

بررسی آثار پیش‌بینی‌های سود توسط مدیران

طاهر اسکندرلی

دانشجوی دکترای حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات اصفهان (مسئول مکاتبات)
Taher_eskandarlee@yahoo.com

محسن دستگیر

استاد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات اصفهان

محمدحسین قائمی

دانشیار دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) قزوین

تاریخ دریافت: ۹۲/۵/۱۷ تاریخ پذیرش: ۹۲/۱۱/۲۰

چکیده

پس از اینکه پاتل (۱۹۷۶) رفتار قیمت سهام را در مقابل پیش‌بینی سود هر سهم بررسی نمود، مطالعات در مورد آثار پیش‌بینی‌ها تداوم یافت، ولی این مطالعات عمدتاً در بازارهای سهام کشورهای بوده که ارائه پیش‌بینی سود توسط مدیران در آن‌ها اختیاری است. هدف اصلی این تحقیق بررسی محتوای اطلاعاتی سودهای پیش‌بینی‌شده اولیه و تعدیل آن توسط مدیران در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است، بر اساس روش‌شناسی پژوهش رویدادی، واکنش بازار در قالب تغییرات قیمت سهام پس از اعلان پیش‌بینی سود اولیه و تعدیل آن توسط مدیران ارزیابی شده است. نتایج آزمون بررسی‌ها بر اساس نمونه برای ۱۷۷۹ مورد اعلان پیش‌بینی سود توسط مدیران طی سال‌های ۱۳۸۶-۱۳۹۰ نشان می‌دهد که بازار سهام به پیش‌بینی سود توسط مدیران واکنش نشان می‌دهد، این واکنش بازار به پیش‌بینی سود اولیه نسبت به تعدیل پیش‌بینی سود بیشتر بوده و حجم مبادلات سهام پس از اعلان پیش‌بینی سود افزایش یافته است.

واژه‌های کلیدی: پیش‌بینی سود، محتوای اطلاعاتی، پژوهش رویدادی.

۱- مقدمه

در یک بازار کاراً قیمت بازار اوراق بهادار تقریباً با ارزش ذاتی آن برابر بوده و در برگیرنده همه اطلاعات موجود است. اطلاعات جدید سریعاً بر روی قیمت آن اثر می‌گذارد و سرمایه‌گذاران با توجه به اطلاعات در دسترس و انتظاری که از بازده آتی اوراق بهادار دارند، تصمیم‌گیری می‌نمایند. بنابراین بازار کارا نسبت به اطلاعات جدید حساس است به طوری که اطلاعات هسته اصلی بازار کارا را تشکیل داده و بر مبنای آن به سه شکل ضعیف، نیمه قوی و قوی تقسیم می‌شود (جهانخانی، ۱۳۸۲). یکی از ابزارهای تعامل مدیران شرکت‌ها با بازار، ارائه اطلاعات در مورد پیش‌بینی سود شرکت است که بر اساس آن شرکت‌ها می‌توانند رفتار بازار را تحت تأثیر قرار دهند (هایست و کونسی، ۲۰۰۸). سود پیش‌بینی چنانچه دارای محتوای اطلاعاتی باشد، می‌تواند بر رفتار استفاده‌کنندگان به خصوص سهامداران بالفعل و بالقوه تأثیر گذاشته و باعث افزایش یا کاهش قیمت و حجم معاملات سهام گردد.

محتوای اطلاعاتی بدین معناست که وقوع یک رویداد مانند اعلان سود در همان زمان بتواند بر قیمت سهام تأثیر گذارد، چرا که وقوع یک رویداد در صورتی اطلاعاتی تلقی خواهد شد که قبلاً شناخته نشده باشد (واتس و زیمرمن، ۱۹۸۶). از آنجا که بسیاری از تحلیلگران و سرمایه‌گذاران، با توجه به اطلاعات موجود خود تصمیم‌گیری می‌کنند و از طرفی ارزش پیش‌بینی‌های سود انجام‌شده توسط مدیران در مقایسه با سودهای جاری و ارزش دفتری سرمایه ارزش بیشتری دارد (اتا، ۲۰۰۱)، سود پیش‌بینی‌های شده توسط مدیران در ارزیابی شرکت‌ها و تأثیرگذاری بر قیمت سهام شرکت‌ها معیار بااهمیتی است (کاج، ۲۰۰۱). مطابق دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات ثبت‌شده نزد سازمان بورس اوراق بهادار تهران (مصوب ۱۳۸۶/۵/۳)، شرکتی که اوراق بهادار آن در بورس پذیرفته شده است، موظف است اطلاعات موضوع دستورالعمل مذکور را در مهلت مقرر مطابق فرم‌های مورد نظر سازمان فوق به صورت الکترونیکی و یا کاغذی در سر برگ رسمی خود به سازمان بورس و اوراق بهادار ارسال و هم زمان جهت اطلاع عموم منتشر نماید.

از جمله این اطلاعات برنامه‌های آتی مدیریت و پیش‌بینی عملکرد سالانه شرکت اصلی و تلفیقی گروه است که حداقل ۳۰ روز قبل از شروع سال مالی جدید باید به اطلاع عموم برسد. همچنین پیش‌بینی عملکرد سالانه شرکت، بر اساس عملکرد واقعی ۳، ۶ و ۹ ماهه، حداکثر ۳۰ روز پس از پایان مقاطع سه ماهه باید افشا شود. علاوه بر این ناشر بورس موظف است، تغییر بااهمیت در پیش‌بینی عملکرد یا برنامه‌های آتی مدیریت به همراه دلایل مربوطه فوری افشا نماید. این پیش‌بینی‌ها برای فعالان بازار سرمایه مهم است زیرا بر اساس آن می‌توانند وضعیت سودآوری شرکت را پیش‌بینی نموده و در مورد خرید سهام و یا فروش سهام تصمیم‌گیری کنند.

پیش‌بینی سود توسط مدیران به طور گسترده‌ای مرسوم است، بدین وسیله مدیران می‌توانند بر شکل‌گیری قیمت سهام در بازار سهام تأثیرگذار باشند (پاونا و همکاران، ۱۹۹۳). نقش کلیدی مدیران بر آورد متغیرهایی همچون تقاضا، جریان نقدینگی و رقابت است و استفاده از این برآوردها به عنوان اطلاعات ورودی برای طراحی سیاست‌های آتی شرکت و پیش‌بینی سود است (ایتزهاک و همکاران، ۲۰۰۷). این پیش‌بینی‌ها از طرفی برای فعالان بازار سرمایه مهم است که بر اساس آن می‌توانند وضعیت سودآوری شرکت را پیش‌بینی نموده، در مورد خرید سهام و یا فروش سهام تصمیم‌گیری کنند. برخی مطالعات نشان داده است که بازار سهام به پیش‌بینی‌های دقیق مدیران واکنش مناسبی نشان می‌دهد، برای نمونه بررسی‌های ویلیامز (۱۹۹۶) نشان داده است، واکنش تحلیل‌گران بازار سهام از دقت پیش‌بینی گذشته مدیران تأثیر می‌پذیرد. همچنین برخی تحقیقات انجام‌شده نشان می‌دهد که کیفیت پیش‌بینی‌های مدیران نمادی از شهرت مدیران را بیان می‌کند. تان و همکاران (۲۰۰۲) و ویلیامز (۱۹۹۶) نشان دادند، دقت پیش‌بینی‌های سود توسط مدیران شهرت و صلاحیت را برای آن‌ها همراه خواهد داشت. منافع مدیران در اقدام به افزایش شفافیت از طریق انتشار مکرر و پیش‌بینی‌های دقیق افزایش می‌یابد (آجینکیا و همکاران، ۲۰۰۳). در این مقاله در نظر است تا با بررسی آثار پیش‌بینی‌های سود توسط مدیران، امکان بهبود در پیش‌بینی‌های سود توسط مدیران و

این پژوهش نیز به بررسی رفتار بازار سرمایه به دنبال اعلان پیش‌بینی سود توسط مدیران است، آیا پیش‌بینی سود اولیه و تعدیل پیش‌بینی سود در رفتار فعالان بازار سرمایه تأثیرگذار است.

اهمیت سود سهام پیش‌بینی‌شده

مدیران اغلب موضوع پیش‌بینی سود را برای اصلاح مشکلات عدم تقارن اطلاعاتی و به منظور تأثیرگذاری بر قیمت سهام شرکت منتشر می‌کنند (باگیلا و همکاران، ۲۰۰۳). این تفکر نیز وجود دارد که تغییرات مرتبط با پیش‌بینی سود همیشه در قیمت سهام آشکار نیست، با این حال در واقع پرسش از تحقیقات اولیه این است که آیا پیش‌بینی مدیران (به عنوان مثال، یک طرح ذهنی و حسابرسی نشده از وقایع آینده) می‌تواند برای فعالان بازار سرمایه مفید بوده و می‌تواند بر آن اتکا نمایند. مطالعات انجام‌شده از سال ۱۹۷۰ و اوایل سال ۱۹۸۰ نشان داده است پیش‌بینی سود مدیران دارای محتوای اطلاعاتی است و می‌تواند بر قیمت سهام تأثیرگذار باشد (پاتل، ۱۹۷۶ و پنمن، ۱۹۸۰). اطلاعات به عنوان تغییر در انتظارات در باره نتایج یک رویداد تعریف شده است. داشتن محتوای اطلاعاتی به این معنی است که گزارش‌های مالی، اطلاعات جدید و مناسبی را به بازار منتقل می‌کنند و باعث تغییر در انتظارات سرمایه‌گذاران می‌شوند که در نتیجه سرمایه‌گذاران نسبت به این گزارش‌ها واکنش نشان می‌دهند. واکنش سرمایه‌گذاران به این گزارش‌ها (از جمله اعلان سود) را می‌توان در تغییرات قیمت یا حجم معاملات سهام مشاهده کرد. (قائمی و دیگران، ۱۳۹۰).

محتوای اطلاعاتی

گزارش سود شرکت‌ها اگر منجر به تغییر ارزیابی سرمایه‌گذاران از احتمال توزیع بازده‌های آتی شود، دارای محتوای اطلاعاتی است، به طوری که این تغییر در ارزش معادلاتی قیمت جاری بازار قابل مشاهده باشد. اگرچه نمی‌توان جهت و شدت تغییرات قیمت را بدون دانستن مدل انتظارات سرمایه‌گذاران تعیین نمود، نوسانات تغییرات قیمت احتمالاً در زمانی که سودها اعلان می‌شود

ارزشیابی بهتر شرکت‌ها به وسیله تحلیل گران و سرمایه‌گذاران، تصمیم‌گیری و تخصیص بهینه جریان وجوه و رونق بازار سرمایه فراهم گردد. هدف اصلی تحقیق پاسخ به سوالات ذیل می‌باشد: آیا اعلان پیش‌بینی سود توسط مدیران دارای محتوای اطلاعاتی برای بازار می‌باشد؟ اگر دارای محتوای اطلاعاتی باشد، بازار سریعاً واکنش نشان می‌دهد و با توجه به اطلاعات جدید قیمت‌ها را تعدیل می‌کند؟ در واقع هدف اصلی تحقیق تبیین آثار و رفتار پیش‌بینی سود توسط مدیران و شناسایی برخی از عواملی است که ممکن است در رفتار سرمایه‌گذاران در نتیجه افشا تأثیرگذار باشد. تحقیق حاضر برای اولین بار در ایران اقدام به بررسی محتوای اطلاعاتی سودهای پیش‌بینی‌شده (اولیه و تجدید نظر) توسط مدیران شرکت‌ها با استفاده از روش شناسی پژوهش رویدادی می‌نماید و از این طریق قصد دارد به سرمایه‌گذاران (افراد برون‌سازمانی) در مورد ارزیابی میزان اعتبار، صحت و دقت پیش‌بینی‌های سود توسط مدیران و شناسایی برخی ویژگی‌ها و به مدیران شرکت‌ها در خصوص آثار پیش‌بینی خود به منظور دستیابی به شهرت و صلاحیت کمک نماید.

۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

پیش‌بینی سود

هیئت استانداردهای حسابداری مالی آمریکا (FASB)، مدیران را موظف کرده است که علاوه بر اعلان سود هر سهم، چشم‌اندازی از دورنمای شرکت را در قالب سود سهام پیش‌بینی‌شده در اختیار استفاده‌کنندگان قرار دهند. مدیران موظف‌اند به این وظیفه خود عمل کنند تا از این طریق سرمایه‌گذاران نسبت به آینده شرکت نیز اطلاعاتی در اختیار داشته باشند و تصمیم‌گیری مناسب تری بعمل آورند (ایزدی نیا، ۱۳۸۹).

گزارش‌های مالی و اطلاعاتی سود دارای بار اطلاعاتی برای بازار سهام است و سود برآوردی هر سهم چنانچه دارای محتوای اطلاعاتی باشد، می‌تواند بر رفتار استفاده‌کنندگان به ویژه سهامداران بالقوه و بالفعل تأثیر گذاشته و باعث افزایش یا کاهش قیمت و حجم معاملات سهام گردد (کردستانی، ۱۳۸۸).

یابد. اگر اجماع بین سرمایه‌گذاران در اولین معامله حاصل شود واکنش قیمت ایجاد می‌شود و واکنش حجم ایجاد نمی‌شود (فرض اولویت‌بندی همسانی ریسک بین سرمایه‌گذاران است).

تفاوت مهم دیگر بین آزمون قیمت و حجم این است که تغییر اولیه در انتظارات بازار در کل را منعکس می‌کند، در حالی که تغییرات بعدی در انتظارات انفرادی را منعکس می‌کند. بخشی از اطلاعات ممکن است در تغییر انتظارات کل بازار بی‌اثر باشد، اما ممکن است باعث تغییر در انتظارات انفرادی شود. در چنین وضعیتی هیچ واکنشی در قیمت ایجاد نمی‌شود، اما باعث جابجایی در وضعیت پرتفوی می‌شود که در حجم منعکس می‌شود. (بیور، ۱۹۶۸).

پیشینه تحقیق

جهانخانی و صفاریان (۱۳۸۲) واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سودهای برآوردی هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمودند. بدین منظور آنان تغییرات قیمت و حجم معاملات سهام ۲۷ شرکت نمونه برای دوره تحقیق ۱۳۷۶-۱۳۷۴، سود برآوردی هر سهم را مورد بررسی قرار داده‌اند. نتایج تحقیق نشان می‌دهد، سود برآوردی هر سهم دارای محتوای اطلاعاتی بوده و باعث تغییر قیمت و حجم معاملات سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران گردیده است.

کرمی (۱۳۸۴) رابطه بین مالکیت نهادی و محتوای اطلاعاتی سود را بررسی نمود. در این تحقیق، نگرش‌های مختلف (یعنی فرضیه نظارت فعال و فرضیه منافع شخصی) در مورد سرمایه‌گذاران نهادی مورد آزمون قرار گرفت. برای آزمون ارتباط بین محتوای اطلاعاتی سود شرکت و مالکیت نهادی از دو مدل رگرسیون خطی چندگانه استفاده شده است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که تعداد مالکیت نهادی سبب ارتقای محتوای اطلاعاتی سود شرکت نمی‌شود و ممکن است آن را تنزل نیز ببخشد، حال آنکه سطح مالکیت نهادی محتوای اطلاعاتی سود را کاهش نمی‌دهد بلکه امکان دارد سبب افزایش آن نیز شود.

نسبت به زمان‌های دیگر در طی سال بیشتر است. تعریف دیگر اطلاعات بیان می‌کند، نه تنها بایستی تغییر در انتظارات وجود داشته باشد بلکه تغییرات باید به اندازه کافی بزرگ باشد که منجر به تغییر در رفتار تصمیم‌گیرندگان شود. طبق این تعریف، گزارش سود شرکت تنها زمانی دارای ارزش اطلاعاتی است که منجر به یک تغییر از نگهداری بهینه از سهام شرکت‌ها در یک پرتفوی از سرمایه‌گذاران انفرادی شود. اگر سود گزارش شده دارای محتوای اطلاعاتی باشد، تعداد سهام مبادله شده احتمالاً در زمانی که سود منتشر می‌شود نسبت به دوره‌های دیگر بیشتر است (فاما، ۱۹۶۵).

پژوهش رویدادی

پژوهش رویدادی، مطالعه‌ای است که در آن پژوهشگر درصد بررسی رفتار سهام شرکت‌هایی است که یک رویداد مشترک را تجربه کرده‌اند. به عنوان مثال محقق می‌خواهد بداند پس از افزایش سرمایه، قیمت سهام شرکت‌ها چه وضعیتی خواهد داشت. همچنین بررسی آثار وضع مقررات خاص در مورد یک صنعت، بر روی قیمت سهام آن صنعت می‌تواند موضوع یک پژوهش رویدادی باشد (قائمی، ۱۳۸۸).

در مطالعات رویدادی عموماً تأثیر یک رویداد خاص روی ارزش شرکت ارزیابی می‌شود، از لحاظ نظری در این نوع مطالعات فرض می‌شود رفتار بازار منطقی بوده و اثرات رویداد بلافاصله در قیمت سهام منعکس می‌شود. از آن رو

می‌توان برای سنجش اثر یک رویداد از اطلاعات قیمت سهام که در یک دوره زمانی کوتاه مشاهده می‌شود، استفاده کرد (مکینگلی، ۱۹۹۷).

ارتباط بین آزمون حجم و قیمت

حجم منعکس‌کننده عدم توافق در رابطه با قیمت است. نداشتن اجماع منجر به بخش تازه‌ای از گزارش سودها می‌شود. از آنجا که سرمایه‌گذاران ممکن است در روشی که سود را تفسیر می‌کنند متفاوت باشد، در برخی دوره‌ها ممکن است قبل از رسیدن به اجماع در طی دوره‌هایی که افزایش حجم داشته است، قیمت‌ها تنزل

کردستانی و آشتاب (۱۳۸۹) رابطه بین خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی را در بورس اوراق بهادار تهران بررسی نمود. دوره زمانی تحقیق از سال ۱۳۸۴-۱۳۷۸ و تعداد نمونه‌های تحقیق ۱۰۴ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نتایج پژوهش با استفاده از رگرسیون چند متغیره نشان می‌دهد که رابطه مثبت و معناداری مثبت بین خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی در شرکت‌های جدیدالورود به بورس وجود دارد.

خالقی مقدم و آزاد (۱۳۸۳) به بررسی محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی سود شرکت‌ها را دوره زمانی سال‌های ۱۳۸۱-۱۳۷۷ و شامل ۵۸ شرکت را در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج یافته‌های آنان نشان می‌دهد که سود پیش‌بینی‌شده توسط شرکت‌ها دارای محتوای اطلاعاتی و کارایی بوده و از این جهت اهمیت پیش‌بینی سود حسابداری به دلیل نقش و تأثیر آن در تصمیم‌گیری‌های استفاده‌کنندگان به ویژه سرمایه‌گذاران بارزتر است.

بال و براون (۱۹۶۸) تأثیرپذیری قیمت سهام ناشی از اعلام سود سالانه را بررسی نمودند. اهداف اصلی آنان ارزیابی مفید بودن اطلاعات ارقام سود حسابداری به وسیله آزمون محتوای اطلاعاتی و به موقع بودن آن بود. برای آزمون اینکه آیا اعلان سود سالیانه دارای اثراتی بر قیمت و حجم سهام است یا خیر، آن‌ها این مسئله را با میانگین و نرخ بازده غیرعادی در ماه‌های اعلان سود بررسی کردند و چنانچه اعلان سود دارای بار اطلاعاتی باشد، نمونه با تغییرات سودهای غیرمنتظره مثبت بایستی دارای میانگین نرخ بازده غیرعادی مثبت در زمان اعلان سود باشد و با تغییرات سودهای غیرمنتظره منفی باشد. بدین منظور آن‌ها نمونه‌هایی از اعلام سود را که دارای میانگین نرخ بازده غیرعادی هم جهت با سود غیرمنتظره و در طی سال بودند را انتخاب نمودند. فرض آن‌ها این بود که اعلام سود سالانه اطلاعاتی را به بازار منتقل می‌کند. محققین مذکور نشان دادند که محتوای گزارش‌شده سالیانه در حدود ۱۰٪ الی ۱۵٪ است. (واتس و زیمرمن، ۱۹۸۶:۴۶-۳۹).

بیور (۱۹۶۸) به بررسی محتوای اطلاعاتی سود حسابداری اقدام نمود. در آزمون محتوای اطلاعاتی سود از دو روش آزمون نوسانات حجم معاملات و نوسانات قیمت سهام استفاده نمود. نتایج یافته‌ها نشان می‌دهد که تغییرات حجم با تغییرات سود ارتباط دارد. هم چنین وی افزایش حجم معاملات را به عنوان شاهدهی برای وجود محتوای اطلاعاتی در نظر گرفت. بیور در تحقیق خود از ۵۰۶ اعلامیه سود که قبلاً در بررسی انحراف بازده و زمان اعلام سود استفاده کرده بود، استفاده نمود. بیور نتیجه گرفت که مشاهده افزایش حجم معاملات در هفته اعلام سود دلیلی بر محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود است.

پاتل (۱۹۷۶) رفتار قیمت سهام به دنبال پیش‌بینی سود هر سهم را در سال‌های ۱۹۷۵-۱۹۷۰ بررسی نمود. سؤالاتی از قبیل دقت، عینیت و منافع سرمایه‌گذاران در دیدگاه نظری و عملی را مورد آزمون قرار داد. نتایج گزارش‌شده نشان می‌دهد که انتشار پیش‌بینی‌های سود با تعدیلات فراوان قیمت سهام همراه است و نتایج ممکن ناشی از افشا اختیاری پیش‌بینی سود مدیران و انتقال اطلاعات به سرمایه‌گذاران باشد.

لینوکس و پارک (۲۰۰۶) محتوای اطلاعاتی سودها و انتشار پیش‌بینی‌های سود توسط مدیران را بررسی نمودند. پژوهش آنان بر این فرضیه استوار بود که اگر سرمایه‌گذاران محتوای اطلاعاتی سود را درک نمایند، مدیران به احتمال زیاد پیش‌بینی سود را منتشر می‌نمایند، آنان محتوای اطلاعاتی سودها را با استفاده از برآورد ضریب واکنش سودهای شرکت را در دوره‌های سه ماهه که سود پیش‌بینی منتشر می‌شود را اندازه‌گیری کردند. آنان دریافتند که ضریب واکنش سودها ارتباط مثبتی با پیش‌بینی سود توسط مدیران دارد.

کاتو و اسکینر (۲۰۰۹) به بررسی سوگیری مدیران در پیش‌بینی و آثار پیش‌بینی سود در بورس اوراق بهادار ژاپن پرداختند. دوره زمانی پژوهش بین سال‌های ۲۰۰۷-۱۹۹۷ بوده است. نتایج پژوهش آنان نشان می‌دهد که پیش‌بینی سود در کشور ژاپن نسبت به دیگر کشورها که در بازار سهام آنجا پیش‌بینی سود به صورت اختیاری بوده و هزینه سوگیری مدیران بالا است، متفاوت است. با استفاده از نمونه‌های جامع در کشور ژاپن آنان دریافتند

۳- روش‌شناسی پژوهش

اصولاً در مطالعات مربوط به سنجش محتوای اطلاعاتی و یا مطالعات مربوط به اثر حادثه می‌توان دو نوع واکنش و رفتار را به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفت.

۱- واکنش کلی بازار

۲- واکنش فردی

پارامتر حجم معاملات بیانگر واکنش انفرادی افراد در بازار سرمایه بوده و پارامتر قیمت نشان‌دهنده واکنش کلی بازار نسبت به وقوع حادثه است. ابتدا دلیل وجود ندارد تا واکنش فردی و کلی بازار یکسان باشد. برای مثال کل بازار ممکن است به بخشی از اطلاعات واکنش نداشته باشد، اما ممکن است همین اطلاعات باعث افزایش (کاهش) در حجم معاملات گردد و آن هم ممکن است به دلیل انتظارات ناهمگن سرمایه‌گذاران و یا ایجاد تغییرات در ترجیحات ریسکی آن‌ها باشد (فاستر، ۱۹۷۳).

در مورد واکنش کلی بازار روشی که در این مطالعه استفاده می‌شود بر اساس روش مطالعه رویداد استاندارد شده می‌باشد که توسط کامپل، لو و مکینگلی (۱۹۹۷) استفاده شده است. این روش بر اساس مفروضاتی است که بخشی از بازده سهام را که در ارتباط با رویداد خاصی است را جدا می‌کند. این عمل با استفاده از مدلی برای برآورد بازده عادی انجام می‌شود، برای مثال بازده سهمی که اگر رویداد اتفاق نمی‌افتاد را بیان می‌کند. بازده غیرعادی که رویداد خاص ایجاد می‌نماید، از تفاوت بین بازده واقعی و بازده عادی برآوردی به دست می‌آید. سپس محتوای اطلاعات یک رویداد بر اساس ارزیابی بازده غیرعادی در محدوده تاریخ رویداد آزمون می‌شود. در این مطالعه تاریخ اعلام سود روز صفر قرار داده می‌شود. پارامتر های مدل برای برآورد در یک دوره‌ای {۶-: ۱۸۵-} را پوشش می‌دهد و بازده غیرعادی در دوره وقوع رویداد بین {۵:۵-} مورد آزمون قرار می‌گیرد.

بازده غیرعادی (AR_{it}) عبارت است از تفاوت بازده (R_{it}) منهای بازده نرمال یا بازده مورد انتظار $[E(R_{it})]$ ؛ یعنی:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

که پیش‌بینی سود اولیه دارای سوگیری (خوش‌بینانه) بوده و این سوگیری در بین شرکت‌هایی که عملکرد سال قبل آنان ضعیف بوده، از ساختار حاکمیتی و مدیریتی بالا برخوردار باشند و همچنین اندازه شرکت کوچک تر باشد، بیشتر است. بررسی‌های آنان هم چنین نشان داده است، پیش‌بینی سود اولیه توسط مدیران دارای محتوای اطلاعاتی بوده و برای شرکت‌هایی که عملکرد آنان ضعیف بوده و پیش‌بینی‌های قبلی آنان دارای سوگیری (خوش‌بینانه) باشد، محتوای اطلاعاتی کمتری دارد.

در طی سال مالی مدیران شرکت‌ها در ژاپن پیش‌بینی‌های اولیه در سود را تجدیدنظر می‌کنند. مستندات نشان می‌دهد که این تجدیدنظر در پیش‌بینی‌ها دارای سوگیری (بدبینانه) بوده، مدیران پیش‌بینی‌های بعدی خود را با عملکرد شرکت نزدیک تر می‌کنند، این تجدیدنظر در پیش‌بینی سود برای بازار دارای محتوای اطلاعاتی بیشتر نسبت به پیش‌بینی‌های اولیه مدیران است.

هیگ جوی و زیبرت (۲۰۱۰) با استفاده از ۱۸۲۵۳ مشاهدات شرکت‌ها در سال‌های ۲۰۰۳-۱۹۹۸، پیش‌بینی سود مدیران و ضریب واکنش سود‌های آتی را بررسی نموده‌اند. بررسی آنان نشان داده است که پیش‌بینی‌های مکرر و دقیق‌تر، برای سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی بهتر سود‌های آتی کمک می‌نماید. یافته‌های آنان نشان داده است که پیش‌بینی‌های سه ماهه و کوتاه مدت نسبت به پیش‌بینی‌های بلند مدت ارتباط بین بازده‌ها و سودهای آتی را افزایش می‌دهد، پیش‌بینی‌های سه ماهه سرمایه‌گذاران را به شکل دهی انتظارات بهتر در مورد سود‌های آینده یاری می‌رساند.

بروکمن و سیکون (۲۰۱۳) محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی سود توسط مدیران را بررسی نموده‌اند. آنان محتوای اطلاعاتی آثار اطلاعات کمی (سخت) و کیفی (نرم) را در پیش‌بینی سود مدیران را مورد آزمون قرار داده‌اند. نتایج بررسی‌های آنان نشان داده است، ارتباط مثبتی بین اجزا اعلان سود و مقدار بازده غیرعادی وجود دارد. نتایج مطالعه آنان همچنین بیان می‌کند، قدرت توضیح دهنده‌گی اطلاعات کیفی در اعلان پیش‌بینی سود بیش از اطلاعات کمی است.

دسترس بودن جامعیت نسبی، از شاخص‌های بورس استفاده می‌شود.

(۳) خطای پیش‌بینی الگوی بازار^۳

گرچه بازده بازار یکی از محدودیت‌های میانگین بازار را رفع می‌کند، اما در تعیین بازده مورد انتظار بر اساس بازده بازار، ریسک سهم به حساب نمی‌آید. در واقع بهتر است در محاسبه بازده غیرعادی تفاوت ریسک شرکت‌ها نیز مورد توجه قرار گیرد. با استفاده از الگوی بازار می‌توان علاوه شرایط کلی بازار ریسک سهم را هم در نظر گرفت. الگوی بازار به شرح زیر است:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it} \quad (4)$$

R_{it} بازده سهم i در دوره t ، R_{mt} بازده بازار در دوره t و e_{it} خطای مدل می‌باشد. همچنین α_i و β_i پارامترهای الگوی بازار می‌باشند.

طبق این روش بازده مورد انتظار معادل بازده پیش‌بینی شده بر اساس الگوی بازار است. یعنی:

$$E(R_{it}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (5)$$

پارامترهای الگوی بازار $\hat{\alpha}_i$ و $\hat{\beta}_i$ بر اساس بازده‌های تاریخی بازار و سهم i در دوره برآورد به دست می‌آید. همان طور که گفتیم، بازده غیرعادی معادل خطای پیش‌بینی الگوی بازار است. به بیان ریاضی:

$$AR_{it} = e_{it} = R_{it} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (6)$$

در مطالعات مختلف، دوره‌های زمانی متفاوتی را به عنوان دوره برآورد پارامترهای الگوی بازار در نظر گرفته‌اند. در بیشتر این بررسی‌ها، دوره قبل یا حول و حوش دوره رویداد به عنوان محدودده برآورد است، اما در دوره برآورد محدودده رویداد لحاظ نمی‌شود.

کلیه شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری پژوهش را تشکیل می‌دهند. به منظور انتخاب نمونه از جامعه پژوهش مورد بررسی محدودیت‌های زیر اعمال گردیده است:

(۱) حداکثر تا ابتدای سال ۱۳۸۶ در بورس تهران پذیرفته شده باشد و به هیچ عنوان از آن حذف نشده باشد.

برای برآورد بازده غیرعادی، مدل‌های مختلفی می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. که در اینجا به طور خلاصه آن‌ها را معرفی می‌کنیم.

(۱) میانگین بازده^۱

در الگوی تعدیل‌شده با میانگین، میانگین بازده در طول یک دوره معین به عنوان بازده مورد انتظار تعیین می‌شود. محدوده زمانی این رویداد اختیاری است. به عنوان نمونه در براون و وارنر (۱۹۸۰) محدودده برآورد ۳۵ ماهه منتهی به ۱۰ ماه قبل از دوره رویداد، در نظر گرفته شده است. بیان ریاضی الگوی بازده مورد انتظار به صورت زیر است:

$$E(R_{it}) = \frac{1}{T} \sum_{S=T_1}^{T_2} R_{is} \quad (2)$$

در این فرمول،

$T = T_2 - T_1 + 1$ ، یعنی T تعداد دوره‌های زمانی است که برای محاسبه میانگین بازده استفاده می‌شود. در اصل این دوره همان محدودده برآورد است. R_{is} بازده واقعی مشاهده‌شده سهم i در دوره زمانی s است.

(۲) بازده تعدیل‌شده بازار^۲

یکی از اشکالات الگوی محاسبه بازده غیرعادی بر اساس میانگین بازده این است که شرایط کلی بازار در دوره رویداد، در محاسبه بازده مورد انتظار به حساب نمی‌آید. به عنوان مثال در حالتی که به دلیل بهبود شرایط عمومی بازار، قیمت سهام افزایش می‌یابد، اگر بازده مورد انتظار در دوره رویداد بر حسب میانگین بازده دوره‌های گذشته اندازه‌گیری شود، به نظر می‌رسد که بازده غیرعادی دوره رویداد به وقوع رویداد مربوط باشد، اما در واقع حداقل بخشی از این بازده به شرایط بازار و اثرات کلی بازار مربوط می‌شود. برای اصلاح این خطا، می‌توان به جای میانگین بازده از بازده بازار استفاده کرد. یعنی:

$$E(R_{it}) = R_{mt} \quad (3)$$

در فرمول بالا، R_{mt} بازده بازار در دوره t است. مسئله‌ای که اینجا مطرح می‌شود انتخاب شاخص است که مبنای محاسبه R_{mt} قرار می‌گیرد. در عمل به دلیل در

۱) حذف سهامی که توقف معاملات دارند که در این صورت تعداد نمونه بسیار کم خواهد شد و بیان‌کننده مشخصات جامعه بورس نخواهد بود.

۲) روشی که با استفاده از فرآیندهایی، بازده چند دوره که معاملات در روزهایی که در فاصله قبلی دادوستد داشتند بر روزهایی که سهام معامله نداشته‌اند، تخصیص می‌یابد.

۳) روش لامپد^۴، که در این روش کل بازده به‌روزهایی که سهام گردش داشته‌اند تخصیص داده می‌شود و برای روزهایی که دادوستد نشده است، صفر قرار داده می‌شود.

۴) روش یکنواخت^۵، در این روش کل بازده بین روزهای وقفه و اولین روزی که دادوستد انجام شده است، تخصیص می‌یابد. به عبارتی دیگر، بازده روزهای وقفه یکسان در نظر گرفته می‌شود. گرچه این روش کارآتر از روش قبلی است، اما مشکلاتی را در آماره‌های آزمون ایجاد می‌کند.

۵) روش دادوستد تا دادوستد^۶، بازده حد فاصل دو روزی که سهم دادوستد محاسبه شده است، با بازده پرتفوی بازار در دوره مشابه مقایسه می‌شود؛ بنابراین نیازی به محاسبه بازده و یا اختصاص بازده به‌روزهای وقفه وجود ندارد.

آزمون قیمت سهام

فرضیه تحقیق با عنوان پیش‌بینی سود توسط مدیران دارای محتوای اطلاعاتی بوده و باعث تغییر در قیمت و حجم مبادلات سهام می‌گردد، بیان گردیده است. محققین به دنبال بررسی تغییرات قیمت و حجم مبادلات در اثر اعلان سود برآوردی هر سهم می‌باشند، به عبارت دیگر آیا سود پیش‌بینی‌شده دارای محتوای اطلاعاتی است که باعث تغییر در قیمت و حجم مبادلات سهام گردد.

البته باید بین اعلان اطلاعات و عوامل منعکس‌کننده این اطلاعات تفکیک قائل شد. چرا که ممکن است عوامل منعکس‌کننده اطلاعات بتوانند بر قیمت اوراق تأثیرگذار باشند، ولی اعلان همان اطلاعات اثر بااهمیتی بر قیمت اوراق نداشته باشد که این خود نشانه یک بازار کارا است،

۲) در دوره مورد بررسی فعالیت پیوسته داشته باشد و سهام آن بدون وقفه بااهمیت (۲ ماه) مورد معامله قرار گرفته باشد.

۳) پیش‌بینی سود در ابتدا دوره و طی دوره مالی داشته باشند.

۴) به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه، دوره مالی شرکت‌ها باید به پایان اسفندماه منتهی باشد و طی دوره مورد بررسی تغییر دوره مالی نداشته باشد.

۵) افزون بر این کلیه اطلاعات مالی و غیرمالی از جمله یادداشتهای همراه صورت‌های مالی نیز در دسترس باشد.

۶) حداقل سه روز بعد از روز رویداد سهم آن مبادله شده باشد.

با اعمال محدودیت‌های فوق در طی سال‌های ۱۳۹۰=۱۳۸۶ از تعداد ۲۱۷ شرکت نمونه، ۵۳۳۴ پیش‌بینی سود داشته‌اند که از میان آنان آثار ۱۷۷۹ پیش‌بینی اولیه و تعدیل پیش‌بینی سود توسط مدیران مورد بررسی قرار گرفت.

۳- مدل پژوهش و روش‌های اندازه‌گیری آن

در مدل بازار برآورد برای هر شرکت با استفاده از حداقل مربعات معمولی است. مشکلی که در بازارهای سهام کوچک مثل بورس اوراق بهادار تهران در محاسبه برآورد ایجاد می‌شود، بسیاری از سهام شرکت‌ها ممکن است سهام آنان به صورت روزانه معامله نشود و توقف معاملاتی داشته باشد. اگر یک سهم به صورت روزانه دادوستد نشود، برآورد بازده مورد انتظار و سنجش بازده غیرعادی آن دچار مشکل می‌شود، زیرا وقفه‌های معاملاتی موجب می‌شود تا نتوان بازده واقعی روزانه سهام را محاسبه کرد. در نتیجه، برآورد پارامترهای الگوی بازار (α) و (β) دچار محدودیت می‌شود. گرچه روش استاندارد برای رفع این محدودیت وجود ندارد، اما در عمل پژوهشگران به راه‌هایی زیر روی می‌آورند. این روش‌ها در مورد روزهایی که دادوستد سهام دچار وقفه بوده، استفاده می‌شود:

(10)

$$T_1^{CAR} = \frac{\sum_{t=-1}^1 A'_t}{\sqrt{3S^A(\bar{A}')}}$$

T_2 : آزمون t که بر اساس بازده‌های غیرعادی استاندارد شده است. در این آماره ابتدا بازده‌های غیرعادی هر سهم به انحراف معیار بازده غیرعادی همان سهم تقسیم می‌شود، سپس با جمع نمودن نتایج حاصل برای هر سهم، آماره آزمون به دست می‌آید.

(11)

$$A^s_{it} = \frac{A'_{it}}{S(A_{it})}$$

(12)

$$S(A_{it}) = \sqrt{\frac{1}{T_i - 1} \sum_{t=1}^{T_i} (A'_{it})^2}$$

(13)

$$R_t = n\alpha + \beta R_{mt} + \sum_{s=t-(n-1)}^t \varepsilon_s$$

(14)

$$A'_t = \frac{1}{\sqrt{n}} A_t = \frac{1}{\sqrt{n}} R_t - \sqrt{n}\hat{\alpha} + \frac{1}{\sqrt{n}} \hat{\beta} R_{mt}$$

(15)

$$T_2^{CAR} = \frac{\sum_{j=1}^n A^s_{j-1} + \sum_{g=1}^N A^s_{j0} + \sum_{g=1}^N A^s_{j+1}}{\sqrt{3N}} \approx N(0,1)$$

آزمون حجم مبادلات سهام

برای آزمون معناداری حجم مبادلات سهام پس از اعلام سود، در این مطالعه از آزمون زوجی استفاده شده است. این آزمون معمولاً برای پژوهش‌های تجربی و نشان دادن تأثیر یک نوع مداخله به کار برده می‌شود.

آماره t در این آزمون دارای درجه آزادی $n-1$ بوده و با رابطه ذیل محاسبه می‌شود.

زیرا بازار کارا ممکن است از منابع دیگر (رسمی و غیررسمی) اطلاعات را کسب کرده باشد، بنابراین بررسی قیمت و حجم مبادلات سهام در زمان پیش‌بینی سود توسط مدیران حائز اهمیت بوده و بررسی آن پاسخگوی سوالات ما خواهد بود.

برای آزمون محتوای اطلاعاتی از تخمین‌های آماری ذیل استفاده می‌شود:

$$H_0: CAR_{-5,+5} = 0 \quad (7)$$

$$H_1: CAR_{-5,+5} \neq 0$$

و برای آزمون حجم معاملات:

$$H_0: V_{-5,+5} - V_{-1,+0} = 0 \quad (8)$$

$$H_1: V_{-5,+5} - V_{-1,+0} \neq 0$$

CAR : بازده انباشته تجمعی و بازده نیز بر اساس فرمول ذیل محاسبه گردیده است:

$$R_{jt} = L_n \left[\frac{P_t}{P_{t-n}} \right] - 1$$

+5 و -5: دوره رویداد

V : حجم مبادلات بوده که به صورت ذیل محاسبه گردیده:

$$V_{qt} = \frac{\text{تعداد سهام شرکت } q \text{ که در روز } t \text{ داد و ستد شده}}{\text{تعداد سهام شرکت } q \text{ که در روز } t}$$

آماره آزمون

برای تبیین واکنش تغییرات ارقام بازده غیرعادی آماره‌های مختلفی وجود دارد. آماره‌ای که بتواند با حداقل تغییر در بازده غیرعادی، معنی‌داری بیشتری را نشان دهد، در پژوهش رویدادی توان بیشتری خواهد داشت. در این مقاله از آماره‌های ذیل استفاده شده است:

T_1 : آزمون t که بابت استقلال مقطعی غیرعادی در روز رویداد تعدیل شد است (براون و وانر، ۱۹۸۵).

در این آماره فرض استقلال بازده‌های غیرعادی در بین سهام مطرح است. میانگین مقطعی بازده‌های غیرعادی بین صورت به دست می‌آید:

$$\bar{A}'_t = \frac{1}{N_t} \sum_{j=1}^{N_t} A'_{jt} \quad (9)$$

آماره‌ای که توسط پاتل تعدیل شده و بدین صورت بیان گردیده:

(۱۶)

$$t = \frac{\bar{d} - \mu_d}{S_{\bar{d}}}$$

برای آزمون این ادعا که دوره قبل و بعد از رویداد تفاوت قابل توجهی ندارد گام‌های زیر را طی می‌کنیم (d) نشان‌دهنده تفاوت دو متغیر است):

(۱۷)

$$\begin{cases} H_0: \mu_d = 0 \\ H_1: \mu_d \neq 0 \end{cases}$$

۴- فرضیه‌های پژوهش

ادبیات پیش‌بینی سود به طور گسترده در ایالت متحده توسعه یافته است، جایی که پیش‌بینی سود توسط مدیران اختیاری است. تحقیقات زیادی در باره انگیزه مدیران از ارائه پیش‌بینی‌های سود انجام شده است. برای نمونه اجینکا و همکاران (۱۹۸۴) فرضیه‌ای انتظارات تعدیلی را بررسی نموده‌اند، که طبق فرضیه یادشده، مدیران زمانی پیش‌بینی‌های سود را ارائه می‌نمایند، که انتظارات آنان بر خلاف انتظارات فعالان بازار سرمایه باشد. همچنین شواهدی وجود دارد، که مدیران در مقابله با اخبار منتشره در مورد شرکت، پیش‌بینی‌هایی در پیش‌دستی به واکنش بازار به این اخبار و به دلیل شهرت و الزام قانونی اقدام می‌نمایند (کایزنیک، ۱۹۹۴ و اسکینر، ۱۹۹۵). این نتایج نشان می‌دهد، زمانی که انتظارات مدیران از سود، متمایز از انتظارات سرمایه‌گذاران بیرونی باشد، تمایل بیشتری به انتشار پیش‌بینی سود دارند، زیرا سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه به طور متوسط دارای انتظارات منطقی هستند، واکنش بازار سرمایه به پیش‌بینی‌های سود به احتمال زیاد به تصورات سرمایه‌گذاران بیرونی از زیربنای تصمیمات انتشار پیش‌بینی سود از طرف مدیران بستگی دارد. این درون‌زایی استفاده از مدارک افشای اختیاری، نتیجه‌گیری در باره اعتبار پیش‌بینی مدیران را مشکل می‌کند، زیرا بررسی‌های قبلی عموماً نشان می‌دهد که انگیزه مدیران به ارائه پیش‌بینی‌ها به میزان اخبار منتشرشده در مورد شرکت افزایش می‌یابد و این افشاها به طور متوسط دارای

محتوای اطلاعاتی برای بازار سرمایه باشد (اسکینر، ۲۰۰۹). این موضوع در مورد بازارهای سهام که پیش‌بینی سود توسط مدیران، اجباری بوده و هیچ‌گونه جرائم در مورد انحراف سود واقعی از سود پیش‌بینی‌شده توسط مدیران در نظر گرفته نمی‌شود شرایط ممکن است متفاوت باشد، این دیدگاه‌ها قابل آزمون بودن این فرضیه را نشان می‌دهد:

فرضیه ۱- اعلان پیش‌بینی سود توسط مدیران برای بازار سرمایه دارای محتوای اطلاعاتی است.

ماهیت قوانین و مقررات در برخی کشورها در مورد جرائم قانونی سوگیری مدیران در پیش‌بینی سود به طور نسبی بسیار اندک است. اگرچه ممکن است برای مدیران هزینه‌ای شهرت و اعتبار داشته باشد. مدیرانی که به صورت مکرر پیش‌بینی‌های سود خود را با سوگیری منتشر می‌کنند، احتمالاً پیش‌بینی آن‌ها دارای اعتبار کمتری برای سرمایه‌گذاران بازار سرمایه دارد و باعث کاهش اثربخشی در تبادل با بازار سرمایه و رویهمرفته در شهرت مدیران می‌شوند (هاتون و استوکن، ۲۰۰۶).

یکی دیگر از اهداف پیش‌بینی سود توسط مدیران کمک به بودجه‌بندی داخلی و کنترل عملکرد شرکت با بودجه پیش‌بینی‌شده است. اگر پیش‌بینی مدیران به صورت گسترده تحت تأثیر فرآیند بودجه‌بندی داخلی باشد، دلیل ندارد که خوش بینی در یک دوره با دوره‌های بعدی در تضاد باشد و رفتار سوگیرانه‌ی مدیران در دوره‌های مختلف یکسان نباشد. بحث در این مورد به پیش‌بینی مدیران در ابتدای سال مالی مربوط می‌شود. دو نوع دیدگاه در مورد تجدیدنظر در پیش‌بینی‌ها وجود دارد. اولاً به هر اندازه که در پیش‌بینی‌های سود اولیه مدیران سوگیری وجود داشته باشد برای مدیران هزینه بیشتری دارد، انتظار می‌رود مدیران در پیش‌بینی سود در دوره‌های بعدی تجدیدنظر نمایند و سوگیری مدیران نیز به طور نسبی کمتر شوند. انتظار می‌رود با سپری شدن بخشی از عملکرد دوره مالی، مدیران به اطلاعات بیشتری در مورد عملکرد واقعی دست می‌یابند، آن باعث می‌شود، مدیران پیش‌بینی‌های سود را دقیق‌تر انجام دهند. ثانیاً، به همان اندازه که مدیران در پیش‌بینی‌های سود اولیه دارای سوگیری هستند فعالان بازار سرمایه در دوره‌های

۱- بازده میانگین تعدیل‌شده
 ۲- بازده میانگین تعدیل‌شده بازار
 ۳- مدل بازار
 برای آزمون معناداری هر یک از روش‌های از دو
 آماره T_1 و T_2 و برای پیش‌بینی بازده مورد انتظار برای
 سهام کم‌گردش از دو روش ذیل به‌کارگیری گردید:

۱- روش یکنواخت

۲- روش تجمعی

فرضیه‌های تحقیق آزمون محتوای اطلاعاتی
 پیش‌بینی سود اولیه و تعدیل پیش‌بینی‌ها است، برای هر
 کدام جداگانه بررسی گردید. دوره رویداد ۱۱ (۵+ و ۵-) روز
 در نظر گرفته‌شده و آزمون معناداری هم برای روز
 رویداد و هم دوره رویداد جداگانه انجام گردیده است.

بعدی از این کار مطلع شده و این اخبار پیش‌بینی سود
 توسط مدیران را در دوره‌های بعدی تعدیل می‌کنند و
 انتظار می‌رود که پیش‌بینی‌های سود توسط مدیران در
 دوره‌های بعدی تعدیل‌شده و سوگیری آنان کمتر شود
 و دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری باشد (اسکینر، ۲۰۰۹).
 این نتایج منجر به این می‌شود که فرضیه زیر را مطرح
 نماییم:

فرضیه ۲- تعدیل پیش‌بینی سود سالانه توسط مدیران،
 برای بازار سرمایه دارای محتوای اطلاعاتی است.

۵- نتایج آزمون

همان‌طور که در روش پژوهش به تفصیل بیان گردید،
 برای سنجش بازده غیرعادی از روش‌های ذیل استفاده
 گردید:

جدول (۱): آمار توصیفی بازده‌های غیرعادی در دوره برآورد بر اساس روش یکنواخت

روش	نوع پیش‌بینی	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
مدل بازار	اولیه	0.0017	0.5163	-0.1343	0.0212	5.8916	104.5004
	تعدیل	0.0003	1.0021	-0.8683	0.0282	5.1715	375.1102
میانگین تعدیل‌شده	اولیه	0.0014	0.5166	-0.1284	0.0214	5.7608	102.1734
	تعدیل	0.0003	1.0155	-0.8697	0.0278	5.2072	397.1222
میانگین بازار	اولیه	0.0009	0.5109	-0.1351	0.0214	5.5767	97.5029
	تعدیل	-0.0007	1.0201	-0.8622	0.0284	5.3858	372.4982

جدول (۲): آمار توصیفی بازده‌های غیرعادی در دوره برآورد بر اساس روش تجمعی

روش	نوع پیش‌بینی	میانگین	حداکثر	حداقل	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
مدل بازار	اولیه	0.0009	1.0309	-1.1016	0.0560	-1.2872	144.3715
	تعدیل	-0.0001	1.2001	-1.4721	0.0649	-2.1783	122.9328
میانگین تعدیل‌شده	اولیه	0.0006	1.0307	-1.1015	0.0560	-1.2882	144.3574
	تعدیل	0.0000	1.2002	-1.4717	0.0648	-2.1574	123.5809
میانگین بازار	اولیه	0.0000	1.0274	-1.1034	0.0559	-1.2588	145.1713
	تعدیل	-0.0011	1.2035	-1.4647	0.0649	-2.1364	122.5491

نتایج آزمون بر اساس پیش بینی سود اولیه و تعدیل پیش بینی سود و بر مبنای روش های مختلف به ترتیب در جداول زیر ارائه می گردد:

جدول (۳): نتایج آزمون بر اساس پیش بینی سود اولیه توسط مدیران

آماره آزمون		مقدار بحرانی	آماره آزمون						
			آماره T2		آماره T1				
روز	دوره	روز	دوره	روز	دوره	روز	دوره		
رد	دوره	پذیرش	دوره	روز	روز	روز	دوره	میانگین تعدیل شده	روش تجمعی:
رد	دوره	پذیرش	دوره	روز	روز	روز	دوره	تعدیل شده بازار	
رد	دوره	پذیرش	دوره	روز	روز	روز	دوره	مدل بازار	
رد	دوره	پذیرش	دوره	روز	روز	روز	دوره	میانگین تعدیل شده	روش یکنواخت:
رد	دوره	پذیرش	دوره	روز	روز	روز	دوره	تعدیل شده بازار	
رد	دوره	پذیرش	دوره	روز	روز	روز	دوره	مدل بازار	

جدول (۴): نتایج آزمون بر اساس تعدیل پیش بینی سود توسط مدیران

آماره آزمون		مقدار بحرانی	آماره آزمون						
			آماره T2		آماره T1				
روز	دوره	روز	دوره	روز	دوره	روز	دوره		
رد	دوره	پذیرش	دوره	روز	روز	روز	دوره	میانگین تعدیل شده	روش تجمعی:
رد	دوره	پذیرش	دوره	روز	روز	روز	دوره	تعدیل شده بازار	
رد	دوره	پذیرش	دوره	روز	روز	روز	دوره	مدل بازار	
رد	دوره	پذیرش	دوره	روز	روز	روز	دوره	میانگین تعدیل شده	روش یکنواخت:
رد	دوره	پذیرش	دوره	روز	روز	روز	دوره	تعدیل شده بازار	
رد	دوره	پذیرش	دوره	روز	روز	روز	دوره	مدل بازار	

جدول (۵): نتایج آزمون بر اساس پیش‌بینی سود اولیه توسط مدیران به صورت بازده غیرعادی تجمعی

آماره آزمون		مقدار بحرانی	آماره آزمون							
			آماره T ₂		آماره T ₁					
دوره	روز	دوره	روز	دوره	روز	دوره	روز			
H ₀ رد	H ₀ رد	پذیرش H ₀	H ₀ رد	1.96388	72.39169	-6.60941	1.25020	-2.32217	میانگین تعدیل شده	روش
H ₀ پذیرش	H ₀ رد	پذیرش H ₀	H ₀ رد	1.96387	-0.58233	-5.14673	0.08455	-2.29908	تعدیل شده بازار	تجمعی:
H ₀ رد	H ₀ رد	پذیرش H ₀	H ₀ رد	1.96388	73.32624	-6.36011	1.92228	-2.07904	مدل بازار	
H ₀ رد	H ₀ رد	H ₀ رد	H ₀ رد	1.96388	8.33207	4.40981	4.15990	2.74735	میانگین تعدیل شده	روش
H ₀ رد	H ₀ رد	H ₀ رد	H ₀ رد	1.96387	4.68855	3.72316	2.70534	2.77618	تعدیل شده بازار	یکنواخت:
H ₀ رد	H ₀ رد	H ₀ رد	H ₀ رد	1.96388	9.70537	5.07300	5.11170	3.16690	مدل بازار	

جدول (۶): نتایج آزمون بر اساس تعدیل پیش‌بینی سود اولیه توسط مدیران به صورت بازده غیرعادی تجمعی

آماره آزمون		مقدار بحرانی	آماره آزمون							
			آماره T ₂		آماره T ₁					
دوره	روز	دوره	روز	دوره	روز	دوره	روز			
H ₀ رد	H ₀ پذیرش	H ₀ پذیرش	پذیرش H ₀	1.96204	-6.75855	-1.85681	-0.06877	-0.66721	میانگین تعدیل شده	روش
H ₀ رد	H ₀ رد	H ₀ رد	پذیرش H ₀	1.96204	-8.26785	-3.49089	-3.28826	-1.90996	تعدیل شده بازار	تجمعی:
H ₀ رد	H ₀ رد	H ₀ پذیرش	پذیرش H ₀	1.96204	-7.38165	-2.53506	-0.30691	-1.13812	مدل بازار	
H ₀ رد	H ₀ پذیرش	پذیرش H ₀	پذیرش H ₀	1.96204	2.33817	0.16831	1.56417	-0.02146	میانگین تعدیل شده	روش
H ₀ رد	H ₀ رد	H ₀ رد	پذیرش H ₀	1.96204	-5.59268	-1.99122	-3.06440	-1.81373	تعدیل شده بازار	یکنواخت:
H ₀ رد	H ₀ پذیرش	پذیرش H ₀	پذیرش H ₀	1.96204	2.68773	-0.04542	1.36184	-0.52106	مدل بازار	

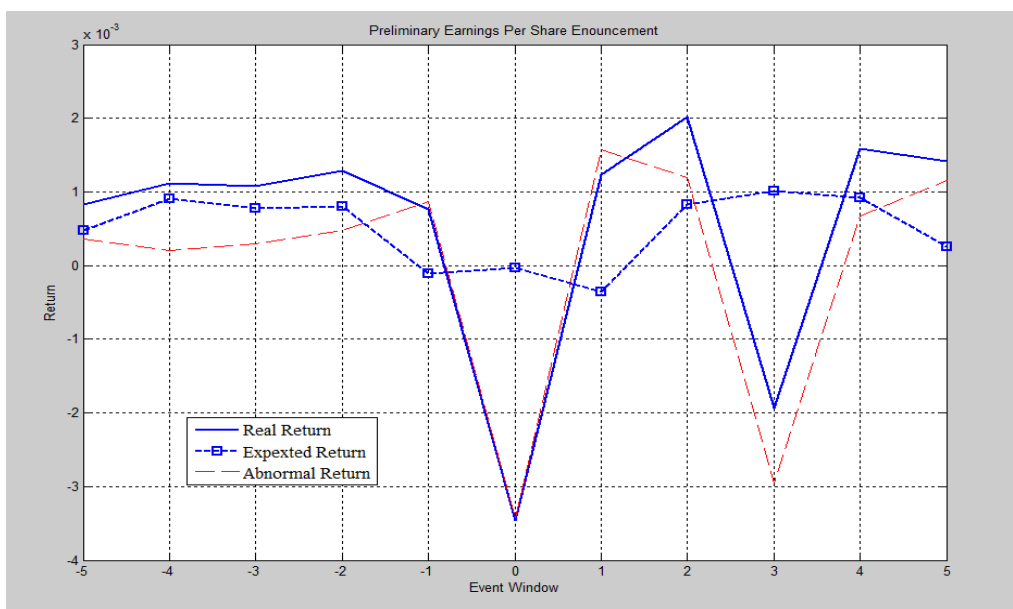
نتایج جدول (۴) نشان می‌دهد، تعدیل پیش‌بینی سود بر مبنای روش تجمعی بر اساس آماره T₁ در دوره رویداد دارای محتوای اطلاعاتی بوده، ولی بر اساس آماره T₂ هم در روز رویداد و هم در دوره (۱۱ روزه) دوره رویداد دارای محتوای اطلاعاتی است. ولی بر مبنای روش یکنواخت بر

نتایج جدول (۳) نشان می‌دهد، پیش‌بینی سود اولیه بر مبنای روش تجمعی و بر اساس آماره T₂ هم در روز رویداد و هم در دوره (۱۱ روزه) رویداد دارای محتوای اطلاعاتی بوده ولی بر مبنای روش یکنواخت بر اساس آماره T₂ تنها در روز اثرگذار بوده است.

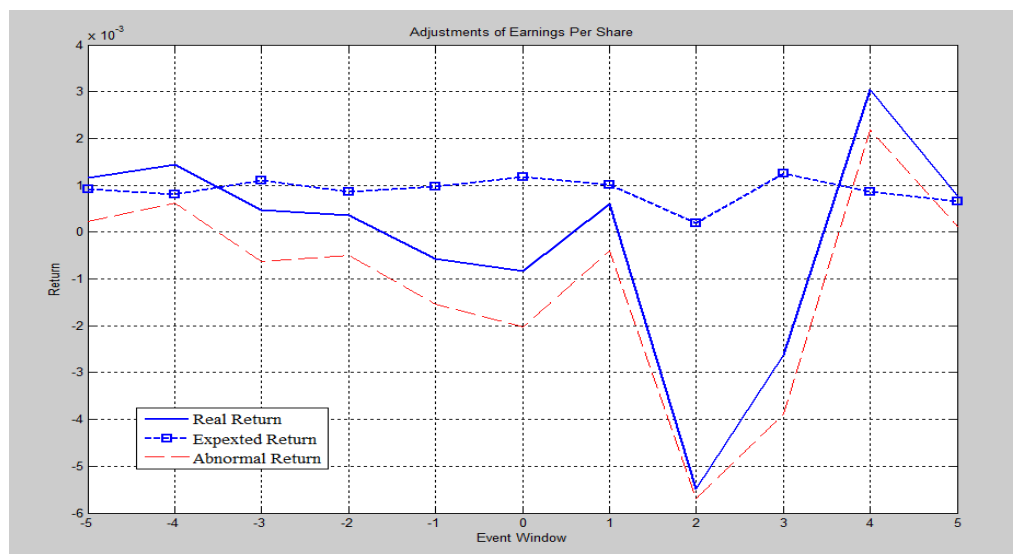
نتایج جدول (۶) نشان می‌دهد، در روش تجمعی بر اساس تعدیل‌شده بازار بر اساس آماره T_1 در دوره رویداد و بر اساس آماره T_2 به استثنا روش میانگین تعدیل‌شده بازار دارای محتوای اطلاعاتی است. در روش یکنواخت نیز بر مبنای روش تعدیل‌شده بازار به آماره T_1 در دوره رویداد و آماره T_2 در دوره رویداد، تعدیل پیش‌بینی سود بر بازده سهام تأثیرگذار است. نمودار (۱) و (۲) تصویری از نتایج آزمون‌ها ارائه می‌دهد:

اساس آماره T_1 تنها در دوره رویداد و بر اساس آماره T_2 در روز اثرگذار بوده است.

نتایج جدول (۵) که بازده های غیرعادی به صورت تجمعی محاسبه گردیده است، پیش‌بینی سود اولیه تنها بر مبنای روش تجمعی بر اساس آماره T_1 در دوره رویداد دارای و آماره T_2 در روش تعدیل‌شده بازار در دوره رویداد دارای محتوای اطلاعاتی نبوده، ولی در مابقی روش‌ها پیش‌بینی سود اولیه مدیران بر بازده سهام تأثیرگذار است.



نمودار (۱): آثار پیش‌بینی سود بر اساس پیش‌بینی سود اولیه توسط مدیران



نمودار (۲): آثار پیش‌بینی سود بر اساس تعدیل پیش‌بینی سود توسط مدیران

نمودار (۱) بیانگر آن است که پیش‌بینی سود اولیه توسط مدیران عمدتاً در روز رویداد و بعد از آن بر بازده سهام تأثیرگذار است. نمودار (۲) بیانگر آن است که تعدیل پیش‌بینی سود توسط مدیران در دوره پس از رویداد تأثیرگذار است. تأثیر پیش‌بینی از روز یکم شروع گردیده و تا روز چهارم ادامه داشته است.

برای آزمون محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی سود توسط مدیران بر حجم معاملات از آزمون زوجی استفاده گردید. برای آزمون اثربخشی پیش‌بینی سود برای ۵ روز قبل و ۵ روز پس از روز پیش‌بینی سود توسط مدیران مقایسه می‌شود، نتایج آزمون در جدول (۹) (۱۰) ارائه می‌گردد. به منظور ارائه تصویری کلی از داده‌ها، آمار توصیفی متغیرها به تفکیک در مورد پیش‌بینی سود اولیه و تعدیل پیش‌بینی سود به شرح ذیل ارائه می‌گردد:

جدول (۷): آمار توصیفی آثار پیش‌بینی سود اولیه توسط مدیران بر حجم معاملات

اطلاعات اولیه	تعداد روز	میانگین	انحراف معیار	خطای معیار میانگین
قبل از رویداد	۵	.00054800	.000093113	.000041641
بعد از رویداد	۵	.00201200	.000656978	.000293809

جدول (۸): آمار توصیفی آثار تعدیل پیش‌بینی سود توسط مدیران بر حجم معاملات

اطلاعات اولیه	تعداد روز	میانگین	انحراف معیار	خطای معیار میانگین
قبل از رویداد	۵	.00045060	.000028667	.000012820
بعد از رویداد	۵	.00161620	.000377343	.000168753

جدول (۹): نتایج آزمون آثار پیش‌بینی سود اولیه توسط مدیران بر حجم معاملات

آزمون t-برای تساوی میانگین‌ها					آزمون لیونیز برای تساوی واریانس‌ها		میانگین معاملات
تفاوت خطای استاندارد	تفاوت میانگین	سطح معنی‌داری (2-tailed)	درجه آزادی	t	سطح معنی‌داری (sig)	F	
.00029674	-.00146400	.001	8	-4.934	.014	9.670	با فرض تساوی واریانس
.00029674	-.00146400	.007	4.161	-4.934			با فرض عدم تساوی واریانس

جدول (۱۰): نتایج آزمون آثار تعدیل پیش‌بینی سود توسط مدیران بر حجم معاملات

t آزمون t-برای تساوی میانگین‌ها					آزمون لیونیز برای تساوی واریانس‌ها		میانگین معاملات
تفاوت خطای استاندارد	تفاوت میانگین	سطح معنی‌داری (2-tailed)	درجه آزادی	t	سطح معنی‌داری (sig)	F	
.00016923	-.001165600	.001	8	-6.887	.014	9.952	با فرض تساوی واریانس
.00016923	-.001165600	.007	4.046	-6.887			با فرض عدم تساوی واریانس

نتایج جدول (۹) نشان می دهد، در بازه اطمینان ۹۵ درصدی برای اختلاف میانگین گردش حجم معاملات سهام پس از اعلان پیش‌بینی سود توسط مدیران در قبل و بعد از رویداد وجود داشته و علامت منفی بیانگر این است که میانگین حجم معاملات بعد از اعلام پیش‌بینی سود افزایش یافته است.

نتایج جدول (۱۰) نشان می دهد، در بازه اطمینان ۹۵ درصدی برای اختلاف میانگین گردش حجم معاملات سهام پس از اعلان تعدیل پیش‌بینی سود توسط مدیران در قبل و بعد از رویداد وجود داشته و علامت منفی بیانگر این است که میانگین حجم معاملات بعد از اعلام پیش‌بینی سود افزایش یافته است.

۷- نتیجه‌گیری و بحث

در این تحقیق محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی سود های اولیه مدیران مورد آزمون قرار گرفت، نتایج حاصل از آزمون بر وجود محتوای اطلاعاتی انتشار پیش‌بینی سودهای توسط مدیران بر قیمت و حجم معاملات سهام دلالت دارد. در طی سال مالی مدیران شرکت ها سود پیش‌بینی شده اولیه را تجدید نظر می کنند. شواهد این تحقیق نشان داده است، ارائه این سود ها از طرف مدیران دارای محتوای اطلاعاتی برای بازار می باشد. نتایج این تحقیق هم چنین شواهدی دیگر بر متاثر شدن بازار سهام به سبب انتشار اطلاعات جدید است. عکس‌العمل بازار سهام نسبت به انتشار پیش‌بینی سود اولیه در روز رویداد نسبت به تعدیل پیش‌بینی سود اولیه با اندکی تأخیر همراه بوده است. شواهد نشان‌دهنده محتوای اطلاعاتی اعلام پیش‌بینی سود توسط مدیران برای بازار سرمایه بوده و سرمایه‌گذاران می‌توانند به عنوان یکی از اطلاعات در جهت سرمایه‌گذاری بر آن اتکا نمایند. نتایج بیانگر تایید یافته های جهان‌خانی و صفار (۱۳۸۲) در مورد محتوای اطلاعاتی سود های برآوردی هر سهم و مشابه نتایج به دست آمده توسط کاتو و اسکینر (۲۰۰۹) در بازار سهام ژاپن می باشد. اعتبار پیش‌بینی سود توسط مدیران موضوع اصلی ادبیات افشا برای چندین دهه بوده است. هنوز بیشتر شواهدی که در این مورد ارائه گردیده در بازار های است که پیش‌بینی سود در آنجا اختیاری می باشد،

بنابراین تعمیم نتایج برای کلیه بازار ها مشکل است. ساختار بورس اوراق بهادار تهران که انتشار پیش‌بینی سود از طرف مدیران اجباری است، این امکان را برای تحقیق آثار پیش‌بینی سود توسط مدیران فراهم می نماید.

با توجه به نقش اطلاعات شفاف قابل‌اتکا و به موقع در تصمیم‌گیری و مشارکت عموم مردم در سرمایه‌گذاری پیشنهاد می‌گردد:

- وضع قوانین و مقررات به منظور الزام شرکت‌ها به پیش‌بینی به موقع
- وضع مقرراتی در جهت اعمال تشویق و جرائم به منظور دقت در پیش‌بینی پیش‌بینی سود توسط مدیران
- فراهم آوردن بستری مناسب جهت اطلاع رسانی سریع و دقیق و صحیح
- با توجه به نتایج به دست آمده از این تحقیق، پیشنهادتی برای انجام تحقیقات در این زمینه به شرح زیر اعلام می‌گردد:
- بررسی ارتباط بین پیش‌بینی سود توسط مدیران و هزینه حقوق صاحبان سهام
- تأثیر خطای پیش‌بینی سود مدیران بر ارزش شرکت
- بررسی ارتباط بین خطای پیش‌بینی سود توسط مدیران و اقلام تعهدی

فهرست منابع

- * ایزدی نیا، ناصر (۱۳۸۹). « بررسی رابطه بین خطای پیش‌بینی سود»، مجله تحقیقات حسابداری، پاییز ۱۳۸۹؛ ۷۲: (۷) ۸۵-۸۵.
- * خالقی مقدم، حمید و محمد بهرامیان (۱۳۸۴). «میزان صحت پیش‌بینی سود شرکت‌ها در عرضه اولیه»، فصلنامه مطالعات حسابداری، شماره ۱۱، تهران: انتشارات دانشگاه علامه طباطبایی.
- * جهان‌خانی، علی و امیر صفاریان (۱۳۸۲). «واکنش بازار سهام نسبت به اعلان سود برآوردی هر سهم در بورس اوراق بهادار تهران»، تحقیقات مالی، سال پنجم، شماره ۱۵.

- Classification: G30, G31, G32, G35-Koch.A. (2001).
- * Hag choi, J and d. Ziebrat (2010). Do the management EPS Forecasts allow Retures to reflect future Earning ? Implications for the continuation of managements quarterly earning guidance. Rev Account Stud, DOI 10.1007/s11142-010-9131-6.
- * Koch.A. (2001). "financial Distress and the Credibility of Mangement Earnings Forecasts.« Working Paper, Carnegie Mallon University, Pittsburgh, PA.
- * Lennox.c.s and chul w. park, The information and management issuance of earinig forecasts,"journal of.accounting and economics", (42, (2006)439-458
- * Mackinlay, A.Craig (1997)."Event Studies in Economic and Finance ".JonrnaJ of Economic Literature 35,13-39.
- * M.Bagaella,L,Becchetti, and A.Carpentieri(2003). the first shall be last. Journal of Banking and Finance,24,2000.
- * Ota,k. (2002). "Does the Stock Market Know the Systematic Bia in Management Earnings Forecast? E-Empirical_ Evidence from Japan." <http://home page2.nify>"
- * Patell, J. M. (1976). Corporate forecasts of earnings per share and stock price behavior: Empirical tests. Journal of Accounting Research 14: 246-276.
- * Pownall.G. C. Wasley, and G. Vaymire. "The Stock Price Effec of Alternative Types of Management Earnings Forecasts..." The Accounting Review, VoL 68, 0. 4(1993): 896-912.
- * Skinner, D. el at, 2009. Mangement Forecast in Japan: American Accounting Association, Vol. 84.No. 5.pp. 1575-1606.
- * -Watts, R. L, & J. L. Zimmerman. (1986). "positive Accounting theory" prentice- Hall, Inc
- * Williams. P.A.1996. The realtion between a prior earning forecast by management and analyst response to a current management forecast accounting review 71(1):13-115.
- * قائمی، محمدحسین، (۱۳۸۸). «مروری بر روش‌شناسی رویداد»، «نشریه: اقتصاد، دانش و پژوهش حسابداری» تابستان ۱۳۸۸ - شماره ۱۷، ۸ صفحه - از ۶ تا ۱۱ - ۵۸.
- * قائمی، محمدحسین و علی بیات (۱۳۹۰). «بررسی عوامل موثر بر محتوای اطلاعاتی اعلان سودهای فصلی»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳۹۰، شماره ۶۵، ۱۳۰-۱۱۵.
- * کرمی، غلامرضا (۱۳۸۴)، «بررسی رابطه بین مالکین نهادی و محتوای اطلاعاتی سود»، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۳۸۷، ۸۵:۵۴-۱۰۳.
- * کردستانی، غلامرضا و مجتبی باقری (۱۳۸۸). «بررسی رابطه ارزش افزوده اقتصادی و نقدی با خطای پیش‌بینی سود»، تحقیقات حسابداری، شماره اول، ص ۱۴۷-۱۳۰.
- * کردستانی غلامرضا، آشتاب علی (۱۳۸۹). «بررسی رابطه بین خطای پیش‌بینی سود و بازده غیرعادی سهام شرکت‌های جدیدالورود به بورس اوراق بهادار تهران»، بررسی‌های حسابداری و 108-93:60؛ حسابرسی، سال هفدهم، تابستان ۱۳۸۹.
- * Ajinkya. B. S Bhojraj, and P. Sengupta. (2005). The associatioa between outsiders. iustitution investors and properties of management earnings forecasts. Journal of Accounting Research 343...
- * Ball and P. Brown, "An empirucal evaluation of accounting income numbers," Journal of Accounting Research, vol. 6, pp.159-178, 1968.
- * Beaver, 'W.H'. (1968). 'The information Content of Annual Earnings Announcements "; journal of Accounting Research, Vol. 6.
- * Brockman,p and J . Cicon(2013). The Information content of management Earning Forecasts: an Analysis of Hard Versus Soft Information. Journal of Financial Research, 10.1111/j.1475-6803.2013.12006.x
- * Fama, EugeneF. (1965). "The Behavior of Stock Market Prices." Journal of Business... XXXVIII (January, 1965-), 34-105.
- * Foster G. (1973). "Stock market Reaction to Estimates of Earnings per Share by Company officials".Journal of Accounting Research, spring, 1973
- * Itzhak Ben-D.el. at. Manageral Overconfidence and Corprate Pol, November 2007. JEL

یادداشت‌ها

- ۱-adjusted return
 ۲-Market adjusted return
 3-Market Model
 ۴-Lumped
 ۵-uniform
 ۶-Trade to Trade