

بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی

دکتر علی ثقفی* - غلامرضا کردستانی**

چکیده

هدف اصلی این تحقیق بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و بازده غیرعادی انباشته سهام در شرکت‌هایی است که سود نقدی آن‌ها افزایش (کاهش) داشته است. کیفیت سود بر مبنای پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود و رابطه سود و جریان نقدی عملیاتی اندازه‌گیری شده است. پس از کنترل محیط اطلاعاتی، مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری، طرز برخورد دریافت کنندگان سود نقدی و ریسک عملیاتی شرکت، یافته‌ها نشان می‌دهد: ۱- بر مبنای کیفیت سود مبتنی بر پایداری سود، واکنش بازار به افزایش سود نقدی شرکت‌ها برخلاف پیش‌بینی مثبت است. ۲- بر مبنای کیفیت سود مبتنی بر رابطه سود و جریان نقدی عملیاتی، واکنش بازار به کاهش سود نقدی شرکت‌ها مطابق با پیش‌بینی مثبت است. ۳- بازده غیرعادی انباشته سهام با افزایش (کاهش) سود نقدی و سود غیرمنتظره افزایش (کاهش) می‌یابد، یعنی واکنش بازار به تغییرات سود نقدی و تغییرات سود غیرمنتظره مثبت و از نظر آماری معنی‌دار است. بنابراین ترتیب می‌توان گفت، سود نقدی، اطلاعاتی درباره ارزش شرکت فراهم می‌کند. تغییر قیمت سهام بر اثر تغییر سود حسابداری معیار قابل مشاهده‌ای از تغییر نظام‌مند باورهای سرمایه‌گذاران است که تحت تاثیر محتوای اطلاعاتی سود حسابداری تغییر یافته است.

واژه‌های کلیدی: کیفیت سود، واکنش بازار (بازده غیرعادی انباشته سهام)، تغییرات سود نقدی، سود غیرمنتظره

* دانشیار دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی

** دانشجوی دوره دکتری

مقدمه

تحلیل گران اوراق بهادار، مدیران شرکت‌ها، سرمایه‌گذاران و افرادی که در بازار سرمایه مشارکت دارند بیشترین توجه خود را به رقم سود خالص به عنوان آخرین قلم اطلاعاتی صورت سود و زیان معطوف می‌کنند. تاکید بیش از حد بر سود تداعی کننده آن است که بازار سایر شاخص‌های عملکرد را نادیده می‌گیرد. سود به عنوان نتیجه نهایی فرآیند طولانی حسابداری که این قدر مورد توجه و تاکید استفاده‌کنندگان اطلاعات حسابداری است، تحت تاثیر رویه‌های حسابداری که مدیریت انتخاب کرده محاسبه شده است. امکان انتخاب رویه‌های حسابداری به مدیریت فرصت می‌دهد تا در مورد زمان شناخت و اندازه‌گیری هزینه‌ها و درآمدها تصمیم‌گیری کند. مدیریت انگیزه دارد با به کارگیری غیرمحافظة کارانه رویه‌های حسابداری، رشد سود شرکت را ثبات بخشد. این اعمال نظر مدیریت کیفیت سود حسابداری را می‌کاهد. زیرا همان‌طور که مدیریت سود را افزایش می‌دهد اقلام تعهدی افزایش یافته و سود بر جریان نقدی فزونی می‌یابد. هرچه فاصله سود و جریان نقدی افزایش یابد کیفیت سود کاهش و از توانایی سود برای توضیح تغییرات بازده سهام کاسته می‌شود. زیرا اقلام تعهدی با بازده آتی سهام رابطه منفی دارد (کنان^۱، ۲۰۰۱). بنابراین ضعیف بودن ارتباط سود با بازده به کیفیت پایین سود نسبت داده می‌شود (لو^۲، ۱۹۸۹). هرچه سود به جریان نقدی نزدیک‌تر باشد، اقلام تعهدی آن کم‌تر و کیفیت سود بالاتر است. از این رو R^2 حاصل از رگرسیون جریان نقدی و سود به عنوان معیاری از کیفیت سود در نظر گرفته شده است. این تحقیق در جستجوی پاسخی برای این سوال است که آیا رابطه سود و بازده در شرکت‌هایی که کیفیت سود بالاتری دارند متفاوت از شرکت‌هایی است که کیفیت سود پایینی دارند.

پیشینه تحقیق

در تحقیقات مالی ارتباط مثبت بین تغییر سود نقدی و بازده سهام پیرامون روزهای اعلان توزیع سود نقدی به خوبی مستند شده است. (آرونی و سواری^۳، ۱۹۸۰؛ آسکیت و مولینز^۴، ۱۹۸۶). پژوهش گران بر این باورند که سود نقدی همانند سود گزارش شده اطلاعاتی

-
1. Konan
 2. Lev
 3. Aharony and Swary
 4. Asquith and Mullin4s

درباره جریان نقدی آتی شرکت فراهم می‌کند. پرداخت سود نقدی به‌طور منظم به‌عنوان یک منبع اطلاعاتی برای پیش‌بینی جریان نقدی آتی مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد (بنارتزی و دیگران^۱، ۱۹۹۷؛ اسکینر^۲، ۲۰۰۳). تغییر سود نقدی به افرادی که در بازار سرمایه مشارکت دارند کمک می‌کند تا پیش‌بینی‌های خود از جریان نقدی آتی را مورد ارزیابی مجدد قرار دهند و بر این اساس قیمت سهام شرکت‌ها را تغییر دهند.

پیش‌بینی جریان نقدی آتی شرکت بر مبنای سودهای تاریخی گزارش شده نیز به افرادی که در بازار مشارکت دارند امکان می‌دهد تا قبل از اعلان تغییر سود نقدی و همزمان با گزارش سود واکنش نشان داده و قیمت سهام شرکت را تغییر دهند. چنانچه سودهای گزارش شده شرکت پایدار بوده و رابطه معنی‌داری با جریان‌های نقدی آتی داشته باشد، سود گزارش شده با کیفیت در نظر گرفته شده و افشاء سودهای با کیفیت همراه با واکنش سرمایه‌گذاران منجر به تغییر قیمت سهام می‌شود. وقتی تغییر سود نقدی افشاء می‌شود سرمایه‌گذاران با دو منبع اطلاعاتی در مورد جریان نقدی آتی روبرو هستند. از یک طرف بر اساس تغییر سود نقدی، جریان نقدی آتی را ارزیابی می‌کنند و از طرف دیگر قبلاً جریان نقدی آتی شرکت را بر مبنای سودهای گزارش شده پیش‌بینی کرده و اثر آن را در قیمت لحاظ کرده‌اند.

هولداسن و ورشیا^۳، دریافتند که واکنش قیمت به میزان دقت افشاء اطلاعات جدید افزایش می‌یابد و به میزان دقت اطلاعات افشاء شده قبلی مرتبط با قیمت کاهش می‌یابد (هولداسن و ورشیا، ۱۹۸۸). براین مبنای چنانچه اطلاعات مرتبط با سودهای گزارش شده قبلی (سودهای با کیفیت) اطلاعات دقیقی درباره جریان نقدی آتی شرکت افشاء کرده باشد واکنش بازار به تغییر سود نقدی شرکت‌هایی که کیفیت سود بالایی دارند کم‌تر خواهد بود. سوال اصلی تحقیق بر همین مبنای شکل گرفته است که واکنش به اطلاعات جدید رابطه معکوسی با میزان دقت اطلاعات منتشر شده قبلی دارد. بنابراین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به افزایش (کاهش) سود نقدی منفی (مثبت) پیش‌بینی می‌شود.

1. Benartzi et.al.

2. Skinner.

3. Holthausen and Verrecchia.

فرضیه‌های تحقیق

در این پژوهش سعی شده واکنش بازار به تغییرات سود در ارتباط با کیفیت سود مورد بررسی قرار گیرد تا برای سوالات زیر پاسخی فراهم شود:

الف - آیا سرمایه‌گذاران با اعلان افزایش (کاهش) سود نقدی و سود غیرمنتظره، قیمت سهام را افزایش (کاهش) می‌دهند؟

ب - آیا سرمایه‌گذاران در واکنش به تغییرات سود نقدی و سود غیرمنتظره به کیفیت سود توجه می‌کنند؟

به منظور فراهم کردن پاسخی برای این سوالات فرضیه‌های تحقیق به شرح زیر تدوین شده است:

- فرضیه ۱: واکنش بازار به افزایش سود نقدی مثبت است.
- فرضیه ۲: واکنش بازار به کاهش سود نقدی مثبت است.
- فرضیه ۳: واکنش بازار به افزایش سود غیرمنتظره مثبت است.
- فرضیه ۴: واکنش بازار به کاهش سود غیرمنتظره مثبت است.
- فرضیه ۵: رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به افزایش سود نقدی منفی است.
- فرضیه ۶: رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به کاهش سود نقدی مثبت است.
- فرضیه ۷: رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به افزایش سود غیرمنتظره مثبت است.
- فرضیه ۸: رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به کاهش سود غیرمنتظره منفی است.

روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات تجربی است که با توجه به عدم امکان کنترل کلیه متغیرهای نامربوط نمی‌تواند از نوع تجربی محض^۱ باشد. با توجه به تجزیه و تحلیل اطلاعات گذشته این تحقیق از نوع تحقیقات شبه آزمایشی^۲ است.

جامعه آماری و نمونه

جامعه آماری تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۸۱ است. در این تاریخ ۳۵۵ شرکت نزد سازمان بورس به ثبت رسیده بود که پس از

1. Pure Empirical.
2. Quaisi Exprimental.

حذف ۲۰ شرکت سرمایه گذاری جامعه آماری تحقیق شامل ۳۳۵ شرکت تولیدی تجاری شد. در بررسی اولیه تعداد ۱۱۰ شرکت که قبل از سال ۱۳۷۰ در بورس پذیرفته شده بودند مورد مطالعه قرار گرفت که با توجه به معیارهای زیر نمونه نهایی شامل ۵۰ شرکت شد.

۱- در ادبیات اقتصادسنجی محک مشخصی برای حداقل تعداد مشاهدات که منجر به قابلیت اتکاء قابل قبولی می شود ارائه شده و حداقل ۵ درجه آزادی برای هر متغیر در نظر گرفته می شود (نی سیم، ۲۰۰۳).

بر این اساس و با توجه به اندازه گیری سود بر مبنای سری زمانی سود و جریان نقدی عملیاتی شرکت ها با استفاده مدل رگرسیون، در اختیار داشتن حداقل ۱۰ سال اطلاعات مالی شرکت ها ضروری است. بنابراین نمونه تحقیق محدود به شرکت هایی شد که حداقل از ۱۰ سال قبل در بورس پذیرفته شده اند.

۲- از آنجا که واکنش بازار به تغییر سود نقدی سوال اصلی تحقیق است پس از اندازه گیری کیفیت سود فقط آن دسته از شرکت هایی که سود نقدی آن ها تغییر یافته بود مورد مطالعه قرار گرفتند.

۳- برای محاسبه بازده غیرعادی انباشته سهام و برآورد مدل بازار به منظور محاسبه بازده مورد انتظار هر یک از شرکت ها یک هفته معاملاتی حول و حوش تاریخ توزیع سود، به اطلاعات روزانه و ماهانه قیمت سهام در بازار نیاز است. از این رو، فقط آن دسته از شرکت هایی که سهام آن ها در بازار زیاد معامله می شود برگزیده شده است. بر مبنای سه معیار فوق تجزیه و تحلیل های آماری بر روی نمونه ای متشکل از ۵۰ شرکت متمرکز شده است.

کیفیت سود

در این تحقیق کیفیت سود به سه روش اندازه گیری شده است.

۱- تعریف اولیه کیفیت سود بر مبنای رابطه جریان نقدی عملیاتی و سود یا اجزاء سود است. به عبارت دیگر R^2 حاصل از رگرسیون جریان نقدی عملیاتی و سود به عنوان معیاری از کیفیت سود در نظر گرفته شده است. برای این منظور مدل (۱) برآورد شده است:

$$CFO_{j,t} = \beta_{0,j} + \beta_1 PROF_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t} \quad (1)$$

تحقیقات قبلی قدرت پیش‌بینی اجزای سود از عملکرد آتی شرکت را بیش از سود توصیف کرده‌اند^۱ (فریلد و دیگران، ۱۹۹۶). دو جزء سود یعنی سود عملیاتی و سود (زیان) غیر عملیاتی در مدل (۲) تفکیک شده‌اند:

$$CFO_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 OP_{j,t-1} + \beta_2 NOP_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t} \quad (2)$$

متغیرهای مدل (۱) و (۲) به شرح زیر تعریف شده است:

$CFO_{j,t}$ = جریان نقدی حاصل از عملیات شرکت ز برای سال t که به شرح زیر محاسبه شده است.

جریان نقدی = سود عملیاتی پس از کسر بهره و مالیات + هزینه استهلاک ± تغییرات دارائی‌ها و بدهی‌های جاری (دیچو، ۱۹۹۴).^۲

$PROF_{j,t-1}$ = سود سالانه قبل از ارقام غیرعادی شرکت ز برای سال t-۱.

$OP_{j,t-1}$ = سود عملیاتی که پس از کسر هزینه‌های عملیاتی و خالص سایر درآمدها و هزینه‌های عملیاتی از سود ناویژه به دست می‌آید.

$NOP_{j,t-1}$ = خالص سایر درآمدها و هزینه‌های غیر عملیاتی.

۲- تعریف دوم کیفیت سود بر مبنای قابلیت پیش‌بینی سود است. برای این منظور مدل (۳) برآورد شده است:

$$PROF_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 PROF_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t} \quad (3)$$

هرچه R^2 حاصل از رگرسیون سودهای آتی و سودهای تاریخی گزارش شده بالاتر باشد قابلیت پیش‌بینی سود و در نتیجه کیفیت سود بالاتر است.

۳- تعریف سوم کیفیت سود پایداری سودهای گزارش شده است. پایداری سود به معنای تکرارپذیری (استمرار) سود جاری است. هرچه پایداری سود بیشتر باشد یعنی شرکت توان بیشتری برای حفظ سودهای جاری دارد و فرض می‌شود کیفیت سود شرکت بالاتر است. برای اندازه‌گیری پایداری سود ضریب متغیر توضیحی در مدل (۳) یعنی $PROF_{j,t-1}$ که همان $\beta_{1,j}$ در مدل است معرف پایداری سود در نظر گرفته شده است. چنانچه ضریب متغیر توضیحی از نظر آماری معنی‌دار باشد، سود پایدار در نظر گرفته می‌شود.

1. Fairfield, P.R. et al.
2. Dechow.

متغیرهای کنترل شده

واکنش قیمت سهام به تغییرات سود نقدی ممکن است با توجه به ویژگی‌های خاص هر شرکت متفاوت باشد، در این تحقیق چهار متغیر به عنوان جایگزین محیط اطلاعاتی شرکت، رفتار دریافت کنندگان سود نقدی، مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ریسک عملیاتی شرکت کنترل شده‌اند.

محیط اطلاعاتی: اندازه شرکت به عنوان جایگزین محیط اطلاعاتی شرکت در نظر گرفته شده است (میترا و آور^۱، ۱۹۹۵). شرکت‌های بزرگ به دلیل امکان تنوع بخشی ریسک کمتری دارند. هر چه شرکت بزرگتر می‌شود بتای آن به بتای بازار (یک) نزدیکتر می‌شود. بنابراین پیش بینی می‌شود رابطه بین ریسک و اندازه شرکت منفی باشد. برای کنترل اثر این متغیر بر واکنش بازار به تغییرات سود نقدی از لگاریتم ارزش بازار سهام در ابتدای سالی که سود نقدی تغییر یافته استفاده شده است. تحقیقات قبلی نشان می‌دهد بازده غیرعادی انباشته پیرامون تاریخ اعلان سود نقدی برای شرکت‌هایی که سود نقدی آنها افزایش (کاهش) دارد با اندازه شرکت رابطه منفی (مثبت) دارد. (بجاج و ویژ^۲، ۱۹۹۰)

رفتار دریافت کنندگان سود نقدی: بازده سود نقدی به عنوان جایگزین رفتار دریافت کنندگان سود نقدی در نظر گرفته شده است. سرمایه‌گذارانی که منتظرند سود نقدی دریافتی را در سهام با بازده بالاتر سرمایه‌گذاری کنند به تغییرات سود نقدی واکنش بیشتری نشان می‌دهند. از این رو بازده غیرعادی انباشته سهام شرکت‌هایی که سود نقدی آنها افزایش (کاهش) دارد رابطه مثبت (منفی) با بازده سود نقدی دارد.

مجموعه فرصت‌های سرمایه‌گذاری: نسبت قیمت به ارزش دفتری سهام به عنوان جایگزین فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت در نظر گرفته شده است. انتظار می‌رود ارتباط بین واکنش بازار به تغییر سود نقدی و نسبت قیمت به ارزش دفتری سهام بر مبنای فرضیه جریان نقدی آزاد باشد. یعنی شرکت‌هایی که فرصت سرمایه‌گذاری کمتری دارند باید سود نقدی بیشتری توزیع کنند تا هزینه‌های نمایندگی سرمایه‌گذاری مدیران در پروژه‌های غیر سودآور کاهش یابد. بنابراین واکنش بازار به افزایش سود نقدی شرکت‌هایی که فرصت سرمایه‌گذاری کمی دارند باید مثبت باشد و برای شرکت‌هایی که فرصت سرمایه‌گذاری بالایی دارند باید منفی باشد.

1. Mitra and Owers.
2. Bajaj and Vijh.

ریسک عملیاتی: ضریب تغییرات جریان نقدی به عنوان جایگزین ریسک عملیاتی شرکت در نظر گرفته شده است. شرکت‌هایی که ریسک بالاتری دارند تمایل کم‌تری به افزایش سود نقدی دارند، زیرا مدیران مطمئن نیستند که بتوانند در آینده به این پرداخت‌ها ادامه دهند. بنابراین انتظار می‌رود رابطه بین واکنش بازار به تغییرات سود نقدی و ضریب تغییرات جریان نقدی برای شرکت‌هایی که سود نقدی آنها افزایش (کاهش) دارد مثبت (منفی) باشد.

برای بررسی رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی و تغییرات سود غیرمنتظره مدل‌های رگرسیون (۴) تا (۷) به تفکیک برای شرکت‌هایی که افزایش (کاهش) سود داشته‌اند برآورد شده است. مدل (۴) که ارتباط بین بازده غیرعادی انباشته سهام و تغییر سود نقدی را آزمون می‌کند برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم تحقیق برآورد شده است:

$$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (4)$$

مدل (۵) که ارتباط بین تغییرات سود غیرمنتظره و بازده غیرعادی انباشته سهام را آزمون می‌کند برای آزمون فرضیه‌های سوم و چهارم برآورد شده است:

$$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 UE_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$$

مدل (۶) که ارتباط بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییر سود نقدی را آزمون می‌کند برای آزمون فرضیه‌های پنجم و ششم برآورد شده است:

$$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,t} + \beta_2 LMV_{j,t} + \beta_3 (DIV_YLD_{j,t}) + \beta_4 PR/BV_{j,t} + \beta_5 (CFO_CV_{j,t}) + \beta_6 Qual_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (6)$$

مدل (۷) که ارتباط بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییر سود غیرمنتظره را آزمون می‌کند برای آزمون فرضیه‌های هفتم و هشتم برآورد شده است:

$$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 UE_{j,t} + \beta_2 UE_{j,t} * Qual_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (7)$$

در مدل‌های (۴) تا (۷) متغیرهای مدل به شرح زیر تعریف شده‌اند.

$CAR_{j,t}$ = بازده غیرعادی انباشته سهام که یک هفته معاملاتی پیرامون تاریخ اعلان تغییر سود نقدی محاسبه شده است. بازده غیرعادی انباشته از طریق مقایسه بازده واقعی سهام شرکت و بازده واقعی بازار به صورت انباشته محاسبه شده است.^۱

$\Delta DIV_{j,t}$ = درصد تغییر در سود نقدی شرکت زدر زمان t است.

$LMV_{j,t}$ = لگاریتم ارزش سهام شرکت زدر ابتدای سال t است.

$DIV_YLD_{j,t}$ = بازده سود نقدی در ابتدای سال قبل از تغییر سود که از طریق

تقسیم سود نقدی سالیانه بر میانگین قیمت سهام ۳۰ روز قبل از تاریخ تغییر سود بدست آمده است. استفاده از میانگین ۳۰ روزه قیمت به منظور تعدیل نوسانات قیمت یکماه قبل از تغییر سود است.

$PR/BV_{j,t}$ = نسبت قیمت به ارزش دفتری سهم شرکت زدر ابتدای سال t .

$CFO_CV_{j,t}$ = ضریب تغییرات جریان نقدی عملیاتی شرکت زدر زمان t .

(براساس دوره مشابه برای محاسبه کیفیت سود یعنی حداقل ۱۰ سال محاسبه شده است).

$Qual_{j,t}$ = کیفیت سود که بر مبنای مدل‌های شماره (۱) تا (۳) محاسبه شده است.

$UE_{j,t}$ = سود غیرمنتظره شرکت زدر زمان t که از طریق تفاوت سود هر سهم سال t از

سود هر سهم سال $t-1$ و تقسیم آن بر قیمت سهام در ابتدای سال محاسبه شده است. مدل گشت تصادفی فرض می‌کند سود سال t فقط بستگی به آخرین مشاهده سود سال $t-1$ دارد. بر این اساس تفاوت سود سال t و سال $t-1$ به عنوان سود غیرمنتظره در نظر گرفته شده است.

$\varepsilon_{j,t}$ = عبارت خطا در نظر گرفته شده است.

یافته‌ها

در این پژوهش ابتدا به منظور اندازه‌گیری کیفیت سود مدل (۱) تا (۳) برآورد شده است. سپس برای آزمون فرضیه‌های هشت‌گانه مدل‌های (۴) تا (۷) برآورد شده است که نتایج به‌دست آمده از این آزمون‌ها در ادامه تشریح می‌شود.

۱- R^2 ناشی از رگرسیون $R_{m,t}$ و $R_{i,t}$ برای برآورد پارامترهای مدل بازار یعنی α و β بسیار پایین بود و قابلیت اتکاء نتایج حاصل از برآورد بازار با ابهام روبرو شد. از این رو، از مدل بازار استفاده نشد.

نتایج آزمون فرضیه اول

فرضیه اول بیان می‌دارد: رابطه بین بازده غیرعادی انباشته سهام و افزایش سود نقدی مثبت است. نتیجه آزمون فرضیه اول بر مبنای برآورد مدل (۴) در نگاره شماره (۱) منعکس شده است:

نگاره ۱. نتیجه آزمون فرضیه اول

$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$ (۴)					
نتیجه	P-Value	t محاسبه شده	ضریب متغیر	علامت پیش‌بینی شده	متغیر توضیحی
معنی‌دار	۰/۰۰۰۰	۱۰/۵	۰/۰۸	+	افزایش سود نقدی
$R^2 = ۰/۴۷۶$			و	$R^2 = -۰/۰۷۱۱$ تعدیل شده	

همان‌طور که در نگاره ۱ مشاهده می‌شود رابطه مثبت و معنی‌داری بین بازده غیرعادی انباشته سهام و افزایش سود نقدی وجود دارد و فرضیه اول تحقیق در سطح خطای ۱٪ تأیید می‌شود.

نتایج آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم تحقیق بیان می‌دارد: رابطه بین بازده غیرعادی انباشته سهام و کاهش سود نقدی مثبت است. نتیجه آزمون این فرضیه بر مبنای برآورد مدل (۴) در نگاره شماره (۲) منعکس شده است.

نگاره ۲. نتیجه آزمون فرضیه دوم

$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$ (۴)					
نتیجه	P-Value	t محاسبه شده	ضریب متغیر	علامت پیش‌بینی شده	متغیر توضیحی
معنی‌دار	۰/۰۰۰۰	۵/۸۹	۰/۶۰۴	+	کاهش سود نقدی
$R^2 = ۰/۸۹۵$			و	$R^2 = ۰/۶۵۵$ تعدیل شده	

وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین بازده غیرعادی انباشته سهام و کاهش سود نقدی فرضیه دوم تحقیق را در سطح خطای ۱٪ تأیید می‌کند. تأیید این فرضیه مبین این است که سرمایه‌گذاران متناسب با کاهش سود نقدی قیمت سهام را کاهش می‌دهند.

نتایج آزمون فرضیه سوم

فرضیه سوم بیان می‌دارد: واکنش بازار به افزایش سود غیرمنتظره مثبت است. نتیجه آزمون فرضیه سوم بر مبنای برآورد مدل (۵) در نگاره شماره (۳) منعکس شده است:

نگاره ۳. نتیجه آزمون فرضیه سوم

$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 UE_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$ (۵)					
نتیجه	P-Value	t محاسبه شده	ضریب متغیر	علامت پیش‌بینی شده	متغیر توضیحی
معنی‌دار	۰/۰۰۰۰	۵۰/۹	۰/۶۴۳	+	افزایش سود غیرمنتظره
$R^2 = ۰/۵۶۵$			و	$R^2 = ۰/۱۰۸$ تعدیل شده	

رابطه مثبت و معنی‌دار افزایش سود غیرمنتظره و بازده غیرعادی انباشته سهام فرضیه سوم تحقیق را در سطح خطای ۱٪ تأیید می‌کند. تأیید این فرضیه حاکی از این است که سرمایه‌گذاران با دریافت اطلاعات مرتبط با افزایش سود غیرمنتظره قیمت سهام را افزایش می‌دهند.

نتایج آزمون فرضیه چهارم

فرضیه چهارم تحقیق بیان می‌دارد: واکنش بازار به کاهش سود غیرمنتظره مثبت است. نگاره ۴ بر مبنای برآورد مدل (۵) برای شرکت‌هایی که سود غیرمنتظره آنها کاهش داشته است نتیجه آزمون فرضیه چهارم را منعکس کرده است.

نگاره ۴. نتیجه آزمون فرضیه چهارم

$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 UE_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$ (۵)					
نتیجه	P-Value	t محاسبه شده	ضریب متغیر	علامت پیش‌بینی شده	متغیر توضیحی
معنی‌دار	۰/۰۱۶۷	۲/۴۶۴	۰/۴۸۸	+	کاهش سود غیرمنتظره
$R^2 = ۰/۵۲۵$			و	$R^2 = ۰/۱۳۵۶$ تعدیل شده	

بازده غیرعادی انباشته سهام با کاهش سود غیرمنتظره شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌داری دارد. بنابراین فرضیه چهارم تحقیق در سطح خطای ۵٪ تایید می‌شود. تایید این فرضیه به این معنی است که سرمایه‌گذاران قیمت سهام شرکت‌هایی که سود غیرمنتظره آن‌ها کاهش دارد را کاهش می‌دهند.

نتایج آزمون فرضیه پنجم

فرضیه پنجم بیان می‌دارد: رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به افزایش سود نقدی منفی است. نگاره ۵ نتیجه آزمون این فرضیه را بر مبنای برآورد مدل (۶) منعکس کرده است. همان‌طور که در نگاره ۵ مشاهده می‌شود رابطه کیفیت سود و بازده غیرعادی انباشته سهام در شرکت‌هایی که سود نقدی آن‌ها افزایش داشته است بر مبنای کیفیت سود مبتنی بر رابطه جریان نقدی و سود یا اجزاء سود و قابلیت پیش‌بینی سود در سطح خطای ۵٪ معنی‌دار نیست و بر مبنای پایداری سود که $P-Value = ۰/۰۰۰۲$ از نظر آماری معنی‌دار است رابطه کیفیت سود و بازده غیرعادی انباشته سهام مثبت است که مغایر با علامت پیش‌بینی شده برای متغیر توضیحی کیفیت سود در مدل (۶) است. بنابراین فرضیه پنجم تحقیق بر مبنای هیچ یک از معیارهای کیفیت سود تائید نمی‌شود. عدم تطابق علامت متغیر کیفیت سود با علامت پیش‌بینی شده در ادامه بحث شده است.

نگاره ۵. نتیجه آزمون فرضیه پنجم

$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,t} + \beta_2 LMV_{j,t} + \beta_3 (DIV_YLD_{j,t}) + \beta_4 PR/BV_{j,t} + \beta_5 (CFO_CV_{j,t}) + \beta_6 Qual_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (6)$						
متغیر توضیحی	افزایش سود نقدی	لگاریتم ارزش بازار	بازده سود نقدی	نسبت قیمت به ارزش دفتری	ضریب تغییرات جریان نقدی	کیفیت سود
P-Value بر مبنای رابطه جریان نقدی و سود (۱)	۰/۸۳۱۷ ⁺	۰/۰۰۰۲ ^{**}	۰/۸۰۹۶ ⁺	۰/۰۰۹۸ ⁺	۱ [*]	۱ ^{**}
P-Value بر مبنای رابطه جریان نقدی و اجزاء سود (۲)	۰/۴۲۹۴ ⁺	۰/۰۴۳۹ ^{**}	۰/۸۱۰۷ ⁺	۰/۰۴۶۷ ⁺	۱ [*]	۱ ^{**}
P-Value بر مبنای قابلیت پیش‌بینی سود (۳)	۰/۰۰۱۳ ⁺	۰/۳۳۴ ^{**}	۰/۰۲۷۱ ⁺	۰/۰۲۶۷ ⁺	۱ [*]	۱ ^{**}
P-Value بر مبنای پایداری سود (۴)	۰/۰۰۱۷ ⁺	۰/۳۶۲ ^{**}	۰/۰۳۸۴ ⁺	۰/۴۳ ⁺	۰/۲۳۳۱ [*]	۰/۰۰۰۲ ^{**}
+ علامت مثبت و مطابق با پیش‌بینی است.				* علامت منفی و مخالف پیش‌بینی است.		
++ علامت منفی و مطابق با پیش‌بینی است.				** علامت مثبت و مخالف پیش‌بینی است.		
(۱) $R^2 = ۰/۵۸۲$	(۲) $R^2 = ۰/۵۳۵$	(۳) $R^2 = ۰/۵۲۶$	(۴) $R^2 = ۰/۲۱۱$			
$R^2 = ۰/۰۴۳$ تعدیل شده	$R^2 = -۰/۱۷۳$ تعدیل شده	$R^2 = -۰/۱۰۶$ تعدیل شده	$R^2 = ۰/۰۹۳$ تعدیل شده			

اثر متغیرهای کنترل شده

همان‌طور که در نگاره شماره (۵) مشاهده می‌شود اندازه شرکت (لگاریتم ارزش بازار) بر اساس معیارهای کیفیت سود مبتنی بر رابطه جریان نقدی و سود و رابطه جریان نقدی و اجزاء سود پیوند منفی و معنی‌داری با بازده غیرعادی انباشته سهام دارد که مطابق با پیش‌بینی است. بر مبنای قابلیت پیش‌بینی سود و پایداری سود این ارتباط معنی‌دار نیست. بازده سود نقدی نیز بر مبنای قابلیت پیش‌بینی سود و پایداری سود رابطه مثبت و معنی‌داری با بازده غیرعادی انباشته سهام دارد که این رابطه مطابق با پیش‌بینی است.

نسبت قیمت به ارزش دفتری سهام بر مبنای کیفیت سود مبتنی بر رابطه جریان نقدی و سود و قابلیت پیش‌بینی سود مطابق با پیش‌بینی رابطه مثبت و معنی‌داری با بازده غیرعادی انباشته سهام دارد. ضریب تغییرات جریان نقدی در هیچ یک از معیارهای کیفیت سود رابطه معنی‌داری با بازده سهام ندارد و علامت آن نیز برخلاف پیش‌بینی منفی است. انتظار می‌رود افزایش سود نقدی در شرکت‌هایی که کیفیت سود بالایی دارند رابطه معکوسی با بازده غیرعادی انباشته سهام داشته باشد. بنابراین رابطه بین افزایش سود نقدی و بازده غیرعادی انباشته سهام منفی پیش‌بینی می‌شود که بر مبنای پایداری سود این رابطه برخلاف پیش‌بینی مثبت و معنی‌دار است و بر مبنای سایر معیارهای کیفیت سود معنی‌دار نیست.

نتایج آزمون فرضیه ششم

فرضیه ششم تحقیق بیان می‌دارد: رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به کاهش سود نقدی مثبت است. نگاره ۶ نتیجه آزمون این فرضیه را بر مبنای برآورد مدل (۶) منعکس کرده است.

همان‌طور که در نگاره (شماره ۶) مشاهده می‌شود رابطه بین کیفیت سود و بازده غیرعادی انباشته سهام در شرکت‌هایی که سود نقدی آن‌ها کاهش داشته است بر مبنای کیفیت سود مبتنی بر رابطه سود و جریان نقدی مثبت و معنی‌دار است و فرضیه ششم در سطح خطای ۱ درصد تایید می‌شود و بر مبنای سایر معیارهای کیفیت سود یعنی رابطه جریان نقدی و اجزاء سود، قابلیت پیش‌بینی سود و پایداری سود فرضیه ششم رد می‌شود.

نگاره ۶ نتیجه آزمون فرضیه ششم

$$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,t} + \beta_2 LMV_{j,t} + \beta_3 DIV_YLD_{j,t} + \beta_4 PR/BV_{j,t} + \beta_5 CFO_CV_{j,t} + \beta_6 Qual_{j,t} + \varepsilon_{j,t} \quad (6)$$

متغیر توضیحی		معیار کیفیت سود	نقدی سود کاهش	بازار ارزش لگاریتم	نقدی سود بازده	دفتری ارزش به نسبت	نقدی سود افزایش	سود کسب
P-Value بر مبنای رابطه جریان نقدی و سود (۱)	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+
P-Value بر مبنای رابطه جریان نقدی و اجزاء سود (۲)	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+
P-Value بر مبنای قابلیت پیش‌بینی (۳)	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+
P-Value بر مبنای پایداری سود (۴)	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+	۰/۰۰۰۰+
+ علامت مثبت و مطابق با پیش‌بینی است.		* علامت منفی و مخالف پیش‌بینی است.						
++ علامت منفی و مطابق با پیش‌بینی است.		** علامت مثبت و مخالف پیش‌بینی است.						
(۱) R ² = ۰/۴۱۶	(۲) R ² = ۰/۳۲۲	(۳) R ² = ۰/۳۴۷	(۴) R ² = ۰/۳۲۶					
R ² = ۰/۳۱ تعدیل شده	R ² = ۰/۱۹۹ تعدیل شده	R ² = ۰/۲۲۹ تعدیل شده	R ² = ۰/۲۰ تعدیل شده					

متغیرهای کنترلی

لگاریتم ارزش بازار بر مبنای معیارهای مختلف ارزیابی کیفیت سود رابطه مثبت و معنی‌داری با واکنش بازار به کاهش سود غیر نقدی شرکت‌ها دارد که این ارتباط مطابق با پیش‌بینی است. بازده سود نقدی نیز رابطه مثبت و معنی‌داری با بازده غیر عادی انباشته سهام دارد که این رابطه برخلاف پیش‌بینی است. نسبت قیمت به ارزش دفتری سهام مطابق با پیش‌بینی رابطه منفی و معنی‌داری با واکنش بازار به کاهش سود نقدی دارد و ضریب تغییرات جریان نقدی در هیچ یک از موارد رابطه معنی‌داری با واکنش بازار به کاهش سود نقدی ندارد.

نتایج آزمون فرضیه هفتم

فرضیه هفتم بیان می‌دارد: رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به افزایش سود غیر منتظره مثبت است. نگاره شماره (۷) نتیجه آزمون فرضیه هفتم را بر مبنای برآورد مدل (۷) منعکس کرده است. همان‌طور که در نگاره شماره (۷) مشاهده می‌شود کیفیت سود بر مبنای هر یک

از معیارهای محاسبه شده رابطه معنی داری با بازده غیر عادی انباشته سهام ندارد. بنابراین فرضیه هفتم تحقیق رد می شود.

نگاره ۷. نتیجه آزمون فرضیه هفتم

(۷) $CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 UE_{j,t} + \beta_2 UE_{j,t} * Qual_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$			
معیار کیفیت سود	متغیر توضیحی	سود غیر منتظره	کیفیت سود
P-Value بر مبنای رابطه جریان نقدی و سود	$0/0002^+$	$0/3505^*$	$R^2 = 0/065$ $R^2 = 0/0852$ تعدیل شده
P-Value بر مبنای رابطه جریان نقدی و اجزاء سود	$0/0000^+$	1037^*	$R^2 = 0/611$ $R^2 = 0/096$ تعدیل شده
P-Value بر مبنای قابلیت پیش بینی سود	$0/315^+$	$0/753^*$	$R^2 = 0/065$
			$R^2 = 0/085$ تعدیل شده
P-Value بر مبنای پایداری سود	$0/2817^+$	$0/512^+$	$R^2 = 0/067$ $R^2 = 0/089$ تعدیل شده
+ علامت مثبت و مطابق با پیش بینی است.		* علامت منفی و مخالف پیش بینی است.	
++ علامت منفی و مطابق با پیش بینی است.		** علامت مثبت و مخالف پیش بینی است.	

عدم تایید فرضیه هفتم به این معنی است که بین کیفیت سود و بازده غیر عادی انباشته سهام شرکت هایی که سود غیر منتظره آنها افزایش داشته رابطه معنی داری وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه هشتم

فرضیه هشتم بیان می دارد: رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به کاهش سود غیر منتظره منفی است. نتیجه آزمون این فرضیه بر مبنای برآورد مدل (۷) در نگاره شماره (۸) منعکس شده است. همان طور که در نگاره شماره (۸) مشاهده می شود مطابق با پیش بینی رابطه بین کیفیت سود و بازده غیر عادی انباشته سهام برای کاهش سود غیر منتظره بر مبنای قابلیت پیش بینی سود و پایداری سود منفی و بر مبنای رابطه جریان نقدی و اجزاء سود برخلاف پیش بینی مثبت است. ولی این رابطه از نظر آماری معنی دار نیست. بنابراین فرضیه هشتم تحقیق رد می شود.

نگاره ۸. نتیجه آزمون فرضیه هشتم

$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 UE_{j,t} + \beta_2 UE_{j,t} * Qual_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$ (۷)			
	کیفیت سود	سود غیرمنتظره	متغیر توضیحی
			معیار کیفیت سود
$R^2 = ۰/۷۹۳$ $R^2 = ۰/۱۷۲$ تعدیل شده	۰/۷۴۹ **	۰/۷۱۷ *	P-Value بر مبنای رابطه جریان نقدی و سود (۱)
$R^2 = ۰/۸۳۷$ $R^2 = ۰/۳۲۲$ تعدیل شده	۰/۸۳۳ **	۰/۸۱۶ *	P-Value بر مبنای رابطه جریان نقدی و اجزاء سود (۲)
$R^2 = ۰/۸۳۴$ $R^2 = ۰/۳۶۲$ تعدیل شده	۰/۶۲ **	۰/۶۸۱ *	P-Value بر مبنای رابطه قابلیت پیش‌بینی (۳)
$R^2 = ۰/۸۷$ $R^2 = ۰/۴۹۹$ تعدیل شده	۰/۴۳۶ **	۰/۴۸ *	P-Value بر مبنای پایداری سود (۴)
		+ علامت مثبت و مطابق با پیش‌بینی است.	
		++ علامت منفی و مطابق با پیش‌بینی است.	
		* علامت منفی و مخالف پیش‌بینی است.	
		** علامت مثبت و مخالف پیش‌بینی است.	

عدم تایید فرضیه هشتم مبین این است که بین کیفیت سود و بازده غیرعادی انباشته سهام شرکت‌هایی که سود غیرمنتظره آنها کاهش داشته رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

بررسی روابط احتمالی غیرخطی

معادله (۴) تا (۷) یک ارتباط خطی بین واکنش بازار به تغییرات سود نقدی و سود غیرمنتظره را فرض کرده است. همان‌طور که در نگاره‌های ۱ تا ۸ منعکس شده است، واکنش بازار به تغییرات سود نقدی و سود غیرمنتظره مثبت و از نظر آماری معنی‌دار است. رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی و سود غیرمنتظره معنی‌دار نیست. بررسی روابط غیرخطی بین متغیر وابسته و متغیرهای مستقل برای توانهای ۱/۲، ۲ و ۳ برای فرضیه‌های تحقیق انجام شد. نگاره ۹ نتیجه آزمون فرضیه اول تحقیق را به‌عنوان نمونه بر مبنای برآورد مدل (۴) با فرض توانهای ۱/۲، ۲ و ۳ برای متغیر مستقل منعکس کرده است:

نگاره ۹. نتیجه آزمون فرضیه اول - رابطه غیرخطی متغیر مستقل و متغیر وابسته

$CAR_{j,t} = \beta_0 + \beta_1 \Delta DIV_{j,t} + \varepsilon_{j,t}$ (۴)						
توان ۳		توان ۲		توان ۱/۲		متغیر توضیحی
<i>P-Value</i>	t محاسبه شده	<i>P-Value</i>	t محاسبه شده	<i>P-Value</i>	t محاسبه شده	
۰/۰۰۰۰	۲۰۳/۴	۰/۰۰۰۰	۲/۱۸۶	۰/۰۰۰۰	۱۰/۵	افزایش سود نقدی
$R^2 = ۰/۴۶۹$		$R^2 = ۰/۴۷۲$		$R^2 = ۰/۴۷۶$		
$R^2 = -۰/۰۸۳۷$ تعدیل شده		$R^2 = -۰/۰۷۸$ تعدیل شده		$R^2 = -۰/۰۷۱۱$ تعدیل شده		

در مجموع برآورد مدل‌های ۴ تا ۷ برای توان‌های ۱/۲، ۲ و ۳ نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌های تحقیق را تغییر نمی‌دهد.

بحث و نتیجه‌گیری

تایید فرضیه اول و دوم تحقیق یعنی وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین تغییرات سود نقدی و بازده غیرعادی انباشته سهام پیرامون تاریخ اعلان سود حاکی از این است که جهت تغییر سود نقدی و بازده غیرعادی انباشته سهام هماهنگ بوده و وقتی سود نقدی شرکت‌ها افزایش (کاهش) می‌یابد بازده غیرعادی انباشته سهام نیز افزایش (کاهش) می‌یابد.

وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین متغیر سود نقدی و بازده غیرعادی انباشته مبین این است که سود نقدی اطلاعاتی درباره ارزش شرکت فراهم می‌کند. بر این اساس تغییر سود نقدی اطلاعاتی درباره جریان نقدی آتی شرکت فراهم می‌کند و می‌تواند به‌عنوان یک منبع اطلاعاتی برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی شرکت مورد توجه قرار گیرد. این یافته‌ها مطابق با یافته‌های تحقیقات تجربی قبلی است. (آرونی و سواری، ۱۹۸۰؛ آسکیت و مولینز، ۱۹۸۳)

تائید فرضیه سوم و چهارم تحقیق نیز حاکی از وجود رابطه مثبت و معنی‌دار بین تغییرات سود غیرمنتظره و بازده غیرعادی انباشته سهام است. تایید رابطه معنی‌دار سود حسابداری و بازده غیرعادی انباشته در تحقیقات حاکی از تغییر باورهای سرمایه‌گذاران و رفتار آنان در نتیجه تغییر سود است. در این خصوص می‌توان گفت تغییر قیمت سهام در نتیجه تغییر سود حسابداری معیار قابل مشاهده‌ای از تغییر نظام‌مند باورهای سرمایه‌گذاران است که تحت تاثیر محتوای اطلاعاتی سودهای حسابداری تغییر یافته است. سودمندی

سود حسابداری در بورس اوراق بهادار تهران با توجه به تایید فرضیه‌های سوم و چهارم حاکی از محتوای اطلاعاتی سود گزارش شده در صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس است. این یافته نیز مطابق با یافته‌های تحقیقات تجربی قبلی است. (بال و براون^۱، ۱۹۶۸؛ براون^۲، ۱۹۷۰؛ فاستر^۳، ۱۹۷۷؛ بیور، کلارک و رایت^۴، ۱۹۷۹؛ بیور، لامبرت و مورس^۵، ۱۹۸۰؛ توماس و زینگ^۶، ۲۰۰۲)

عدم تایید فرضیه‌های پنجم، ششم، هفتم و هشتم بیانگر این است که سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران هنگام واکنش به تغییرات سود نقدی و تغییرات سود غیرمنتظره کیفیت سود شرکت‌ها را در نظر نمی‌گیرند. به عبارت دیگر در بورس اوراق بهادار تهران کیفیت سود در واکنش بازار به تغییرات سود نقدی و سود غیرمنتظره شرکت‌ها در مجموع اطلاعاتی مربوط به حساب نمی‌آید. این یافته با یافته‌های تحقیقات پیشین مطابقت ندارد. (مایکل، والتر و ویلیز^۷، ۲۰۰۳).

در تفسیر این عدم تطابق می‌توان به تفاوت‌های بورس اوراق بهادار تهران و بورس اوراق بهادار در کشورهای توسعه یافته و از جمله به موارد زیر اشاره کرد:

۱- بازار سرمایه ایران از نظر کارایی اطلاعاتی ضعیف به حساب می‌آید. بهبود مکانیزم‌های نظارتی، اصلاح مقررات، ثبات بیشتر در سیاست‌گذاری‌ها و ایجاد ساز و کار مناسب برای ارایه اطلاعات آگاهی بخش به سرمایه‌گذاران می‌تواند به آن‌ها کمک کند تا به جای تصمیم‌گیری بر پایه اطلاعات مالی و غیرمالی به دست آمده از منابع غیررسمی با مطالعه متغیرهای حسابداری و با توجه به کیفیت سود حسابداری تصمیم‌گیری خود را بهبود بخشند.

۲- ناآشنایی بسیاری از سرمایه‌گذاران با مسایل مالی و کمبود تحلیل‌گران مالی و متخصصینی که عملکرد شرکت‌ها را بر اساس روش‌های علمی پیش‌بینی کنند موجب می‌شود تا اکثر سرمایه‌گذاران براساس اطلاعات محرمانه، شنیده‌ها، شایعه‌ها و توصیه‌های دیگران اقدام به سرمایه‌گذاری کنند و تغییر قیمت سهام و شکل‌گیری بازده غیرعادی انباشته سهام نیز بر مبنای همین رفتار سرمایه‌گذاران است و اطلاعات گذشته منعکس در

-
1. Ball and Brown
 2. Brown
 3. Foster
 4. Beaver, Clark and Wright
 5. Beaver, Lambert and Morse
 6. Thomas and Zhaing
 7. Michael, Walter and Willis

صورت‌های مالی که بر اساس آن کیفیت سود شرکت‌ها قابل ارزیابی است در واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات جدیدی همچون تغییر سود نقدی کم‌تر مربوط به حساب می‌آید.

۳- اثر سیاست‌گذاری‌های دولت و تغییر مقررات و بطور کلی عدم ثبات کافی اقتصادی در سطح کلان موجب می‌شود استقبال سرمایه‌گذاران از صنایعی که تحت تاثیر مقررات جدید فرصت‌هایی برای رشد سود آتی به دست آورده‌اند بیشتر شود و قیمت سهام این شرکت‌ها به سرعت افزایش یابد، به طوری که این افزایش قیمت بر مبنای اطلاعات حسابداری قابل توجیه نباشد. به عنوان مثال نسبت قیمت به ارزش دفتری سهام برخی از شرکت‌ها در سال ۱۳۸۰ حدود ۲۹ و برخی از شرکت‌ها در حدود ۱/۳ بوده است. این نسبت به عنوان جایگزین فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت در نظر گرفته شده و برای شرکتی که این نسبت ۲۹ است یعنی ارزش بازار شرکت ۲۹ برابر ارزش دفتری خالص دارایی‌های آن شرکت است. به نظر می‌رسد تعریف این فاصله در قالب انتخاب پروژه‌های سودآور توسط مدیریت در یک شرایط رقابتی و عادی کمی مشکل است. در این میان اثر کیفیت سود بر بازده غیرعادی انباشته سهام در مقایسه با متغیرهای اقتصادی کمرنگ جلوه می‌کند. بنابراین توجه به تاثیر عوامل مرتبط با محیط اقتصادی و فضای بازار سرمایه ایران در تفسیر نتایج و مطالعه تطبیقی یافته‌ها حایز اهمیت است.

پیشنهادها

یافته‌های تحقیق دلالت بر این دارد که کیفیت سود شرکت‌ها که بر مبنای اطلاعات گذشته منعکس در صورت‌های مالی محاسبه شده است در واکنش بازار به تغییرات سود کمتر مورد توجه قرار می‌گیرد. ناآشنایی سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران با مقوله کیفیت سود ایجاب می‌کند:

سازمان بورس اوراق بهادار با هدف هدایت سرمایه‌ها به بخش‌های سودآور ساز و کاری فراهم نماید تا کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بر اساس معیارهای مختلف ارزیابی و به نحو مناسبی افشا شود. تاسیس یک مرکز تحقیقات مالی که با حمایت مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس فعالیت نماید می‌تواند در این زمینه موثر واقع شود. یکی از دلایل عدم وجود ارتباط معنی‌دار بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود کیفیت پایین سودهای گزارش شده است که ناشی از مداخله هدف‌مند مدیریت در

گزارش سود (مدیریت سود) است. سازمان حسابرسی به عنوان مسئول تدوین استانداردهای حسابداری ملی می‌تواند زمینه‌های کاهش مدیریت سود را در تدوین استانداردها فراهم سازد و افشاء اختیاری کیفیت سود در یادداشت‌های توضیحی صورت‌های مالی را به شرکت‌ها توصیه نماید. هم‌چنین موسسات حسابرسی مستقل می‌توانند با اعمال تکنیک‌های حسابرسی اقدامات ارادی مدیریت که منجر به کاهش کیفیت سود می‌شود را شناسایی و پیشنهاد لازم برای بهبود (اصلاح) استانداردهای حسابداری مرتبط را به سازمان حسابرسی ارایه نمایند. حمایت از پژوهشگران و تحلیل‌گران مالی توسط سازمان بورس و سازمان حسابرسی نیز زمینه اندازه‌گیری و افشاء کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در مطبوعات مالی فراهم می‌سازد و افشاء منظم کیفیت سود شرکت‌ها در تعیین منصفانه قیمت سهام و هدایت سرمایه‌ها می‌تواند موثر واقع شود.

بحث کیفیت سود می‌تواند به درک بهتر مفهوم سود حسابداری و شناخت ویژگی‌ها و محدودیت‌های آن کمک کند. قرار گرفتن موضوع کیفیت گزارشگری مالی و کیفیت سود و مدیریت سود که بی‌ارتباط با کیفیت سود نیست در سرفصل دروس رشته حسابداری بویژه برای دوره‌های تحصیلات تکمیلی به دانشگاه‌ها و مدرسین رشته حسابداری توصیه می‌شود.

منابع

- Aharony, J. and I. Swary. (1980), "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns", *The Journal of Finance* 35, 1-12.
- Asquith P. and D.W. Mullins (1986), "Signaling with Dividends, Stock Repurchases, and Equity Issues", *Financial Management*, Autumn, 27-44.
- Bajaj, M. and A. Vijh (1990), "Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes", *Journal of Financial Economics* 26, 193-219.
- Benartzi, S. and Roni, M. and Richard, T. (1997), "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past"? *The Journal of Finance* 3, 1007-1034.
- Brown, P. (1970). "The Impact of The Annual Net Profit Report On The Stock Market", *The Australian Accountant*, 277-283.
- Dechow, P. (1994), "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: the Role of Accounting Accruals", *Journal of Accounting and Economics* 18, 3-42.
- Fairfield, P.R. Sweeney, and T. Yohn. (1996). "Accounting Classification and the Predictive Content of Earnings" *The Accounting Review* 71, 337-355.
- Foster G.J. (1977). "Quarterly Accounting Data" *The Accounting Review, Supplement* 52(1), 1-21.
- Holthausen, R. and R. Verrecchia (1988), "The Effect of Sequential Information Release on the Variance of Price Change in an Intertemporal Multi - Asset Market." *Journal Of Accounting Research* 26, 82-106.
- Konan, C. et al. (2001), "Earnings quality and stock Returns," working paper, National Taiwan University, Taipei 106, Department of Finance. Online, www.yahoo.com.
- Lev, B. (1989), "On the Usefulness of Earnings and Earnings Research: Lessons and Directions from two Decades of Empirical Research," *Journal of Accounting Research* 27 (supplement), 153-192.
- Michael, B.M., and Walter, R.B., and Willis, H. R. (2003), "Reactions to Dividend Changes Conditional on Earnings Quality," *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 18(1), 153-161.
- Mitra, D., and J. Ower. (1995), "Dividend Initiation Announcement Effects and Firms Information Environment," *Journal of Business, Finance and Accounting* 22, 351-375.
- Nissim, D. (2003), "Discussion - Reaction to Dividend Changes Conditional on Earnings Quality," Columbia University, Graduate School of Business, Online, www.yahoo.com.

- Skinner, J.D. (2003). "*What Do Dividend Tell us about Earnings Quality?*" Working Paper, University of Chicago, Online, www.yahoo.com.
- Thomas, K.J, and H. Zhaing (2002). "*Value-Relevant Properties of Smoothed Earnings*", 2th Annual Winter Accounting Workshop, University of Utah, Online, www.yahoo.com.