0148
حالت کاهش سود تقسیمی و کاهش درآمد سهام (DDE)	-0.1777	0.0788	-2.2544
عرض از مبدا	Fixed Effects	0.4564	
	Fixed Effects	0.3796	
R-squared	0.3773		
F-statistic	3.1608		
DurbinWatson	2.0111		

جدول (۳-۱)

متغیر مستقل	بازده غیر نرمال سهام (ABR)	ضریب	انحراف معیار	اماره t
متغیرهای وابسته	اختلاف بین EPS واقعی و پیش‌بینی	-0.1261	0.0766	-1.6445
	متغیر دامی برای اختلاف کمتر از (۱۵+)	0.16672	0.0676	2.4647
	Fixed Effect	0.05667		
R-squared	0.5193			
F-statistic	0.5131			
DurbinWatson	2.03839			

جدول (۴-۱)

1. Easton
2. Isan
3. Lonie

نتیجه گیری:

در مجموع می توان موارد زیر را نتیجه گرفت:

- ۱- اعلان گزارش سود تقسیمی سهام (DPS) و درآمد آن (EPS) بار اطلاعاتی دارد.
 - ۲- هرچه سود تقسیمی سهام (DPS) و درآمد آن (EPS) هماهنگ تر تغییر کنند تأثیر آن بر بازدهی غیر نرمال بیشتر است.
 - ۳- سود غیر نرمال می تواند همانند رانت جویی از بازار باشد که به وسیله فریب سهامداران از طریق پیش بینی اشتباه درآمد سهام توسط مدیران شرکتها انجام می گیرد و در اینصورت تأثیر منفی بر سرمایه گذاری آینده در بازار خواهد داشت.
 - ۴- گزارش های حسابرسان از وضعیت مالی شرکت های فعال در بورس باید به نحوی کامل گردد که بتواند شرکت هایی را که دائما اختلاف درآمد انتظاری آنها با سود واقعی بیش از حد تعریف شده در قانون (۱۵٪+) است را معرفی نموده و سپس
- ۵- عدم شفافیت حاصل از اعلام EPS های غیر واقعی؛ ریسک سرمایه گذاری در بازار سهام را افزایش داده و سود واقعی را عاید سهامداران نمی کند و در نهایت موجب سوق سرمایه ها به سایر فعالیت ها می گردد
 - ۶- کاهش اعتماد به بازار سرمایه که در اثر اعلام EPS های غیر واقعی حاصل می گردد می تواند بر روی تقاضای آتی سهام متشربه توسط بنگاه ها تأثیر گذارد.

منابع

- ۱- اداره مطالعات و بررسی های اقتصادی، رویکردی به بازار سرمایه در ایران- سازمان بورس اوراق بهادار تهران- اردیبهشت ۱۳۷۷.
- ۲- اداره مطالعات و بررسی های اقتصادی- آزمون کارایی بورس اوراق بهادار تهران، مرداد ۱۳۷۷.
- ۳- بررسی سهام و نحوه قیمت گذاری سهام شرکتها- معاونت سرمایه گذاری و برنامه سازمان تأمین اجتماعی.
- ۴- پارسائیان، علی- دکتر علی جهان خانی- بررسی اوراق بهادار تهران: دانشکده مدیریت دانشگاه تهران ۱۳۷۴.
- ۵- پارسائیان، علی- دکتر علی جهان خانی، بررسی اوراق بهادار تهران- دانشکده مدیریت دانشگاه تهران ۱۳۷۶.
- ۶- حجازی؛ رضوان، بررسی اثر سود بر قیمت و حجم سهام در بورس اوراق بهادار تهران- پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران ۱۳۷۵.
- ۷- دفتر هماهنگی امور شرکتها: بررسی اوراق بهادار تهران، نارسایی، مشکلات و راهبرهای اصلاحی، سازمان برنامه و بودجه ۱۳۷۷.

- ۸- سجادی؛ دکتر حسین، عوامل مرتبط با سود غیر متظره و رابطه آن با قیمت سهام، مجله تحقیقات مالی سال ششم، شماره ۲۴ و ۲۵، تابستان و پائیز ۱۳۷۷.
- ۹- شیخی؛ حسین - بررسی اثر بخشی اطلاعات حسابداری در تعیین ارزش سهام عادی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه شهید بهشتی.
- ۱۰- فخاری؛ حسین - بررسی تأثیر انتشار گزارش‌های میان دوره ای بر قیمت و مبادلات سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه تهران ۱۳۷۷.
- ۱۱- گزارش‌های هیأت مدیره و مجمع عمومی عادی سالانه سازمان بورس تهران برای سال‌های ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۰.
- ۱۲- گلریز؛ حسن - بررسی اوراق بهادار تهران - مؤسسه انتشارات امیر کبیر ۱۳۷۴.
- ۱۳- مرادی؛ محمد علی - اعلان سود حسابداری از طریق انتشار صورت‌های مالی و رفتار قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس .
- ۱۴- بشارت امینی؛ حسنعلی - بررسی سیاست‌های تقسیم سود در بورس اوراق بهادار تهران پایان نامه کارشناسی ارشد دانشگاه علامه طباطبائی (حسابداری و مدیریت) - ۱۳۷۷.
- ۱۵- شریعت پناهی؛ مجید - تأثیر سود سهام بر تغییرات قیمت سهام در بورس اوراق بهادار تهران ، پایان نامه کارشناسی ارشد (دانشگاه تهران) ۱۳۷۲
- 16- Ball R.J. and P.Brown, "an empirical of accounting Income numbers", *Journal of accounting Research*, No.6, Autumn (1968), PP.159-178.
- 17- Beaver W.H., "The Information Content of Annual Earnings Announcements", *Empirical Research in Accounting Selected Studies 1968*, Supplement to Vol.6 of *Journal of Accounting Research*, 1968, PP.67_92
- 18- Beaver w., "the time series behavior of earnings" *Journal of Accounting Research supplement*. (1970). PP.62-69.
- 19- Campbell J.Y., "stock returns and the term structure" *Journal of Finance Economics* (1987), PP.373-399.
- 20- De Angelo H. and De Angelo L. and Skinner D.J., *Dividened and loses*, *Journal of Finance* , (1992), Vol.47, PP.1837-63.
- 21- Easton S. *Earnings and dividends: is there an interaction effect?*, *Journal of Business Finance and Accounting* (1991), Vol.18, PP.255-66. Fama E.F., "stock returns, expected returns and real activity" *Journal of Finance*, september (1990), Vol.45, PP.1089-108.
- 22- Kane A. Lee Y.K. and Marcus A., *Earnings and dividened announcements*, *Journal of Finance* (1984), Vol.39, PP.1091-9.
- 23- Kettler .P., and Scholes. M., *the association between market determined and accounting determined risk measures*. *The Accounting Review*, october (1970), PP.654-682.

- 24- Lonie A.A. and Abeyranta G.,The stock market reaction to dividened announcements, Journal of Eco. Studies,(1998).
- 25- May R. "The Influence of Quarterly Earnings Anouncements on Investor Decisions as Reflected in Common Stock Price Changes", Empirical Research in Accounting: selected Studies,Supplyment to Vol.9 of the Journal of Accounting Research, 1971,PP.119-163.
- 26- Zimmerman J.L and R.L.Watts "accounting positive theory",First Edition ,U.S.A. Prentice/Hall Int . Inc, 1986,PP.37-60.