

تأثیر محافظه کاری و تأخیر در افشای اخبار همزمان سودهای میان دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه بر واکنش بازار سهام

مهدی آقاییک‌زاده^۱، داریوش فروغی^۲، محسن دستگیر^۳

چکیده: شرکت‌ها موظف‌اند طی مدت ۳۰ روز از پایان هر میان‌دوره، سود میان‌دوره و همچنین پیش‌بینی مدیریت از سود سالانه را ارائه کنند. با توجه به همزمانی اغلب این اعلان‌ها این پژوهش بررسی می‌کند که اخبار خوب و بد موجود در اعلان همزمان این سودها چه تأثیری بر واکنش بازار سهام به این اخبار دارد و تأثیر محافظه‌کاری در سود میان‌دوره‌ای و محافظه‌کاری در پیش‌بینی مدیریت و همچنین تأخیر در اعلان بر واکنش بازار سهام به اعلان همزمان این سودها بررسی می‌شود. به همین منظور با اعمال محدودیت‌هایی طی دوره زمانی ۱۳۹۳-۱۳۸۷، تعداد ۱۰۱ شرکت برای نمونه انتخاب شد و آزمون‌های لازم به اجرا درآمد. نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان داد در سطح مشخصی از اخبار سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالانه، تفاوت معناداری بین واکنش بازار به اخبار همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی‌های سود سالانه خوب و بد وجود ندارد، اما اضافه شدن اثر تأخیر در اعلان همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سود سالانه، موجب افزایش (کاهش) شدت واکنش بازار به اخبار خوب (بد) می‌شود. از نتایج دیگر این که در شرکت‌هایی با محافظه‌کاری بیشتر، میزان واکنش بازار سهام به اخبار خوب (بد)، کاهش (افزایش) می‌یابد.

واژه‌های کلیدی: اخبار پیش‌بینی سود سالانه، اخبار سود میان‌دوره، تأخیر در افشای اخبار، محافظه‌کاری در پیش‌بینی سود مدیریت، محافظه‌کاری در سود میان‌دوره.

۱. دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران

۲. دانشیار حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران

۳. استاد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۵/۱۲/۲۳

تاریخ پذیرش نهایی مقاله: ۱۳۹۶/۰۳/۲۰

نویسنده مسئول مقاله: داریوش فروغی

E-mail: foroghi@ase.ui.ac.ir

DOI: 10.22059/acctgrev.2017.229819.1007570

مقدمه

یکی از الزامات بورس اوراق بهادار تهران، ارائه سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه تا ۳۰ روز پس از پایان هر میان‌دوره است. با توجه به اینکه افشای پیش‌بینی و واقعی سود هر سهم توسط مدیر در بازار سرمایه ایران اجباری است، افشا در قالب پیش‌بینی سود هر سهم توسط مدیر با خطای پایین، دقت زیاد و ارائه به‌موقع، دارای محتوای اطلاعاتی است که توان کاهش بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران در بازار را دارد (سلیمانی و طاهری، ۱۳۹۱). از سوی دیگر، سودهای گزارش شده در صورت سود و زیان میان‌دوره‌ای، به‌روزترین منبع اطلاعاتی موجود درباره عملکرد گذشته به‌شمار می‌رود و مهم‌ترین فایده سودهای گزارش‌شده میان‌دوره‌ای، ارزیابی به‌موقع عملکرد گذشته و کمک به پیش‌بینی نتایج آینده است (آقایی، احمدیان و دوبران، ۱۳۹۲). سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه، هر یک اخبار و اطلاعاتی را دربردارند و طبیعی است با اعلان همزمان به بازار، می‌توانند اخبار مشابه یا متفاوتی را به بازار مخابره کنند و در نتیجه موجب واکنش متفاوت بازار سهام شوند. این پژوهش نخستین پژوهش ایرانی است که به بررسی واکنش بازار به زمان‌بندی و اعلان همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه پرداخته است. نکته کلیدی پژوهش حاضر این است که چون در ایران، اغلب اعلان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سود سالانه همزمان انجام می‌شود، نتایج به‌دست آمده از پژوهش‌های داخلی که تنها تأثیر یکی از دو متغیر سود میان‌دوره‌ای یا پیش‌بینی سود سالانه را بر متغیرهای دیگر سنجیده‌اند، احتمالاً تحت تأثیر این موضوع قرار گرفته‌اند. در واقع پژوهش‌های قبلی داخلی به این همزمانی اعلان‌ها توجه زیادی نکرده‌اند. تمایز مهم دیگر این پژوهش با پژوهش‌های بین‌المللی نیز این است که در اغلب کشورها، پیش‌بینی سود اختیاری است؛ در نتیجه پژوهش‌های مرتبط با تأخیر در افشای پیش‌بینی سود در این کشورها ضرورتی ندارد، اما در ایران که پیش‌بینی سود شرکت‌ها اجباری است، تأخیر در اعلان پیش‌بینی سود توسط شرکت‌ها می‌تواند منعکس‌کننده علائمی به بازار باشد. بنابراین پژوهش‌های مرتبط با تأخیر در افشای اخبار در ایران نسبت به سایر کشورها اهمیت بیشتری دارد. از سوی دیگر، یکی از ویژگی‌های کیفی اطلاعات به نام محافظه‌کاری، مانع خوش‌بینی بیش از حد مدیران و همچنین تأخیر بیش از حد در انتشار اخبار بد می‌شود (بیور و رایان، ۲۰۰۵). به همین منظور در این پژوهش بررسی شده است که آیا سرمایه‌گذاران در واکنش خود به اخبار سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالانه، در تهیه و ارائه این سودها محافظه‌کاری را در نظر می‌گیرند یا خیر. در این پژوهش علاوه بر محاسبه محافظه‌کاری در سودهای میان‌دوره‌ای، محافظه‌کاری در پیش‌بینی سودهای سالانه نیز بررسی شده است. به‌طبع شرکتی که پیش‌بینی سودهای سالانه خود را با

محافظه‌کاری انجام می‌دهد، در رویه‌های حسابداری خود نیز محافظه‌کاری را در پیش خواهد گرفت و در نظر گرفتن این دو نوع محافظه‌کاری با هم و بررسی رابطه بین محافظه‌کاری و افشای اخبار به‌گونه‌ای که در پژوهش حال حاضر انجام شده، تا کنون در هیچ‌یک از پژوهش‌های داخلی و بین‌المللی مشاهده نشده است. با توجه به توضیحات بیان شده، مسئله پژوهش به این صورت مطرح می‌شود: آیا نوع اخبار موجود در شرکت‌ها بر زمان‌بندی افشای این اخبار توسط مدیریت تأثیر خواهد گذاشت؟ آیا سرمایه‌گذاران به نوع اخبار، زمان‌بندی اخبار، محافظه‌کاری سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی‌های سود سالانه در اعلان همزمان این سودها توجه می‌کنند یا خیر؟

پیشینه نظری پژوهش

در بسیاری از کشورها، سودهای پیش‌بینی‌شده مدیریت در زمره افشای داوطلبانه اطلاعات قرار دارند. از آنجا که اعلان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی‌های سود مدیریت هر دو دارای محتوای اطلاعاتی هستند، در مواردی که اعلان این سودها همزمان انجام می‌شود، نادیده‌گرفتن اثر هر یک یا در نظر گرفتن اثر یک مورد به تنهایی، به‌طبع نادرست است و درک درستی از واکنش بازار به این سودها نمی‌دهد. راجرز و بوسکیرک (۲۰۱۵) نشان دادند در حال حاضر بخش عمده‌ای از پیش‌بینی‌های مدیریت توأم با اعلان سود است. هنگامی که پیش‌بینی مدیریت با اخبار دیگر همراه باشد، برخی مطالعات اثر این اخبار که علاوه بر اخبار پیش‌بینی مدیریت وجود دارد (برای مثال اعلان سودهای میان‌دوره‌ای) و بر واکنش سرمایه‌گذاران تأثیرگذار است را نادیده گرفته‌اند که این ممکن است بر نتایج آنها اثر بگذارد.

اخباری که در رابطه با شرکت‌ها وجود دارد به دو گروه اخبار خوب و اخبار بد دسته‌بندی می‌شوند. نتایج اغلب مطالعات نشان داده است که مدیران اخبار بد را با تأخیر بیشتر نسبت به اخبار خوب افشا می‌کنند. بلومفیلد (۲۰۰۸)، براون، هیلجیست و لو (۲۰۰۹) و ارتیمور، اسلتن و ساندر (۲۰۱۴) بیان کرده‌اند که اخبار بد با عدم اطمینان بیشتری در عملیات شرکت همراه است، از این رو مدیران باید در تخمین‌های مربوط به اخبار بد با دقت بیشتری عمل کنند که همین امر به تأخیر در افشای اخبار بد منجر می‌شود. دلیل دیگری که در نتایج پژوهشگرانی مانند کوتاری، شو و وایسوکو (۲۰۰۹) و نگار و ناندا و وایسوکو (۲۰۰۳) بیان شده، این است که مدیران به دلیل منافع شخصی خود از قبیل آینده‌کاری، حقوق و منافع بازنشستگی و پاداش‌های مبتنی بر قیمت سهام، افشای اخبار خوب را زودتر از اخبار بد انجام می‌دهند و افشای اخبار بد را به تأخیر می‌اندازند. زمان افشای اخبار خوب و بد می‌تواند بر واکنش سرمایه‌گذاران و بازده سهام قبل از

اعلان سود و در زمان اعلان سود تأثیرگذار باشد. انیلوسکی، فنگ و اسکینر (۲۰۰۷) و رویچاودری و اسلتن (۲۰۱۲) نشان دادند که برای اخبار منفی نسبت بازده حول اعلان سودهای سه ماهه به بازده دوره سه ماهه بیشتر از بازده مثبت است. به بیان دیگر واکنش بازار سهام هنگام اعلان سودهای سه ماهه برای اخبار منفی بیشتر است و طی دوره سه ماهه واکنش بازار سهام نسبت به اخبار مثبت بیشتر خواهد بود.

از سوی دیگر، یکی از ویژگی‌های کیفی اطلاعات به نام محافظه‌کاری، مانع خوش‌بینی بیش از حد مدیران و همچنین تأخیر بیش از حد در انتشار اخبار بد می‌شود (بیور و رایان، ۲۰۰۵). در ادبیات حسابداری دو نوع تعریف برای محافظه‌کاری مطرح است؛ محافظه‌کاری شرطی و محافظه‌کاری غیرشرطی. محافظه‌کاری شرطی یا پس‌رویدادی^۱، محافظه‌کاری از دیدگاه سود و زیان است؛ به این معنا که ارزش دفتری خالص دارایی‌ها در شرایط نامساعد کاهش یافته، اما در شرایط مساعد افزایش نمی‌یابد و در شناسایی سریع‌تر زیان‌ها نسبت به شناسایی سودها نمود می‌یابد. محافظه‌کاری غیرشرطی یا پیش‌رویدادی^۲، محافظه‌کاری از دیدگاه ترازنامه‌ای است که تمایل به ارائه کمتر از واقع ارزش دفتری خالص دارایی‌ها نسبت به ارزش بازار آنها را منعکس می‌کند. انگیزه اصلی از محافظه‌کاری شرطی، خنثی کردن انگیزه‌های مدیران برای گزارشگری اطلاعات حسابداری دارای جانبداری رو به بالا در موقعیتی است که رویدادهای نامناسب اتفاق افتاده باشد، در حالی که انگیزه اصلی برای محافظه‌کاری غیرشرطی، سختی ارزیابی دارایی‌ها و بدهی‌هاست (بیور و رایان، ۲۰۰۵).

در متون حسابداری و مالی بیشتر درباره پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه و بدبینانه صحبت شده و کمتر از واژه محافظه‌کاری در پیش‌بینی سود مدیریت استفاده می‌شود. در همین زمینه هوانگ، چان، چانگ و وانگ (۲۰۱۲) بیان کردند که خطای پیش‌بینی در سود به دو گروه خطای پیش‌بینی مثبت و خطای پیش‌بینی منفی دسته‌بندی می‌شود. این در حالی است که پژوهش‌های قبلی مانند هاتن، مارکوس و تهرانیان (۲۰۰۹) بیشتر به خطای پیش‌بینی سود پرداخته‌اند و تمایزی بین زمانی که سود واقعی بیشتر از سود پیش‌بینی شده است (بدبینی در پیش‌بینی سود) با زمانی که سود واقعی کمتر از سود پیش‌بینی شده است (خوش‌بینی در پیش‌بینی سود)، قائل نمی‌شوند؛ در حالی که این دو حالت ممکن است معانی مختلفی برای سرمایه‌گذاران داشته باشد، به همین دلیل نیاز است که پژوهش‌های مختلفی در این باره صورت پذیرد.

1. Conditional or Ex Post Conservatism
2. Unconditional Or Ex Ante Conservatism

در رابطه با تأثیر محافظه کاری بر واکنش بازار سهام به اخبار سود نیز، پژوهش‌هایی انجام شده است. کیم و پوزنر (۲۰۱۱) معتقدند که محافظه کاری شرطی، مدیران اغلب شرکت‌ها را ملزم می‌کند که اطلاعات خصوصی خود درباره اخبار منفی آتی را زودتر و بهنگام افشا کنند. سرمایه‌گذاران گزارش‌های اعلان سود شرکت‌های محافظه‌کارتر را درست‌تر و سودمندتر می‌دانند، در نتیجه هنگامی که شرکت‌های کمتر محافظه‌کار اخبار بد را اعلان می‌کنند، بازار نگران این است که افشای اخبار بد کامل نباشد و ممکن است واکنش قوی‌تری نشان دهد و قیمت سهام شرکت را بیشتر کاهش دهد. به‌طور معکوس، هنگام اعلان اخبار خوب برای شرکت‌های محافظه‌کارتر، بازار نگرانی کمتری نسبت به خوش‌بینی بیش از حد دارد و واکنش بیشتری نسبت به اعلان اخبار در شرکت‌های محافظه‌کار نشان می‌دهد.

پیشینه تجربی پژوهش

از آنجا که پیشینه بسیار کمی در زمینه تأثیر همزمان اعلان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه وجود دارد، در این بخش به پژوهش‌های گذشته مرتبط با یکی از دو اعلان سود میان‌دوره یا پیش‌بینی سود اشاره شده است.

چوی، کلی و سدکا (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «اخبار سود، سودهای مورد انتظار و بازده انباشته سهام» به بررسی رابطه بین تغییرات سود و بازده سهام انباشته پرداختند. نتایج آنان نشان داد بین اخبار سود و بازده سهام همزمان رابطه مستقیمی وجود دارد.

مایکلی، روبین و ودراشکو (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «شواهد بیشتری از زمان‌بندی استراتژیک اخبار سود: تحلیل روزهای هفته و ساعات روز» ثابت کردند که سودهای دارای اخبار بد در عصرهای جمعه اعلان می‌شوند که حاکی از رفتار فرصت‌طلبانه مدیران است.

کیم و ژانگ (۲۰۱۶) در پژوهشی با عنوان «محافظه کاری حسابداری و ریسک سقوط قیمت سهام» نتیجه گرفتند که محافظه کاری، انگیزه و توانایی مدیران را برای نشان دادن بیش از حد عملکرد و مخفی کردن اخبار بد برای سرمایه‌گذاران محدود می‌کند که در نتیجه ریسک سقوط آتی قیمت سهام کاهش می‌یابد.

بنیلوز (۲۰۰۷) در پژوهشی با عنوان «پیش‌بینی‌های سود مدیریت و افشای همزمان اخبار سود»، نشان داد زمانی که درباره عملکرد یک شرکت اخبار بد افشا می‌شود، پیش‌بینی مدیریت خوش‌بینانه صورت می‌پذیرد. در نهایت آزمون‌های واکنش بازار نشان دادند، مشارکت‌کنندگان بازار نسبت به پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه واکنش کمتری دارند.

قائمى و تقى‌زاده (۱۳۹۵) در پژوهش خود با عنوان «بررسى تأثیر ريسک اطلاعاتى و هزینه معاملات بر واکنش بازار سهام به اخبار سود» به این نتیجه رسیدند که شرکت‌هایی که اطلاعات عمومی کمتری دارند و سهامداران به‌صورت محرمانه از اخبار شرکت مطلع می‌شوند، ريسک اطلاعاتى بیشتری دارند و ريسک اطلاعاتى بیشتر، موجب واکنش اولیه بیشتری از جانب سرمایه‌گذاران به اعلامیه‌های سودهای فصلی می‌شود، اما در واکنش‌های بعدی تأثیری نمی‌گذارد.

فروغى و مهرداد (۱۳۹۴) در پژوهشى که با عنوان «بررسى واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سهم پیش‌بینی‌شده» انجام دادند، واکنش بازار به تعدیل منفی در سود هر سهم پیش‌بینی‌شده (خبر بد) و اعلام دیر هنگام این خبر را بررسی کردند. نتایج آنان نشان داد واکنش بازار به خبر بد منفی است، اما اعلام دیر هنگام، واکنش مثبتی در بازار ایجاد می‌کند. به‌علاوه، بین اخبار بد دیر هنگام و زود هنگام تفاوتی از نظر واکنش بازار وجود ندارد، اما اعلام دیر هنگام اخبار خوب با یک واکنش مثبت مواجه می‌شود.

خدایى‌پور و مالکى‌نیا (۱۳۹۱) در پژوهش خود با عنوان «بررسى رابطه بین میزان محافظه‌کارى شرطى و اخبار منفى آینده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران» نتیجه گرفتند شرکت‌هایی که محافظه‌کارى شرطى بیشتری اعمال می‌کنند، به‌واسطه شناسایی به‌موقع اخبار بد، احتمال انتشار اخبار بد آینده درباره آنها کاهش می‌یابد. همچنین نتایج آنان رابطه معنادارى بین محافظه‌کارى شرطى و واکنش بازار به اخبار خوب و بد را نشان داد.

با توجه به آنچه بیان شد، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر مطرح می‌شوند:

فرضیه ۱. میزان واکنش بازار سهام هنگام اعلان همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه برای اخبار بد بیشتر از اخبار خوب است.

فرضیه ۲. تأخیر در اعلان همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه، موجب افزایش (کاهش) میزان واکنش بازار سهام به اخبار خوب (بد) همزمان می‌شود.

فرضیه ۳. برای شرکت‌های با محافظه‌کارى بیشتر، میزان واکنش بازار سهام به اخبار خوب (اخبار بد) هنگام اعلان همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه، افزایش (کاهش) می‌یابد.

روش‌شناسی پژوهش

جامعه آماری پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه‌گیری با اعمال محدودیت‌هایی به شرح زیر انجام گرفت:

۱. سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند بوده و طی دوره بررسی تغییری نکرده باشد.
 ۲. طی دوره بررسی شرکت وقفه معاملاتی طولانی مدت نداشته باشد.
 ۳. داده‌های لازم برای آزمون فرضیه‌ها، در دسترس باشند.
 ۴. شرکت‌ها جزء شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری نباشند.
 ۵. سود میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سود سالانه شرکت همزمان یا حداکثر با اختلاف دو روز معاملاتی منتشر شده باشند و در اغلب دوره‌ها، این همزمانی اتفاق افتاده باشد.
 ۶. حداقل ۱۰ روز معاملاتی قبل و بعد از اعلان همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه، رویدادهای اثرگذار دیگری (مانند مجامع عمومی عادی سالانه و مجامع عمومی فوق‌العاده برای تصویب افزایش سرمایه) اتفاق نیفتاده باشد.
- دوره مطالعه از سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۳ به مدت ۷ سال است. بر این اساس، ۱۰۱ شرکت برای نمونه پژوهش انتخاب شدند، کل مشاهدات میان‌دوره - شرکت نیز ۱۲۷۴ است.

مدل‌های پژوهش

در فرضیه اول پژوهش، میزان واکنش بازار سهام هنگام اعلان همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و سودهای پیش‌بینی شده سالانه بین اخبار بد و اخبار خوب مقایسه می‌شود.

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 IEBN_{i,t} + \beta_2 EFBN_{i,t} + \beta_3 IEN_{i,t} + \beta_4 EFN_{i,t} + \beta_5 IEBN_{i,t} * IEN_{i,t} + \beta_6 EFBN_{i,t} * EFN_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} LOSS_{i,t} + \beta_{11} INST_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۱)$$

فرضیه دوم پژوهش نیز، تأثیر تأخیر در اعلان سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود را بر واکنش بازار سهام به اخبار خوب و بد آزمون می‌کند.

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 IEBN_{i,t} + \beta_2 EFBN_{i,t} + \beta_3 LATE_{i,t} + \beta_4 IEN_{i,t} + \beta_5 EFN_{i,t} + \beta_6 LATE_{i,t} \times IEN_{i,t} + \beta_7 LATE_{i,t} \times EFN_{i,t} + \beta_8 IEBN_{i,t} \times IEN_{i,t} + \beta_9 EFBN_{i,t} \times EFN_{i,t} + \beta_{10} LATE_{i,t} \times IEBN_{i,t} + \beta_{11} LATE_{i,t} \times EFBN_{i,t} + \beta_{12} LATE_{i,t} \times IEBN_{i,t} \times IEN_{i,t} + \beta_{13} LATE_{i,t} \times EFBN_{i,t} \times EFN_{i,t} + \beta_{14} SIZE_{i,t} + \beta_{15} LEV_{i,t} + \beta_{16} MB_{i,t} + \beta_{17} LOSS_{i,t} + \beta_{18} INST_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (۲)$$

فرضیه سوم پژوهش، تأثیر محافظه‌کاری را بر واکنش بازار به اخبار خوب و بد بررسی می‌کند.

$$\begin{aligned}
 CAR_{i,t} = & \alpha + \beta_1 IEBN_{i,t} + \beta_2 IEFN_{i,t} + \beta_3 IECONS_{i,t} + \beta_4 EFCONS_{i,t} \\
 & + \beta_5 IEN_{i,t} + \beta_6 EFN_{i,t} \\
 & + \beta_7 IEBN_{i,t} * IECONS_{i,t} \\
 & + \beta_8 EFBN_{i,t} * EFCONS_{i,t} + \beta_9 IEN_{i,t} * IECONS_{i,t} \\
 & + \beta_{10} EFN_{i,t} * EFCONS_{i,t} + \beta_{11} IEBN_{i,t} * IEN_{i,t} \\
 & + \beta_{12} EFBN_{i,t} * EFN_{i,t} + \beta_{13} IEBN_{i,t} * IEN_{i,t} \\
 & * IECONS_{i,t} + \beta_{14} EFBN_{i,t} * EFN_{i,t} * EFCONS_{i,t} \\
 & + \beta_{15} SIZE_{i,t} + \beta_{16} LEV_{i,t} + \beta_{17} MB_{i,t} + \beta_{18} LOSS_{i,t} \\
 & + \beta_{19} INST_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{۳}$$

متغیرهای پژوهش

متغیرهای پژوهش در قالب سه دسته متغیرهای وابسته، مستقل و کنترل به شرح زیر هستند.

متغیرهای وابسته

بازده غیرعادی انباشته سهام (CAR): در این پژوهش برای ارزیابی میزان واکنش بازار سهام به اخبار، از بازده غیرعادی انباشته سهام استفاده می‌شود. بازده غیرعادی انباشته سهام، از جمع بازده‌های غیرعادی روزانه سهام طی یک دوره زمانی مطابق رابطه ۴ به دست می‌آید. در این پژوهش همانند پژوهش فدایی‌نژاد و کامل‌نیا (۱۳۹۲) و خدای‌پور و مالکی‌نیا (۱۳۹۱) برای ارزیابی میزان واکنش بازار سهام حول اعلان سود، از بازده غیرعادی روزانه انباشته سهام برای فاصله زمانی پنج روز کاری قبل از اعلان سود تا پنج روز کاری پس از اعلان سود استفاده می‌شود.

$$CAR_{i,t} = \sum AR_{i,t}
 \tag{۴}$$

$CAR_{i,t}$ بازده غیرعادی انباشته سهام شرکت i در یک دوره زمانی و $AR_{i,t}$ بازده غیرعادی روزانه سهام شرکت i در روز بررسی است و عبارت است از تفاوت بین بازده واقعی سهم با بازده مورد انتظار آن سهم در آن روز که بر اساس مدل تعدیل‌شده بازار مطابق رابطه ۵ به دست می‌آید.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}
 \tag{۵}$$

$R_{i,t}$ بازده واقعی شرکت i در روز t و $R_{m,t}$ بازده بازار در روز t است که طبق رابطه ۶ محاسبه می‌شود.

$$R_{m,t} = \frac{TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}}{TEDPIX_{t-1}}
 \tag{۶}$$

در رابطه ۶، $TEDPIX_t$ شاخص کل قیمت و سود نقدی سهام در روز t و $TEDPIX_{t-1}$ شاخص کل قیمت و سود نقدی سهام در روز $t-1$.

متغیرهای مستقل

اخبار سود میان دوره‌ای (IEN): پژوهشگران برای مشخص کردن اخبار سود، رقم سود اعلان شده را با انتظارات بازار مقایسه می‌کنند، تفاوت بین سود واقعی و انتظارات بازار نشان‌دهنده اخبار و نوع آن است. محققان از دو روش برای کسب انتظارات بازار از سود شرکت استفاده کرده‌اند؛ یکی مدل‌های سری زمانی و دیگری پیش‌بینی‌های تحلیلگران (مرادی، صالحی و مهرداد، ۲۰۱۳). با توجه به این که بورس اوراق بهادار تهران بازاری نوظهور و توسعه نیافته است و پایگاه اطلاعاتی جامعی برای جمع‌آوری پیش‌بینی تحلیلگران وجود ندارد، در این پژوهش از مدل‌های سری زمانی برای محاسبه اخبار سود (اخبار سود میان دوره‌ای و اخبار سود پیش‌بینی شده سالانه) استفاده می‌شود. اخبار سود میان دوره‌ای به پیروی از تحقیق قائمی، جهانفر و رضایی (۱۳۹۱) به کمک رابطه ۷ و از طریق محاسبه سود غیرمنتظره به دست می‌آید.

$$IEN = \frac{E_{Q,t} - [E_{Q,t-1} * (1 + G_t)]}{|E_{Q,t-1} * (1 + G_t)|} \quad \text{رابطه ۷}$$

IEN سود غیرمنتظره که به عنوان اخبار سود میان دوره‌ای در نظر گرفته می‌شود؛ $E_{Q,t}$ سود خالص اعلان شده میان دوره Q در سال t ؛ $E_{Q,t-1}$ سود خالص اعلان شده میان دوره Q در سال قبل t و G_t نرخ رشد آخرین سود پیش‌بینی شده سالانه نسبت به سود خالص واقعی سال قبل که با استفاده از رابطه ۸ محاسبه می‌شود.

$$G_t = \frac{EF_t - EA_{t-1}}{|EA_{t-1}|} \quad \text{رابطه ۸}$$

EF_t آخرین سود هر سهم پیش‌بینی شده سالانه و EA_{t-1} سود خالص واقعی سال قبل است. شایان ذکر است که متغیر IEN به تنهایی نشان‌دهنده اخبار سود میان دوره است، اما هنگامی که در مدل پژوهشی وارد شود که دارای اثر تعاملی است، تأثیر اخبار خوب سود میان دوره را نشان می‌دهد. با استفاده از متغیر IEN دو متغیر $IEBN$ و $IEBN \times IEN$ به دست می‌آید و به کمک این سه متغیر می‌توان فرضیه‌ها را آزمود. در این حالت ضریب IEN نشان‌دهنده تأثیر هر واحد اخبار خوب سود میان دوره و جمع ضرایب IEN و $IEBN \times IEN$ نشان‌دهنده تأثیر هر واحد اخبار بد سود میان دوره در سطح مشخصی از اخبار سود میان دوره است. $IEBN$ متغیر مجازی اخبار بد سود میان دوره است؛ به طوری که اگر اخبار سود میان دوره منفی باشد، عدد ۱ می‌گیرد و در غیر این صورت عدد صفر به آن اختصاص داده می‌شود. $IEBN \times IEN$ میزان اخبار بد سود میان دوره است و اگر اخبار سود میان دوره بد باشد، عدد ۱ می‌گیرد و در غیر این صورت به آن عدد صفر تعلق می‌گیرد.

اخبار سود پیش‌بینی‌شده سالانه (EFN): در این پژوهش برای محاسبه اخبار پیش‌بینی سود سالانه که بعد از پایان هر میان‌دوره ارائه می‌شود، از مدل‌های سری زمانی استفاده شده است و به پیروی از پژوهش فروغی و مهرداد (۱۳۹۴)، درصد تعدیل سود هر سهم پیش‌بینی‌شده سالانه، نشان‌دهنده اخبار سود پیش‌بینی‌شده سالانه است که از رابطه ۹ محاسبه می‌شود.

$$EFN = \frac{EF_t - EF_{t-1}}{|EF_{t-1}|} \quad \text{رابطه ۹}$$

EFN اخبار سود پیش‌بینی‌شده سالانه (درصد تعدیل سود هر سهم پیش‌بینی‌شده سالانه)، EF_t سود هر سهم پیش‌بینی‌شده سالانه که بعد از پایان هر میان‌دوره ارائه می‌شود و EF_{t-1} آخرین سود هر سهم پیش‌بینی‌شده سالانه قبلی است که بعد از پایان میان‌دوره قبل ارائه شده است. برای میان‌دوره اول، آخرین سود هر سهم پیش‌بینی‌شده سالانه قبلی برابر است با اولین سود هر سهم پیش‌بینی‌شده سالانه سال جاری.

متغیر EFN به تنهایی نشان‌دهنده اخبار پیش‌بینی سود سالانه است، اما هنگامی که در مدل پژوهشی وارد شود که دارای اثر تعاملی است، تأثیر اخبار خوب پیش‌بینی سود سالانه را نشان می‌دهد. به کمک متغیر EFN دو متغیر EFBN و $EFBN \times EFN$ به دست می‌آید که با استفاده از این سه متغیر می‌توان فرضیه‌ها را آزمود. در این حالت ضریب EFN نشان‌دهنده تأثیر هر واحد اخبار خوب پیش‌بینی سود سالانه و جمع ضرایب EFN و $EFBN \times EFN$ نشان‌دهنده تأثیر هر واحد اخبار بد پیش‌بینی سود سالانه در سطح مشخصی از اخبار پیش‌بینی سود سالانه است. EFBN متغیر مجازی اخبار بد پیش‌بینی سود است که اگر اخبار پیش‌بینی سود منفی باشد، برابر با ۱ است و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد. $EFBN \times EFN$ اخبار بد پیش‌بینی سود است؛ به طوری که اگر اخبار پیش‌بینی سود بد باشد، برابر با ۱ و در غیر این صورت صفر است.

تأخیر در گزارشگری (LATE): با الهام از تحقیق سنگوپتا (۲۰۰۴) برای محاسبه این متغیر، تاریخ گزارش اعلان سودهای میان‌دوره‌ای و سودهای پیش‌بینی‌شده سالانه شرکت‌ها از سیستم جامع اطلاع‌رسانی ناشران بورس اوراق بهادار تهران (کدال) استخراج شده و فاصله زمانی بین تاریخ پایان میان‌دوره (۴/۳۱ و ۶/۳۱ و ۹/۳۰) با تاریخ اعلان همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و سودهای پیش‌بینی‌شده سالانه شمارش می‌شود؛ سپس متغیر مجازی تأخیر در گزارشگری به این صورت تعریف خواهد شد که اگر فاصله زمانی اعلان همزمان سودهای میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالانه بیشتر از یک ماه از پایان میان‌دوره باشد برابر با ۱ است و در غیر این صورت عدد

صفر به آن تعلق می‌گیرد. تأثیر این متغیر از طریق بررسی اثر تعاملی آن با متغیرهای *IEN* و *EFN* و *IEBN* در مدل فرضیه سوم سنجیده می‌شود.

محافظه‌کاری در سود میان‌دوره (IECONS): برای اندازه‌گیری محافظه‌کاری از مدل تعدیل‌شده باسو که توسط شروف و ونکتارا مان (۲۰۱۳) استفاده شده است، کمک گرفته می‌شود.

$$\Delta E_{i,t} = \alpha + \beta_1 D + \beta_2 Ret_{i,t} + \beta_3 Ret_{i,t} \times D + \varepsilon_{i,t} \quad (\text{رابطه } 10)$$

$\Delta E_{i,t}$ معرف سود هر سهم میان‌دوره‌ای فعلی منهای سود هر سهم میان‌دوره‌ای متناظر سال قبل تقسیم بر قیمت سهم در ابتدای میان‌دوره؛ $Ret_{i,t}$ بازده سهام شرکت i طی میان‌دوره t و D یک متغیر مجازی است که اگر بازده سهام شرکت در مجموع میان‌دوره منفی باشد (اخبار بد) و در غیر این صورت صفر است.

در این پژوهش برای بررسی اثر محافظه‌کاری بر واکنش سرمایه‌گذاران به افشای اخبار شرکت‌ها، ابتدا مدل رگرسیونی فوق به صورت سری زمانی برای هر شرکت و برای ۱۸ میان‌دوره برآورد شد تا محافظه‌کاری هر شرکت در طول زمان مشخص شود. ضریب B_3 رگرسیون نشان‌دهنده میزان محافظه‌کاری سود شرکت طی زمان است. در مرحله بعد، شرکت‌ها بر اساس ضریب B_3 حاصل از رگرسیون، به صورت نزولی از بیشترین به کمترین ضریب مرتب شدند. در این مرحله شرکت‌های قرارگرفته در یک سوم بالایی طبقه‌بندی، شرکت‌های دارای محافظه‌کاری بالا هستند. در نهایت *IECONS* این‌گونه تعریف می‌شود که به شرکت‌هایی با محافظه‌کاری زیاد عدد ۱ و در غیر این صورت عدد صفر تعلق می‌گیرد. تأثیر این متغیر از طریق بررسی اثر تعاملی آن با متغیرهای *IEN* و *IEBN* در مدل فرضیه چهارم سنجیده خواهد شد.

محافظه‌کاری در پیش‌بینی سود (EFCONS): براساس رابطه ۱۱ به دست می‌آید:

$$MEF_{i,t} = AE_{i,t} - EF_{i,t} \quad (\text{رابطه } 11)$$

$MEF_{i,t}$ خطای پیش‌بینی سود مدیریت در سال t ؛ $AE_{i,t}$ سود واقعی شرکت در سال t و $EF_{i,t}$ سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت در میان‌دوره مد نظر.

اگر خطای پیش‌بینی سود مثبت باشد، نشان‌دهنده محافظه‌کاری در پیش‌بینی سود است. پس از محاسبه محافظه‌کاری در پیش‌بینی سود برای همه شرکت‌ها و در همه میان‌دوره‌ها، شرکت‌های نمونه بر اساس میزان محافظه‌کاری در پیش‌بینی سود در هر یک از میان‌دوره‌ها مرتب شدند. بنابراین متغیر *EFCONS* به این صورت تعریف می‌شود که اگر میزان محافظه‌کاری در پیش‌بینی سود شرکت در میان‌دوره سه‌ماهه، شش‌ماهه یا نه‌ماهه در یک سوم

بالایی کل شرکت‌های نمونه باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت صفر به آن تعلق می‌گیرد. تأثیر این متغیر از طریق بررسی اثر تعاملی آن با متغیرهای *EFN* و *EFBN* در مدل فرضیه چهارم سنجیده می‌شود.

متغیرهای کنترلی

در این پژوهش از متغیرهای کنترلی زیر استفاده شده است:

SIZE: نشان‌دهنده اندازه شرکت است و از طریق لگاریتم طبیعی ارزش بازار کل سهام شرکت در پایان هر میان‌دوره مالی به دست می‌آید. انتظار می‌رود بین اندازه شرکت و نرخ بازده مورد انتظار از سهام آن، رابطه منفی وجود داشته باشد (باقرزاده، ۱۳۸۴).

LEV: اهرم مالی شرکت را نشان می‌دهد و از تقسیم بدهی‌های بلندمدت بر جمع کل دارایی‌ها در پایان دوره به دست می‌آید. استفاده از اهرم مالی موجب افزایش ریسک می‌شود و تفاوت شرکت‌ها در استفاده از اهرم به تفاوت بازدهی مورد انتظار سرمایه‌گذاران می‌انجامد. بنابراین هرچه بر میزان اهرم مالی افزوده شود، بازدهی مورد انتظار نیز افزایش می‌یابد (یعقوب‌نژاد، سعیدی و روضه‌ای، ۱۳۸۸).

MB: این نسبت از لگاریتم طبیعی تقسیم ارزش بازار شرکت (حاصل ضرب تعداد سهام منتشر شده و در دست سهامداران در قیمت بازار سهام) بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه آن در پایان دوره به دست می‌آید. انتظار می‌رود بین نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام و بازده سهام، رابطه معکوس وجود داشته باشد (باقرزاده، ۱۳۸۴).

LOSS: اگر شرکت زیان داشته باشد برابر با ۱ است و در غیر این صورت به آن صفر تعلق می‌گیرد. زیان ده بودن می‌تواند نشانه‌ای از بحران مالی باشد و انتظار آن است که واکنش بازار به شرکت‌هایی که زیان پیش‌بینی می‌کنند، متفاوت باشد (ژو، ۲۰۱۰).

INST (نسبت سهامداران نهادی): در استاندارد حسابداری شماره ۲۰ ایران سرمایه‌گذاری، در ۲۰ درصد سهام دارای حق رأی واحد سرمایه‌پذیر به نفوذ شایان توجهی منجر می‌شود. بنابراین در این پژوهش برای شرکت‌هایی که در ترکیب آنها سرمایه‌گذار نهادی با درصد سهامداری بالای ۲۰ درصد وجود داشته باشد، عدد ۱ و در غیر این صورت صفر داده می‌شود. سنگوپتا (۲۰۰۴) بیان می‌کند که تحقیقات مختلف رابطه مثبت بین افشای اختیاری اخبار و مالکیت نهادی را مستند کرده‌اند.

یافته‌های پژوهش

آمار توصیفی

همان‌طور که در جدول ۱ مشاهده می‌شود، میانگین و میانه تأخیر در اعلان سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالانه، به ترتیب برابر با ۳۳/۶۴ و ۳۱ است که نشان می‌دهد حداقل نیمی از گزارش‌های اعلان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی‌های سود سالانه در مهلت زمانی تعیین شده افشا شده‌اند. یکی از مهم‌ترین متغیرهای استفاده‌شده در این پژوهش، اخبار سود میان‌دوره است که میانگین و میانه آن مثبت به‌دست آمده و نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر اخبار خوب هستند. از سوی دیگر، انحراف معیار زیاد آن، نشان می‌دهد که پراکندگی اخبار سود میان‌دوره زیاد است. متغیر اصلی مهم دیگر این پژوهش اخبار پیش‌بینی سود است که میانه آن صفر به‌دست آمد، ولی میانگین منفی است و نشان می‌دهد میزان اخبار بد موجود در پیش‌بینی‌های سود بیشتر از اخبار خوب است. در مقایسه با اخبار سود میان‌دوره، انحراف معیار و تفاوت بین بیشینه و کمینه اخبار پیش‌بینی سود کمتر است که نشان‌دهنده پراکندگی کمتر داده‌های متغیر اخبار پیش‌بینی سود نسبت به اخبار سود میان‌دوره است.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای مدل پژوهش

عنوان متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
بازده دوره رویداد	CAR	۰/۲۱۱	-۱/۴۰۱	۱۱۸/۸۱۰	-۳۸/۹۰۷	۱۱/۷۱۸
متغیر مجازی تأخیر	LATE	۰/۴۲۷	۰	۱	۰	۰/۴۹۴
اخبار سود میان‌دوره	IEN	۰/۶۷۸	۰/۱۳۵	۱۴۲/۴۴۳	-۱۰۷/۹۶۴	۷/۰۴۲
اخبار بد سود میان‌دوره	IEN×IEBN	-۰/۳۹۱	۰	۰	-۱۰۷/۹۶۴	۳/۶۳۳
اخبار پیش‌بینی سود	EFN	۰/۰۵۷	۰	۳۴/۱۴۳	-۴۱/۰۹۱	۱/۶۹۳
اخبار بد پیش‌بینی سود	EFN×EFBN	-۰/۱۱۲	۰	۰	-۴۱/۰۹۱	۱/۲۵۴
محافظه‌کاری سود میان‌دوره	IECONS	۰/۴۰۵	۰	۱	۰	۰/۴۹۱
محافظه‌کاری در پیش‌بینی	EFCONS	۰/۶۵۶	۱	۱	۰	۰/۴۷۵
اندازه شرکت	SIZE	۲۷/۶۲۹	۲۷/۳۹۰	۳۲/۷۱۲	۲۳/۲۶۰	۱/۷۳۹
اهرم مالی	LEV	۰/۶۳۹	۰/۶۵۹	۱/۱۲۹	۰/۰۹۷	۰/۱۵۶
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۰/۸۳۱	۰/۸۲۸	۴/۹۷۳	-۱/۳۸۶	۰/۷۵۰
زیان	LOSS	۰/۰۶۳	۰	۱	۰	۰/۲۴۴
سهامدار نهادی	INST	۰/۸۱۴	۱	۱	۰	۰/۳۸۸

آمار استنباطی

در این پژوهش برای رسیدن به اهداف تدوین شده، ابتدا باید پیش‌آزمون‌های لازم برای تعیین نوع آزمون اصلی اجرا شود که در ادامه نتایج این پیش‌آزمون‌ها و آزمون اصلی ارائه می‌شود.

آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

برای تجزیه و تحلیل داده‌های هر یک از مدل‌های بیان شده، لازم است قبل از پردازش آنها و آزمون فرضیه‌ها، فروض کلاسیک مدل آزمون شود. این آزمون‌ها شامل آزمون همسانی واریانس باقی‌مانده‌ها، آزمون خودهمبستگی، آزمون F لیمر و آزمون هاسمن است. نتایج به‌دست آمده در جدول ۲ مشاهده می‌شود.

نتایج آزمون ناهمسانی واریانس نشان می‌دهد برای مدل‌های پژوهش، روش تخمین مدل‌های مورد بررسی به‌صورت رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته است. نتایج آزمون خودهمبستگی نشان می‌دهد که مشکل خودهمبستگی وجود ندارد. بر اساس نتایج آزمون F لیمر، این مدل‌ها باید به‌صورت تابلویی برآورد شوند و در نهایت، نتیجه آزمون هاسمن بیان‌کننده این است که برای همه مدل‌ها باید از داده‌ها تابلویی با اثرهای ثابت استفاده کرد.

جدول ۲. آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

مدل	آزمون ناهمسانی واریانس		آزمون خودهمبستگی		آزمون F لیمر		آزمون هاسمن	
	آماره آزمون	سطح معناداری	آماره آزمون	سطح معناداری	آماره آزمون	سطح معناداری	آماره آزمون	سطح معناداری
اول	۱۱۶/۴۵۰	۰/۰۰۰	۱/۸۶۱	۰/۱۷۲	۱/۳۹۲	۰/۰۰۸	۳۳/۳۲۷	۰/۰۰۰
دوم	۲۱۹/۴۷۷	۰/۰۰۰	۱/۲۹۰	۰/۲۵۶	۱/۴۱۹	۰/۰۰۵	۴۱/۴۸۴	۰/۰۰۱
سوم	۲۸۷/۳۶۷	۰/۰۰۰	۱/۲۱۳	۰/۲۷۰	۱/۳۰۳	۰/۰۲۸	۴۲/۷۷۳	۰/۰۰۱

نتایج تخمین فرضیه اول پژوهش

نتایج تخمین مدل فرضیه اول در جدول ۳ ارائه شده است. مقدار F رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد برای این مدل دارای اعتبار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل‌شده نشان می‌دهد ۱۰ درصد تغییرات متغیر وابسته، از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود.

ضریب اخبار سود میان‌دوره (β_3) نشان‌دهنده تأثیر اخبار خوب سود میان‌دوره و ضریب اخبار پیش‌بینی سود (β_4) نشان‌دهنده تأثیر اخبار خوب پیش‌بینی سود بر واکنش بازار سهام است. جمع ضریب $\beta_3 + \beta_5$ تأثیر اخبار بد سود میان‌دوره و جمع ضریب $\beta_4 + \beta_6$ نیز تأثیر اخبار بد

پیش بینی سود بر بازده سهام را نشان می دهد. برای تأیید یا رد فرضیه اول می توان گفت جمع ضریب $\beta_3 + \beta_4$ نشان دهنده تأثیر اخبار خوب سود میان دوره و پیش بینی سود بر واکنش سرمایه گذاران است؛ با توجه به نتایج آزمون والد نیز، مجموع اخبار خوب سود میان دوره و پیش بینی سود تأثیر مثبت و معناداری بر واکنش سرمایه گذاران دارد، اما ضریب $\beta_5 + \beta_6 + \beta_7 + \beta_8$ که نشان دهنده تأثیر اخبار بد همزمان سودهای میان دوره ای و پیش بینی سود بر واکنش بازار سهام است، معنادار نیست؛ به بیان دیگر، اثر کلی هر دو اخبار بد سود میان دوره و پیش بینی سود، تأثیر معناداری بر واکنش سرمایه گذاران ندارد. به بیان دیگر می توان گفت در سطح مشخصی از اخبار سود میان دوره و پیش بینی سود سالانه، تفاوت معناداری بین واکنش بازار به اخبار همزمان سودهای میان دوره ای و پیش بینی های سود سالانه خوب و بد وجود ندارد، بنابراین فرضیه اول پژوهش تأیید نمی شود.

جدول ۳. نتایج تخمین مدل اول پژوهش

$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 IEBN_{i,t} + \beta_2 EFBN_{i,t} + \beta_3 IEN_{i,t} + \beta_4 EFN_{i,t} + \beta_5 IEBN_{i,t} * IEN_{i,t} + \beta_6 EFBN_{i,t} * EFN_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} LOSS_{i,t} + \beta_{11} INST_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
متغیر مجازی اخبار بد سود میان دوره	IEBN	-۰/۶۳۱	-۱/۱۵۷	۰/۳۴۷
متغیر مجازی اخبار بد پیش بینی سود	EFBN	-۳/۱۴۰	-۴/۱۷۸	۰/۰۰۰
اخبار سود میان دوره	IEN	۰/۱۸۱	۲/۷۰۶	۰/۰۰۶
اخبار پیش بینی سود	EFN	۰/۷۱۷	۱/۸۲۱	۰/۰۶۸
اخبار بد سود میان دوره	IEBN*IEN	-۰/۲۲۹	-۲/۲۴۷	۰/۰۲۴
اخبار بد پیش بینی سود	EFBN*EFN	-۰/۴۷۹	-۱/۰۹۴	۰/۲۷۳
اندازه شرکت	SIZE	-۲/۱۱۰	-۴/۲۴۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۳/۸۲۷	۱/۳۶۲	۰/۱۷۳
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۰/۵۲۶	۰/۸۳۱	۰/۴۰۵
زیان	LOSS	-۱/۸۵۳	-۱/۴۲۱	۰/۱۵۵
سهامدار نهادی	INST	۱/۱۲۸	۱/۲۶۷	۰/۲۰۵
عرض از مبدأ	C	۵۵/۳۸۶	۳/۹۳۱	۰/۰۰۰
آزمون والد	$\beta_7 + \beta_8$	۰/۸۹۹	۵/۰۶۸	۰/۰۲۴
	$\beta_7 + \beta_8 + \beta_9 + \beta_{10}$	۰/۱۹۰	۰/۱۹۰	۰/۸۱۱
آماره F	۲/۲۹۵	معناداری آماره F		۰/۰۰۰
		ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۰۱

نتایج تخمین فرضیه دوم پژوهش

نتایج تخمین فرضیه دوم در جدول ۴ درج شده است. مدل در سطح اطمینان ۹۵ درصد معنادار است و ضریب تعیین تعدیل شده نشان می‌دهد کمابیش ۱۳ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود.

ضریب متغیر اخبار سود میان‌دوره با تأخیر اعلان شده (β_6) معنادار و مثبت است که نشان می‌دهد تأخیر در اعلان سود میان‌دوره موجب افزایش واکنش بازار به اخبار خوب سود میان‌دوره می‌شود. از سوی دیگر، جمع ضرایب $\beta_6 + \beta_{12}$ که نشان‌دهنده تفاوت واکنش بازار بین اخبار بد سود میان‌دوره با تأخیر اعلان شده و اخبار بد سود میان‌دوره به موقع اعلان شده است، معنادار نیست؛ بنابراین می‌توان گفت که تأخیر در اعلان سود میان‌دوره تأثیر معناداری بر واکنش بازار به اخبار بد سود میان‌دوره ندارد.

ضریب β_7 نشان‌دهنده تفاوت واکنش بازار بین اخبار خوب پیش‌بینی سود با تأخیر اعلان شده و به موقع اعلان شده است. این ضریب معنادار و مثبت است که نشان می‌دهد تأخیر در اعلان پیش‌بینی سود موجب افزایش واکنش بازار به اخبار خوب پیش‌بینی سود می‌شود. از سوی دیگر، جمع ضرایب $\beta_7 + \beta_{13}$ که نشان‌دهنده تفاوت واکنش بازار بین اخبار بد پیش‌بینی سود با تأخیر اعلان شده و اخبار بد پیش‌بینی سود به موقع اعلان شده است، معنادار و منفی است؛ بنابراین می‌توان گفت که تأخیر در اعلان پیش‌بینی سود موجب کاهش واکنش بازار به اخبار بد پیش‌بینی سود می‌شود.

جمع ضرایب $\beta_6 + \beta_7$ نشان‌دهنده تفاوت واکنش بازار به اخبار خوب سود میان‌دوره و اخبار خوب پیش‌بینی سود همزمان بین اعلان با تأخیر و اعلان به موقع است. همان‌گونه که نتایج جدول نشان می‌دهد مجموع این ضرایب مثبت و معنادار است که نشان می‌دهد تأخیر در اعلان همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سود باعث افزایش واکنش بازار به اخبار خوب می‌شود. از سوی دیگر، جمع ضرایب $\beta_6 + \beta_7 + \beta_{12} + \beta_{13}$ که نشان‌دهنده تفاوت واکنش بازار به اخبار بد سود میان‌دوره و اخبار بد پیش‌بینی سود همزمان بین اعلان با تأخیر و اعلان به موقع است، معنادار و منفی به دست آمد.

این نتایج نشان می‌دهد تأخیر در اعلان همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سود سالانه، موجب کاهش شدت واکنش بازار به اخبار بد می‌شود. با توجه به مجموع توضیحات فوق می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۵ درصد فرضیه دوم به تأیید می‌رسد.

جدول ۴. نتایج تخمین مدل دوم پژوهش

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 IEBN_{i,t} + \beta_2 EFBN_{i,t} + \beta_3 LATE_{i,t} + \beta_4 IEN_{i,t} + \beta_5 EFN_{i,t} + \beta_6 LATE_{i,t} * IEN_{i,t} + \beta_7 I_{i,t} * EFN_{i,t} + \beta_8 IEBN_{i,t} * IEN_{i,t} + \beta_9 EFBN_{i,t} * EFN_{i,t} + \beta_{10} LATE_{i,t} * IEBN_{i,t} + \beta_{11} LATE_{i,t} * FBN_{i,t} + \beta_{12} LATE_{i,t} * IEBN_{i,t} * IEN_{i,t} + \beta_{13} LATE_{i,t} * EFBN_{i,t} * EFN_{i,t} + \beta_{14} SIZE_{i,t} + \beta_{15} LEV_{i,t} + \beta_{16} MB_{i,t} + \beta_{17} LOSS_{i,t} + \beta_{18} INST_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	معناداری
متغیر مجازی اخبار بد سود میان دوره	IEBN	-۱/۰۰۰	-۱/۴۹۰	۰/۱۳۶
متغیر مجازی اخبار بد پیش بینی سود	EFBN	-۰/۶۴۰	-۰/۵۹۳	۰/۵۵۲
متغیر مجازی تأخیر در اعلان سود همزمان	LATE	-۰/۶۵۵	-۰/۸۹۷	۰/۳۶۹
اخبار بد سود میان دوره	IEN	۰/۰۰۹	-۰/۱۱۳	۰/۹۰۹
اخبار بد پیش بینی سود	EFN	۰/۳۱۹	-۰/۵۳۰	۰/۵۹۶
اخبار بد سود میان دوره با تأخیر اعلان شده	LATE×IEN	۰/۴۵۷	۴/۰۷۶	۰/۰۰۰
اخبار بد پیش بینی سود با تأخیر اعلان شده	LATE×EFN	۲/۰۳۰	۲/۲۲۴	۰/۰۲۶
اخبار بد سود میان دوره	IEBN×IEN	۰/۰۶۱	-۰/۳۴۶	۰/۷۲۹
اخبار بد پیش بینی سود	EFBN×EFN	۵/۷۳۳	۳/۱۶۳	۰/۰۰۱
متغیر مجازی اخبار بد سود میان دوره با تأخیر اعلان	LATE×IEBN	۱/۰۹۲	۱/۰۰۳	۰/۳۱۶
متغیر مجازی اخبار بد پیش بینی سود با تأخیر اعلان	LATE×EFBN	-۳/۵۲۵	-۲/۳۶۶	۰/۰۱۸
اخبار بد سود میان دوره با تأخیر اعلان شده	LATE×IEBN×IEN	-۰/۶۰۳	-۲/۹۴۱	۰/۰۰۳
اخبار بد پیش بینی سود با تأخیر اعلان شده	LATE×EFBN×EFN	-۷/۷۹۷	-۳/۹۲۷	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۲/۱۳۵	-۴/۲۷۵	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۳/۷۶۷	۱/۳۳۰	۰/۱۸۳
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۰/۴۸۰	-۰/۷۵۶	۰/۴۴۹
زبان	LOSS	-۱/۲۲۳	-۰/۹۱۶	۰/۳۵۹
سهامدار نهادی	INST	۱/۱۹۴	۱/۳۳۵	۰/۱۸۵
عرض از مبدا	C	۵۶/۱۲۴	۳/۹۶۸	۰/۰۰۰
آزمون والد	$\beta_6 + \beta_{12}$	-۰/۱۴۵	-۰/۷۱۷	۰/۳۹۷
	$\beta_7 + \beta_{13}$	-۵/۷۶۷	۱۰/۶۴۲	۰/۰۰۱
	$\beta_8 + \beta_9$	۲/۴۸۷	۷/۳۹۱	۰/۰۰۶
	$\beta_8 + \beta_9 + \beta_{12} + \beta_{13}$	-۵/۹۱۲	۱۱/۱۷۸	۰/۰۰۰
آماره F	۲/۵۸۹		معناداری آماره F	۰/۰۰۰
		ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۲۸	

جدول ۵. نتایج تخمین مدل سوم پژوهش

$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 IEBN_{i,t} + \beta_2 EFBN_{i,t} + \beta_3 IECONS_{i,t} + \beta_4 EFCONS_{i,t} + \beta_5 IEN_{i,t} + \beta_6 EFN_{i,t} + \beta_7 IEBN_{i,t} * IECONS_{i,t} + \beta_8 EFBN_{i,t} * EFCONS_{i,t} + \beta_9 IEN_{i,t} * IECONS_{i,t} + \beta_{10} EFN_{i,t} * EFCONS_{i,t} + \beta_{11} IEBN_{i,t} * IEN_{i,t} + \beta_{12} EFBN_{i,t} * EFN_{i,t} + \beta_{13} IEBN_{i,t} * IEN_{i,t} * IECONS_{i,t} + \beta_{14} EFBN_{i,t} * EFN_{i,t} * EFCONS_{i,t} + \beta_{15} SIZE_{i,t} + \beta_{16} LEV_{i,t} + \beta_{17} MB_{i,t} + \beta_{18} LOSS_{i,t} + \beta_{19} INST_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
معناداری	آماره t	ضریب	نماد متغیر	نام متغیر
۰/۱۶۹	-۱/۳۷۴	-۰/۹۰۳	IEBN	متغیر مجازی اخبار بد سود میان دوره
۰/۰۰۱	-۳/۳۴۹	-۲/۸۳۲	EFBN	متغیر مجازی اخبار بد پیش بینی سود
۰/۲۹۶	-۱/۰۴۴	-۳/۹۴۹	IECON	متغیر مجازی محافظه کاری در سود میان دوره
۰/۰۵۶	۱/۹۱۱	۱/۲۸۳	EFCONS	متغیر مجازی محافظه کاری در پیش بینی سود
۰/۵۶۵	۰/۵۷۴	۰/۰۴۴	IEN	اخبار سود میان دوره
۰/۰۰۰	۴/۴۸۱	۴/۳۹۴	EFN	اخبار پیش بینی سود
۰/۰۹۰	۱/۶۹۵	۲/۱۱۴	IEBN×IECONS	متغیر مجازی اخبار بد سود میان دوره در حالت وجود محافظه کاری در سود میان دوره
۰/۵۴۸	۰/۶۰۰	۱/۰۵۶	EFBN×EFCONS	متغیر مجازی اخبار بد پیش بینی سود در حالت وجود محافظه کاری در پیش بینی سود
۰/۰۰۰	۳/۶۳۲	۰/۴۱۱	IEN×IECONS	اخبار سود میان دوره در حالت وجود محافظه کاری در سود میان دوره
۰/۰۰۰	-۴/۰۹۲	-۴/۳۳۰	EFN×EFCONS	اخبار پیش بینی سود در حالت وجود محافظه کاری در پیش بینی سود
۰/۲۵۷	-۱/۱۳۳	-۰/۱۱۶	IEBN×IEN	اخبار بد سود میان دوره
۰/۰۰۰	-۴/۱۵۵	-۴/۱۵۳	EFBN×EFN	اخبار بد پیش بینی سود
۰/۷۳۶	۰/۳۳۶	۰/۲۹۰	IEBN×IEN×IECONS	اخبار بد سود میان دوره در حالت وجود محافظه کاری در سود میان دوره
۰/۰۰۰	۵/۰۱۰	۱۰/۸۸۱	EFBN×EFN×EFCONS	اخبار بد پیش بینی سود در حالت وجود محافظه کاری در پیش بینی سود
۰/۰۰۰	-۴/۱۲۰	-۲/۰۵۵	SIZE	اندازه شرکت
۰/۲۰۷	۱/۲۶۰	۳/۵۹۷	LEV	اهرم مالی
۰/۴۲۳	۰/۸۰۱	۰/۵۰۱	MB	ارزش بازار به ارزش دفتری
۰/۵۰۰	-۰/۶۷۴	-۰/۹۵۶	LOSS	زیان
۰/۳۱۴	۱/۰۰۶	۰/۸۹۴	INST	سهامدار نهادی
۰/۰۰۰	۳/۸۶۶	۵۴/۶۹۱	C	عرض از مبدأ
۰/۰۰۰	۲۰/۳۲۴	۴/۴۳۹	$\beta_5 + \beta_6$	آزمون والد
۰/۰۰۰	۱۳/۵۴۸	-۳/۹۱۹	$\beta_9 + \beta_{10}$	
۰/۴۳۰	۰/۶۲۱	۰/۱۶۹	$\beta_5 + \beta_6 + \beta_{11} + \beta_{12}$	
۰/۰۰۰	۱۱/۱۲۰	۷/۲۵۲	$\beta_9 + \beta_{10} + \beta_{13} + \beta_{14}$	
۰/۰۰۰	معناداری آماره F		۲/۷۱۵	آماره F
-۰/۱۲۸			ضریب تعیین تعدیل شده	

نتایج تخمین فرضیه سوم پژوهش

نتایج تخمین مدل فرضیه سوم در جدول ۵ ارائه شده است. مقدار F رگرسیون در سطح اطمینان ۹۵ درصد دارای اعتبار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده (۰/۱۳۸) نشان می‌دهد کمابیش ۱۴ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود.

از آنجا که در این پژوهش، تأثیر محافظه‌کاری بر واکنش بازار به اخبار همزمان سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود باید تأثیر هر دو ضرایب سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود یک جا بررسی شود. جمع ضرایب $\beta_5 + \beta_6$ تأثیر اخبار خوب سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود در حالت عدم محافظه‌کاری را نشان می‌دهد که مثبت و معنادار است. جمع ضرایب $\beta_5 + \beta_6 + \beta_7 + \beta_8$ نیز نشان‌دهنده اثر اخبار خوب سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود بر واکنش بازار سهام در حالت وجود محافظه‌کاری است. از آنجا که جمع ضرایب $\beta_9 + \beta_{10}$ منفی و معنادار است، می‌توان گفت که در اعلان‌های همزمان سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود، محافظه‌کاری موجب کاهش واکنش بازار سهام به اخبار خوب می‌شود. از سوی دیگر، جمع ضرایب $\beta_5 + \beta_6 + \beta_{11} + \beta_{12}$ تأثیر اخبار بد پیش‌بینی سود و سود میان‌دوره در حالت عدم محافظه‌کاری را نشان می‌دهد که معنادار نیست. جمع ضرایب $\beta_9 + \beta_{10} + \beta_{13} + \beta_{14}$ نیز تأثیر محافظه‌کاری را بر واکنش بازار به اخبار بد همزمان بررسی می‌کند یا به عبارت دیگر نشان دهنده تفاوت واکنش بازار به مجموع اخبار بد سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالیانه در دو حالت عدم وجود محافظه‌کاری در سودهای میان‌دوره و پیش‌بینی سودهای سالیانه و حالت وجود محافظه‌کاری می‌باشد که مثبت و معنادار است، بنابراین در حالت وجود اخبار بد سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود، محافظه‌کاری موجب افزایش واکنش بازار به اخبار بد همزمان سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود می‌شود. با توجه به این توضیحات، می‌توان گفت که در سطح اطمینان ۹۵ درصد محافظه‌کاری موجب کاهش (افزایش) واکنش بازار سهام به اخبار خوب (بد) می‌شود؛ بنابراین فرضیه سوم پژوهش به تأیید نمی‌رسد.

نتیجه‌گیری

همزمانی اعلان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه در بازار بورس ایران، نیازمند بررسی و پژوهشی درباره محتوای اطلاعاتی اخبار موجود در این سودها بود. نتایج فرضیه اول نشان داد تفاوت معناداری بین واکنش بازار به اخبار خوب و بد همزمان وجود ندارد. شاید دلیل آن، اجبار شرکت‌های بورسی به پیش‌بینی سود سالانه بعد از پایان هر میان‌دوره باشد که شرکت‌ها افشای اخبار بد خود را تا پایان سال به تعویق نمی‌اندازند و در صورت وجود اخبار بد،

دست‌کم بخشی از آن را بعد از پایان هر میان‌دوره افشا می‌کنند. در نتیجه اخبار بد انباشته نمی‌شود که به‌طبع سرمایه‌گذاران واکنش بیش از حدی به اخبار بد نشان نخواهند داد. استنباط دیگر این است که احتمالاً طی میان‌دوره، این اخبار خوب و بد در بازار منتشر شده و واکنش بازار را به‌دنبال داشته است؛ بنابراین در پایان میان‌دوره واکنش بازار شدید نخواهد بود. در پژوهش‌های پیشین، اغلب تأثیر جداگانه اخبار بد و خوب سودهای میان‌دوره‌ای (سالانه) و پیش‌بینی‌های سود بر واکنش بازار سهام آزمون شده است، از این رو نتایج این پژوهش و پژوهش‌های پیشین را تنها می‌توان با یکی از این دو سود مقایسه کرد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش‌های ویلیامز (۲۰۱۵) و پورحیدری و عرب‌آبادی (۱۳۹۳) مطابقت دارد، اما با نتایج پژوهش‌های رویچاودری و اسلتن (۲۰۱۲) و چویی (۲۰۱۲) همخوانی ندارد.

آزمون فرضیه دوم نتایج نشان داد تأخیر در اعلان همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه، موجب افزایش (کاهش) میزان واکنش بازار سهام به اخبار خوب (بد) همزمان می‌شود. این نتایج را می‌توان این‌گونه تفسیر کرد که مدیریت شرکت اخبار خوب را با سرعت بیشتری افشا می‌کند و چنانچه اخبار خوب با تأخیر افشا شود، نشان‌دهنده این است که مدیریت سعی می‌کند تخمین‌های مربوط به اخبار خوب را با دقت بیشتری برآورد کرده و افشا کند؛ به همین دلیل این اخبار برای بازار تازگی داشته و واکنش بازار بیشتر خواهد بود. از سوی دیگر مدیریت افشای اخبار بد را با تأخیر بیشتری اعلان می‌کند تا گذر زمان به آنها اجازه دهد که چنانچه اخبار بعدی اخبار خوبی باشد، خوبی اخبار اثر این اخبار بد را کاهش دهد یا نیازی به افشای اخبار بد نباشد. در نتیجه هنگام تأخیر بیشتر در افشای اخبار بد، واکنش بازار کاهش خواهد یافت. تا کنون تأثیر همزمان نوع اخبار سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه با تأخیر در افشای اخبار بر واکنش بازار سهام، در هیچ‌یک از پژوهش‌های خارجی و داخلی بررسی نشده است و تنها می‌توان به نتایج پژوهش‌های مربوط به بررسی اثر همزمان تأخیر در افشای اخبار با یکی از این دو نوع سود اشاره کرد. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش‌های بگنولی، کراس و واتز (۲۰۰۲) و دلاویگنا و پولت (۲۰۰۹) مطابقت دارد.

در نهایت، نتایج آزمون فرضیه سوم نشان داد برای شرکت‌های با محافظه‌کاری بالاتر، میزان واکنش بازار سهام به اخبار خوب (بد) هنگام اعلان همزمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه کاهش (افزایش) می‌یابد. شاید دلیل نتیجه به‌دست آمده این باشد که در شرکت‌های با محافظه‌کاری بالاتر در سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالانه، سرمایه‌گذاران می‌دانند که محافظه‌کاری از خوش‌بینی بیش از حد مدیران برای اخبار خوب و تأخیر انداختن بیش از حد مدیران برای اخبار بد جلوگیری می‌کند، بنابراین از بابت افشای اخبار

خوب نگرانی ندارند؛ زیرا خوش بینی بیش از حد در سودهای میان دوره و پیش بینی سودهای سالانه وجود ندارد. بنابراین در شرایطی که محافظه کاری بر سیستم گزارشگری مالی حاکم باشد سرمایه گذاران از افشای تقریباً کامل اخبار بد اطمینان حاصل می کنند و هنگام اعلان اخبار بد واکنش بیشتری نشان می دهند. پژوهش های قبلی تنها تأثیر محافظه کاری در حسابداری را بر اخبار سودهای سالانه (میان دوره ای) بررسی کرده اند، اما در پژوهش حال حاضر، هم محافظه کاری در سودهای میان دوره ای و هم محافظه کاری در پیش بینی های سود سالانه و تأثیر هر دو بر واکنش بازار به اخبار همزمان آزمون شده است. از این رو مقایسه نتایج پژوهش های گذشته با پژوهش حاضر، تنها برای سودهای میان دوره ای امکان پذیر است. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش های کیم و ژانگ (۲۰۱۶)، کیم و پوزنر (۲۰۱۱)، گوای و ورچیا (۲۰۰۷) و خدای پور و مالکی نیا (۱۳۹۱) همخوانی ندارد.

پیشنهادها

با توجه به نتایج فرضیه اول به سازمان بورس اوراق بهادار توصیه می شود که با پیگیری های مستمر، اطمینان یابد که این اخبار حتماً از طریق مراجع رسمی و اطلاعیه های شفاف سازی منتشر شود و اطلاعات برای واکنش به این اخبار به موقع در دسترس همگان قرار گیرد تا بتوان درک مناسبی از واکنش بازار داشت. با توجه به نتایج فرضیه دوم به سرمایه گذاران توصیه می شود که علاوه بر محتوای اخبار سودهای میان دوره و پیش بینی های سود سالانه، به زمان بندی گزارش های افشا شده شرکت ها توجه کنند؛ چرا که احتمالاً اخبار بدی در این افشاها وجود دارند که به تأخیر در اعلان سودها منجر شده است. با توجه به نتایج فرضیه سوم و در نظر گرفتن نقش محافظه کاری در جلوگیری از تأخیر در افشای اخبار بد و تسریع در افشای اخبار خوب، به سرمایه گذاران توصیه می شود حتماً به محافظه کاری در رویه های حسابداری و به خصوص محافظه کاری در پیش بینی سود شرکت ها توجه کافی داشته باشند.

فهرست منابع

- آقائی، م. ع.، احمدیان، و.، دوبران، ف. (۲۰۱۳). بررسی ویژگی ها و توان پیش بینی سری های زمانی جریان های نقدی. *بیشرفت های حسابداری*، ۵ (۱)، ۱-۲۶.
- باقرزاده، س. (۱۳۸۴). عوامل مؤثر بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۷ (۱)، ۲۵-۶۴.
- پورحیدری، و.، عرب آبادی، ر. (۱۳۹۳). رابطه تغییرات قیمت سهام و افشای اختیاری در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی*، ۲۱ (۱)، ۳۹-۵۶.

- خدای‌پور، ا.، مالکی‌نیا، ر. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین میزان محافظه‌کاری شرطی و اخبار منفی آینده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله دانش حسابداری*، ۳ (۱۰)، ۲۷-۷.
- سلیمانی، غ.، طاهری، م. (۱۳۹۱). اثر پیش‌بینی سود هر سهم توسط مدیران بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *فصلنامه بورس اوراق بهادار*، ۵ (۲۰)، ۲۷-۷.
- فروغی، د.، مهرداد آیسک، س.س. (۱۳۹۴). بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سهم پیش‌بینی شده. *فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری*، ۵ (۱)، ۱۶۲-۱۳۹.
- قائم، م.ح.، تقی‌زاده، م. (۱۳۹۵). بررسی تأثیر ریسک اطلاعاتی و هزینه معاملات بر واکنش بازار سهام به اخبار سود. *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۳ (۲)، ۲۵۲-۲۳۵.
- قائم، م.ح.، جهانفر، ح.، رضایی، ف. (۱۳۹۱). بررسی مدیریت زمان اعلان سود شرکت‌ها. *مجله دانش حسابداری*، ۳ (۱۱)، ۱۰۴-۸۵.
- کامل‌نیا، م.، فدایی‌نژاد، م.ا. (۱۳۹۲). واکنش بازار به اعلامیه‌های سود فصلی در بورس اوراق بهادار تهران. *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۵ (۴)، ۹۰-۷۱.
- یعقوب‌نژاد، ا.، سعیدی، ع.، روضه‌ای، م. (۱۳۸۸). برآورد صرف ریسک بازار با در نظر گرفتن اهرم بازار در بورس اوراق بهادار تهران. *تحقیقات مالی*، ۱۱ (۲۸)، ۱۲۰-۱۰۵.
- Aghaei, M. A., Ahmadian, V. & Daviran, F. (2013). A Study of Characteristics of Interim Cash Flow Series and Their Proxies and the Ability to Predict Them. *Journal of Accounting Advances*, 5(1), 1-26. (in Persian)
- Anilowski, C., Feng, M. & Skinner, D. J. (2007). Does earnings guidance affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings guidance. *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 36-63.
- Bagherzadeh, S. (2006). Effective Factors on Stock Returns in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Research*, 7(1), 25-64. (in Persian)
- Bagnoli, M., Kross, W. & Watts, S. G. (2002). The Information in Management's Expected Earnings Report Date: A Day Late, a Penny Short. *Journal of Accounting Research*, 40(5), 1275-1296.
- Beaver, W. H. & Ryan, S. G. (2005). Conditional and unconditional conservatism: Concepts and modeling. *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 269-309.
- Beniluz, Y. (2007). Management earnings forecasts and simultaneous release of earnings news. *Working Paper*, Rutgers University.
- Bloomfield, R. (2008). Discussion of: Annual report readability, current earnings, and earnings persistence. *Journal of Accounting and Economics*, 45(2-3), 248-252.

- Brown, S., Hillegeist, S. A. & Lo, K. (2009). The effect of earnings surprises on information asymmetry. *Journal of Accounting and Economics*, 47(3), 208-225.
- Choi, H. (2012). Changes in Analysts' Incentives under Uncertainty, *Working paper*, University of Washington, USA.
- Choi, J. H., Kalay, A., & Sadka, G. (2016). Earnings news, expected earnings, and aggregate stock returns. *Journal of Financial Markets*, 29, 110-143.
- DellaVigna, S. & Pollet, J. M. (2009). Investor inattention and Friday earnings announcements. *The Journal of Finance*, 64(2), 709-749.
- Ertimur, Y., Sletten, E. & Sunder, J. (2014). Large Shareholders and Disclosure Strategies Evidence from IPO Lockup Expirations. *Journal of Accounting and Economics*, 58(1), 79-95.
- Forooghi, D. & Mehrdad Ayask, S. S. (2015). Market Reaction to the Timing of EPS Forecast. *Journal of Empirical Research in Accounting*, 5(1), 139-162. (in Persian)
- Ghaemi, M. H. & Taghizadeh, M. (2016). Studying the effect of information risk and transaction costs on stock market reaction to earnings news. *Journal of the Accounting and Auditing Review*, 23(2), 235-252. (in Persian)
- Ghaemi, M. H., Jahanfar, H. & Rezaei, F. (2013). The Timing of Corporate Earnings Announcements. *Journal of Accounting Knowledge*, 3(11), 85-104. (in Persian)
- Guay, W., Verrecchia, R. (2007). Conservative disclosure. *Working Paper*, University of Pennsylvania
- Huang, H. H., Chan, M. L., Chang, C. H., & Wong, J. L. (2012). Is corporate governance related to the conservatism in management earnings forecasts? *Emerging Markets Finance and Trade*, 48(2), 105-121.
- Hutton, A. P., Marcus, A. J., & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94, 67-86.
- Kamelnia, M. & Fadaei Nejad, M. S. (2014). Market Reaction to Quarterly Earning Announcement in Tehran Stock Exchange. *Financial Accounting Researches*, 5(4), 71-90. (in Persian)
- Khodamipour, A. & Malekinia, R. (2012). Conditional Conservatism and Further Negative News in the Companies Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of Accounting Knowledge*, 3(10), 7-27. (in Persian)

- Kim, B.H. & Pevzner, M. (2010). Conditional accounting conservatism and future negative surprises: An empirical investigation. *J. Account. Public Policy*, 29, 311–329.
- Kim, J. B. & Zhang, L. (2010). *Does accounting conservatism reduce stock price crash risk?* Retrieved from <http://www.Ssrn.Com>.
- Kothari, S. P., Shu, S. & Wysocki, P. D. (2009). Do managers withhold bad news? *Journal of Accounting Research*, 47(1), 241-276.
- Michaely, R., Rubin, A., & Vadrashko, A. (2016). Further evidence on the strategic timing of earnings news: Joint analysis of weekdays and times of day. *Journal of Accounting and Economics*, 62(1), 24-45.
- Moradi, M., Salehi, M. & Mehrdad, A. S. S. (2013). The Relationship between Delay in Announcing Quarterly Forecasts of Annual Earnings and the Type of Earnings News. *Organizacija*, 46(2), 64-71.
- Nagar, V., Nanda, D., & Wysocki, P. (2003). Discretionary Disclosure and Stock-Based Incentives. *Journal of Accounting & Economics*, 34, 283–309.
- Pourheidari, O. & Arababadi, R. (2014). The Impact of Stock Price Changes on Voluntary Disclosure in Firms Listed in Tehran Stock Exchange. *Journal of the Accounting and Auditing Review*, 21(1), 39-56. (in Persian)
- Rogers, J. L. & Van Buskirk, A. (2013). Bundled forecasts in empirical accounting research. *Journal of Accounting and Economics*, 55(1), 43-65.
- Roychowdhury, S. & Sletten, E. (2012). Voluntary Disclosure Incentives and Earnings Informativeness. *The Accounting Review*, 87(5), 1679-1708.
- Sengupta, P. (2004). Disclosure timing: Determinants of quarterly earnings release dates. *Journal of Accounting and Public Policy*, 23(6), 457-482.
- Shroff, P. K., Venkataraman, R. & Zhang, S. (2013). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings: An event-based approach. *Contemporary Accounting Research*, 30(1), 215-241.
- Soleimani, G. & Taheri, M. (2013). The Impact of EOS on Cost of Capital of listed Companies in Tehran Stock Exchange. *Quarterly Journal of Securities Exchange*, 20(20), 7-27. (in Persian)
- Yaghoobnezhad, A., Saeedi, A. & Rozei, M. (2010). To Estimate Market Risk Premium with respect to Market Leverage in Tehran Stock Exchange. *Journal of Financial Research*, 11(28), 105-120. (in Persian)