[1-2 مقدمه 15](#_Toc280347412)

[2-2 مبانی نظری تحقیق- بخش اول: 16](#_Toc280347413)

[1-2-2 سودمندی محتوای اطلاعاتی سود و واکنش بازار سرمایه: 16](#_Toc280347414)

[2-2-2 آگاه شدن از واکنش بازار 18](#_Toc280347415)

[3-2-2-پژوهش بال و براون 19](#_Toc280347416)

[4-2-2 نتیجه تحقیق بال و براون 20](#_Toc280347417)

[5-2-2 ضریب واکنش سود 22](#_Toc280347418)

[3-2 بخش دوم- مفاهیم سود و سود غیرمنتظره: 25](#_Toc280347419)

[1-3-2 مفاهیم سود در حسابداری: 25](#_Toc280347420)

[2-3-2 روش های پیش بینی سود: 27](#_Toc280347421)

[3-3-2 مدل باکس- جنکینز: 28](#_Toc280347422)

[4-3-2 مراحل عملی روش باکس- جنکینز: 28](#_Toc280347423)

[5-3-2 مدل گام زدن تصادفی: 29](#_Toc280347424)

[4-2 بخش سوم بازده و بازده غیر منتظره 30](#_Toc280347425)

[1-4-2 بازده 30](#_Toc280347426)

[2-4-2 روش های محاسبه بازده سهامداران 30](#_Toc280347427)

[3-4-2 بازده مورد انتظار 34](#_Toc280347428)

[4-4-2 بازده مورد انتظار پرتفولیو 34](#_Toc280347429)

[5-4-2 بازده غیرعادی سهام 36](#_Toc280347430)

[5-4-2 تئوری بازار کارآ 40](#_Toc280347431)

[6-4-2 تأثیر کارایی: عدم قابلیت پیش بینی 40](#_Toc280347432)

[7-4-2 نقاط ضعف نظریه بازار کارآ 41](#_Toc280347433)

[8-4-2 پاسخ نظریه بازار کارآ 41](#_Toc280347434)

[9-4-2 بازار چطور کارآ می شود؟ 42](#_Toc280347435)

[10-4-2 درجات کارایی 42](#_Toc280347436)

[5-2-بخش چهارم ریسک عدم پرداخت: 43](#_Toc280347437)

[1-5-2 ماهیت ریسک: 43](#_Toc280347438)

[2-5-2 ریسک چیست؟ 43](#_Toc280347439)

[3-5-2 انواع ریسک 44](#_Toc280347440)

[4-5-2 ریسک عدم پرداخت( نکول) 45](#_Toc280347441)

[5-5-2 روشهای اندازه گیری ریسک عدم پرداخت: 45](#_Toc280347442)

[6-2بخش پنجم پیشینه تحقیق 50](#_Toc280347443)

[1-6-2 تحقیقات خارجی 50](#_Toc280347444)

[2-6-2 تحقیقات داخلی 60](#_Toc280347445)

# 1-2 مقدمه :

حسابداری به عنوان مکانیزمی جهت ایجاد توان ارائه اطلاعات مربوط، علاوه بر ایجاد امکان تصمیم گیری بهتر سرمایه گذاران ، دارای منافع اجتماعی از طریق بهبود کارکرد بازارهای اوراق بهادار می باشد. تحقیقات حسابداری تاکید دارد که قیمت ها در بازار اوراق بهادار به اطلاعات حسابداری واکنش نشان می دهد که این واکنش نشان از محتوا و، بار اطلاعاتی و اطلاعات مفید حسابداری است که باعث تغییر عقاید و رفتارهای سرمایه گذاران می شود و میزان درجه مفید بودن ، به وسیله وسعت و اندازه تغییرات حجم و با به دنبال انتشار اطلاعات اندازه گیری می شود.

شواهد اولیه واکنش بازار اوراق بهادار به اعلام سود حسابداری ، توسط آقایان بال و براون در سال 1968 ارائه شد، آنها نشان دادند که شرکتهایی با اخبار خوب دارای بازده غیر منتظره مثبت و شرکتهایی با اخبار بد دارای بازده غیر منتظره منفی هستند. موقعیت خاص هر فرد یا گروه برای دستیابی به سود و زیان در عرصه بازار ، عامل اصلی در خوب و بد بودن خبرها به شمار می رود، با این حال از دیدگاه بازار ، خبرهای خوب عامل افزایش بازده و خبرهای بد عامل کاهش بازده در بازار است.

اگرچه افراد و گروه های مختلف ، انگیزه های متفاوتی برای تهیه و ارائه اطلاعات دارند، با این حال، چنانچه اطلاعات خبرهای بد باشد ، توجیه لازم برای پنهان کردن و عدم افشای آن وجود خواهد داشت، البته پنهان نگاه داشتن خبرهای بدی که آگاهی نسبی قبلی در مورد آن وجود دارد ، تا حد زیادی بعید به نظر می رسد. در واقع ، از آنجا که افراد و گروه ها کاملا مخاطره گریز فرض می شوند، آنها حاضرند تا زمان دستیابی به اطلاعات مطمئن و مصونیت مناسب در برابر آثار ناشی از اطلاعات بد، مبالغی را برای پنهان کردن این نوع اطلاعات صرف کنند. بدون ایجاد مصونیت اثربخش، زیان های درخور توجهی در بازار تحمل می شود و بازار صحنه جا به جایی ثروت از بازندگان بی شمار به برندگان اندک خواهد بود.

استفاده از خبرهای بد برای تخصیص مجدد کل منابع اقتصادی در فرصت های سرمایه گذاری مطلوبتر جدای از تحمل زیانهای ناشی از جابجایی ثروت می تواند منجر به کسب بازده مناسب شود تا حدی که زیانهای وارده را نیز جبران کند. پنهان کردن و اختفای اطلاعات سبب می شود تا ارزش خاص اطلاعات افزایش یابد. با تاکید بر ادعای وجود بازندگان بسیار و برندگان اندک در بازار ، می توان علت اصلی اقدامات بازیگران عرصه بازار برای کاهش پنهان کاری و اختفای اطلاعات را درک کرد، اقداماتی که از طریق ایجاد تقاضا برای انتشار عمومی اطلاعات ، معنی دار می شود و ابزاری موثر برای کاهش توزیع مخاطرات سرمایه گذاران در بازار است. الزامات مربوط به منع داد و ستد اوراق بهادار برپایه اطلاعات داخلی به وسیله مدیران واحد اقتصادی ، نمونه ای از قوانینی است که در ارتباط با توجه به توزیع مخاطرات در بازار وجود دارد. ازجمله اخبار خوب و بد در بازار می توان به اخبار مربوط به وضعیت مالی ، نقدینگی، ریسک و پیش بینی های سود اشاره کرد. از این رو برای شناخت و توضیح علل واکنش های مختلف بازار به اطلاعات سود، مفهومی تحت عنوان ضریب واکنش سودد ERC مطرح گردید(کوتاری ، 1992،ص 175)[[1]](#footnote-1).

طی تحقیقات مختلف رابطه بین ضریب واکنش سود و متغیرهای مالی شرکتها مورد بررسی و ارزیابی قرار گرفته است. رویکرد اصلی در این پژوهش آزمون تجربی سودمندی محتوای اطلاعاتی سود از طریق آزمون تاثیر گذاری سود غیر منتظره بر بازده غیر منتظره با تاثیر پذیری از ریسک عدم پرداخت می باشد.

در این فصل ابتدا ادبیات موضوعی در خصوص سودمندی محتوای اطلاعاتی سود و واکنش بازار سرمایه، ریسک عدم پرداخت، مفاهیم سود ، سود غیرمنتظره و بازده غیر منتظره پرداخته شده سپس در انتهای فصل به تحقیق های گذشته داخلی و خارجی و نتایج آن نیز اشاره گردیده است.

# 2-2-مبانی نظری تحقیق- بخش اول:

# 1-2-2 سودمندی محتوای اطلاعاتی سود و واکنش بازار سرمایه:

بر اساس تحقیقات تجربی صورت گرفته به نظر می رسد اطلاعات حسابداری برای سرمایه گذاران جهت برآورد ارزش مورد انتظار و ریسک بازده اوراق مفید و سودمند است. فقط کافی است در نظر داشته باشیم اگر اطلاعات حسابداری محتوا و بار اطلاعاتی نداشت هیچگونه بازنگری در پیش بینی ها در اثر دریافت آنها وجود نخواهد داشت و بنابراین باعث تصمیمات خرید و فروش نخواهد شد و بدون تصمیمات خرید یا فروش هیچگونه تغییری در حجم معاملات و قیمت وجود نخواهد داشت. اطلاعات در حد خودشان مفیدند اگر باعث تغییر عقاید و رفتارهای سرمایه گذاران شوند ، بعلاوه میزان و درجه مفید بودن می تواند به وسیله وسعت و اندازه تغییرات حجم و قیمت به دنبال انتشار اطلاعات اندازه گیری شوند. رویکردی که بر تئوری حسابداری مالی و تحقیقات از سال 1968 حاکم بوده است و تنها اخبرا شروع به نتیجه دادن از طریق اندازه گیری دیدگاه ها نموده است. منظر اطلاعاتی از طریق اصلی ترین هیئت تدوین استانداردهای حسابداری پذیرفته شده است. دیدگاه این منظر این است که سرمایه گذاران می خواهند که خودشان بازدهی آینده سهام را بیش بینی کنند به جای اینکه حسابداران این کار را برای آنها بر اساس شرایط ایده آل انجام دهند و از این منظر حریصانه همه اطلاعات سود مند را می بلعند. تحقیقات تجربی نشان داده اند که حداقل برخی از اطلاعات حسابداری مفید ملاحظه شده اند. علاوه بر این رویکرد اطلاعاتی بیان می کند که تحقیقات تجربی می تواند به حسابداران کمک کند که سودمندی را از طریق اینکه به واکنش بازار اجازه دهند که آنها را به سمتی راهنمایی کند که چه اطلاعاتی سودمند هستند و چه اطلاعاتی برای سرمایه گذاران ارزش ندارند، افزایش دهند. منظر اطلاعاتی سودمندی تصمیم یک رویکرد گزارشگری مالی است که مسئولیت فردی برای پیش بینی آینده عملیات شرکت و تمرکز بر تامین اطلاعات سودمند برای این هدف را مورد توجه قرار می دهد. این رویکرد فرض می کند بازار اوراق بهادار کارا به هر نوع اطلاعات سودمند از هر منبع اطلاعاتی که شامل اطلاعات صورتهای مالی نیز هست واکنش نشان می دهد. در این بخش دلایل اینکه چرا ما باید واکنش قیمت بازار شرکتها را به اطلاعات صورتهای مالی پیش بینی کنیم بررسی خواهیم کرد. در بررسی این موضوع معمولا اطلاعات صورتهای مالی به بصورت خالص به پیش بینی های زیر در مورد رفتار سرمایه گذاران به خصوص واکنش به اطلاعات صورتهای مالی محدود می شود (نوروز بیگی، 1386،ص 175)1.

1. سرمایه گذاران درباره بازده مورد انتظار و ریسک دارای باورهای پیشین هستند. این باورهای پیشین بر پایه اطلاعاتی قرار دارد که در دسترس همگان است تا اینکه سود جاری شرکت اعلام شود (که سرمایه گذاران در باورهای خود تجدید نظر خواهند کرد). حتی اگر این باورها بر پایه اطلاعاتی قرار داشته باشد که در دسترس همگان است، هیچ الزامی وجود ندارد که باورهای پیشین همانند باشند، زیرا سرمایه گذاران در برابر اطلاعاتی که کسب می کنند و نیز از نظر توانایی تفسیر آنها متفاوتند. همچنین امکان دارد این باورهای پیشین شامل انتظاراتی باشد که در باره قدرت سودآوری آینده و کنونی شرکت نظیر بازده آینده اوراق بهادار ، دست کم، تا حدودی به سودآوری آن بستگی دارد.
2. پس از اعلام سود خالص سال جاری ، برخی از سرمایه گذاران درصدد بر می آیند اطلاعات بیشتری به دست آورند و این از طریق تجزیه و تحلیل عدد متعلق به سود میسر خواهد شد. برای مثال اگر سود خالص بالا برود یا از مقدار مورد انتظار بیشتر باشد این می تواند به عنوان خبر خوبی به حساب آید. اگر وضع بدین گونه باشد سرمایه گذاران با استفاده از نظر بیز[[2]](#footnote-2) در باورهایی که در باره بازده و قدرت سودآوری آینده شرکت دارند تجدید نظر خواهند کرد. برخی از سرمایه گذاران( کسانی که در مورد سود خالص جاری انتظارات بالاتری داشتند) احتمالا همین عدد سود خالص را به عنوان یک خبر بد تفسیر خواهند نمود.
3. سرمایه گذارانی که در باور های خود نسبت به سودآوری آینده و بالا رفتن بازده شرکت تجدید نظر کرده اند تمایل بیشتری نشان می دهند تا تعداد بیشتری سهم شرکت را به قیمت کنونی بازار خریداری کنند و کسانی که در بازار در باورهای خود در جهت عکس تجدید نظر کرده اند عمل عکس گروه دوم را انجام خواهند داد. ارزیابی سرمایه گذاران در مورد ریسک این سهام مورد تجدید نظر آنان قرار خواهند گرفت.
4. ما انتظار داریم پس از اعلام سود خالص شاهد این موضوع باشیم که معامله بر روی سهام شرکت افزایش یابد. گذشته از این، هر قدر تفاوت در باور های پیشین سرمایه گذاران و تفسیرهایی را که بر اساس اطلاعات مالی کنونی انجام می دهند ، بیشتر باشند ، حجم این معاملات بیشتر خواهد شد. اگر سرمایه گذاران سود خالص گزارش شده را به عنوان خبر خوب تفسیر کنند ( و در نتیجه بر انتظاراتی که در باره بازده و سود دهی آینده شرکت دارند بیفزایند) کسانی را تحت الشعاع قرار خواهند داد که اعلام سود خالص را به عنوان خبر بد تفسیر می کنند. در چنین شرایطی ما انتظار داریم شاهد افزایش قیمت سهام شرکت باشیم.

بیور در تحقیق بسیار مشهور خود واکنش ناشی از حجم معامله را مورد بررسی قرار داد. او به این نتیجه رسید که طی هفته اعلام سود خالص حجم معاملات بسیار افزایش می یابد. امکان دارد واکنش قیمت بازار بیانگر آزمون قوی تری در مقایسه با واکنش ناشی از حجم معامله در باره سودمندی اطلاعات از نظر تصمیم گیری باشد(بیور ، 1972، ص410)[[3]](#footnote-3).

# 2-2-2 آگاه شدن از واکنش بازار

تئوری بازار کارا بیان می کند که بازار به سرعت به اطلاعات جدید واکنش نشان می دهد. در نتیجه مسئله مهم این است که بدانیم در چه زمانی برای اولین بار خبر سود خالص گزارش شده به آگاهی همگان رسیده است. اگر پژوهشگر در صدد تعیین اثر این خبر در حجم معاملات و قیمت سهام باشد، حتی چند روز پس از این خبر دست به تحقیق بزنند، بسیار دیر شده است. زیرا پس از آن حتی با وجود اینکه چنین خبری وجود دارد نمی توان هیچ اثری از آن را مشاهده کرد. پژوهشگران برای حل این مسئله در صدد برآمدند ازتاریخی که سود خالص در رسانه های مالی ، مانند وال استریت ژورنال اعلام و گزارش شده است ، استفاده کنند. اگر قرار باشد بازار کارا واکنش نشان دهد ، آن باید از یک دریچه کوچک، در دوره چند روزه مربوط به این تاریخ چنین واکنشی را نشان می دهد (ثقفی، 1383،ص 7)1.

معمولا خبر خوب یا بد در سود خالص را با انتظار سرمایه گذاران از آن می سنجند. برای مثال اگر شرکتی سود خالص را 2 میلیون دلار اعلام کند و این همان چیزی باشد که سرمایه گذاران انتظار دارند به ندرت امکان دارد که سود خالص دارای بار اطلاعاتی باشد. ولی اگر سرمایه گذاران انتظار سود خالص 2 میلیون دلار را داشته اند ولی شرکت سود 3 میلیون دلاری را اعلام کند ، در این صورت این خبر خوب باعث می شود که سرمایه گذاران در جهت مثبت و با سرعت در باورهای خود تجدید نظر نمایند و نسبت به چشم اندازه آینده شرکت خوش بین تر شوند(چانی و چتر، 1993، ص50)[[4]](#footnote-4)2.

همیشه رویداد های گوناگونی وجود دارد که بر حجم عاملات و قیمت سهام تاثیر گذار است و به راحتی نمی توان از واکنش بازار نسبت به سود خالص گزارش شده آگاه گردید. برای مثال فرض کنید شرکتی سود خالص خود را گزارش نموده و این سود حاوی خبر های خوب است و همزمان با آن دولت یک چنین اعلامیه ای بر قیمت تمامی اوراق بهادار اثر بگذارد و آن هم به نوبه خود ، اثر ناشی از قیمت مربوط به خبر اعلام سود خالص شرکت را تحت الشعاع قرار دهد. از این رو روش مطلوب این است که عوامل اثر گذار موجود در کل بازار بر بازده سهام را از یکدیگر تفکیک نماییم(همان منبع، ص51).

# 3-2-2-پژوهش بال و براون

بال و براون در سال 1968 تحقیق تجربی و سنتی در زمینه حسابداری را در بازار های سرمایه آغاز کردند و این روش تحقیق تا به امروز ادامه دارد. نخست آنها می خواستند شواهد علمی متقاعد کننده ای را ارائه نمایند که بازده سهام شرکتها در برابر محتوای اطلاعاتی صورتهای مالی واکنش نشان می دهد. این نوع تحقیق را تحقیق موردی می نامند.

زیرا در این تحقیق در باره واکنش بازار اوراق بهادار نسبت به انتشار سود خالص بود. تحقیق بال و براون از این نظر ارزشمند است که دارای یک روش اصولی یا زیر بنایی است و می توان آن را گسترش داد(خوش طینت، 1385،ص 9)1.

بال و براون 261 شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار نیویورک را به عنوان نمونه برای مدت 10 سال (1965-1956) مورد مطالعه قرار دادند . آنها توجه خود را معطوف به محتوای اطلاعاتی سود خالص نمودند و به سایر اطلاعات ناشی از اجزای تشکیل دهنده صورتهای مالی ، مانند قدرت نقدینگی و ساختار سرمایه ، توجه نکردند(همان منبع،ص 10)2.

نخستین کار دو پژوهشگر این بود که محتوای اطلاعاتی سود خاص را اندازه گیری نمایند یعنی اینکه آیا سود خالص گزارش شده از مقدار مورد انتظار بیشتر (خبر خوب) یا از مقدار مورد انتظار کمتر (خبر بد) بود. بدیهی است که در این مورد می بایستی سود را جایگزینی انتظار بازار بود. زیرا بر اساس آن سود خالص غیر منتظره تنها در قالب تغییر در سود خالص مشخص می گردید. از این رو شرکتهایی که سود خالص پیش بینی از سال قبل داشتند در طبقه ای قرار گرفتند که خبر خوب اعلام می شد و بالعکس. دومین کار آنها این بود که بازده بازار مربوط به سهام شرکتهای نمونه را زمانی که نزدیک اعلام سود خالص بود مورد ارزیابی قرار دادند. این کار بر اساس روش محاسبه بازده غیر عادی انجام شد. تنها تفاوت در این بود که دو پژوهشگر از بازدهی ماهانه استفاده کردند. آنها خبر خوب مربوط به اعلام سود خالص را در نمونه خود مورد توجه قرار دادند. میانگین بازده غیر عادی بازار سهام در ماهی که خبر سود خالص اعلام شد، بسیار مثبت بود و بالعکس، میانگین بازده غیر عادی در مورد خبر بد مربوط به سود خالص متعلق به شرکتهای موجود در نمونه بسیار منفی بود. این نتیجه موید این می باشد که بازار در برابر خبر خوب یا بد مربوط به سود خالص ( متعلق به یک زاویه بسیار محدود در مورد اعلام سود خالص) واکنش نشان می دهد (خوش طینت، 1385،ص 11)3.

یکی از جنبه های مهم تحقیق بال و براون این بود که آنها برای طیف وسیعی متشکل از هر 11 ماه قبل و 6 ماه بعد از خبر سود تقسیمی این مطالعه را انجام دادند . این دو پژوهشگر برای هر یک از ماه های این 18 دوره میانگین بازده غیر عادی را محاسبه کردند.

# 4-2-2 نتیجه تحقیق بال و براون

مهمترین نتیجه تحقیق بال و براون این بود که موجب مطرح شدن سوالات زیادی در مورد سودمندی گزارشهای مالی شد. از دیدگاه منطقی گام بعدی پرسش این سوال است که آیا مقدار سود خالص مورد انتظار با اندازه و بزرگی واکنش بازار اوراق بهادار رابطه دارد یا نه؟ البته تحقیق بال و براون بر مبنای علامت یا نشانه سود خالص غیر منتظره قرار داشت. یعنی محتوای اطلاعاتی موجود در سود خالص ، در تحقیق این دو پژوهشگر را فقط می توان در قالب دو طبقه اعلام دو خبر خوب یا بد قرار داد که این مقیاس یا معیار نسبتا خوب است(خوش طینت و فلاح،1385،ص 12)1.

در مورد سوال مربوط به اندازه و بزرگی واکنش بازار ، بیور کلارک و رایت در سال 1979 در مورد میزان واکنش بازار تحقیقی انجام دادند. آنها نمونه متشکل از 276 شرکت را برای دوره 10 ساله از 1965 تا 1974 مورد مطالعه و تحقیق قرار دادند. در مورد هر شرکت موجود در این نمونه و برای هر سال که که این نمونه مورد تحقیق قرارا می گرفت ، آنها تغییرات غیر منتظره در سود خالص را محاسبه کردند سپس با روش مبتنی بر الگوی بازار در صدد برآمدند بازده غیر عادی سهام مربوط به تغییر غیر منتظره در سود خالص را محاسبه نمایند. این سه پژوهشگر با مقایسه کردن تغییرات غیر منتظره با بازده غیر عادی سهام به این نتیجه رسیدند که هر قدر شدت تغییرات در سود خالص غیر منتظره بیشتر باشد بازار اوراق بهادار واکنش بیشتری نشان خواهد داد این نتیجه با کاربرد الگوی قیمت گذاری داداییها ی سرمایه ای و با روش مبتنی بر سودمندی اطلاعات از نظر تصمیم گیری سازگار است. زیرا هر قدر تغییرات در سود غیر منتظره بیشتر باشد به طور متوسط تعداد بیشتری از سرمایه گذاران در دیدگاه خود در جهت مثبت مربوط به قدرت سودآوری آتی شرکت تجدید نظر خواهند کرد. در صورت ثابت ماندن سایر عوامل نسبت به بازدهی نیز دیدگاه بهتری پیدا خواهند کرد.

قبل از تحقیق بال و براون انتقال اطلاعات به بازار از طریق گزارش سود مشخص و محرز نبود. یکی از دلایل این بود که طبق فرضیه بازار کارا رقابت بین انتقال اطلاعات وجود دارد. بنابر این سایر منابع می توانند عواملی از سود را قبل از گزارش سود به بازار منتقل کند. بنا بر این سود در کل دارای محتوای اطلاعاتی است. با این وجود مقدار اطلاعات عمومی در دسترس شرکتی به شرکت دیگر متفاوت است که معمولا اطلاعات در مورد شرکتهای بزرگ به مراتب بیشتر از شرکتهای کوچک است.

از سال 1968 پژوهشگران حسابداری در باره واکنش بازار اوراق بهادار به سود خالص تحقیقات زیادی انجام دادند. ولی بعد از تحقیق بال و براون توجه ها معطوف به ضریب واکنش سود خالص شد و به دنبال آن این سوال مطرح شد که آیا با مفروض و مشخص بودن سود خالص غیر منتظره ، واکنش بازار اوراق بهادار در مورد بعضی شرکت ها نسبت به بعضی دیگر شدیدتر است؟

# 5-2-2 ضریب واکنش سود

بازده غیر منتظره بورس اوراق بهادار شناسایی شده به وسیله بال و براون ، میانگین بود، یعنی آنها نشان دادند که به طور متوسط شرکتهای با اخبار خوب دارای بازده غیر منتظره مثبت و برای شرکتهای با اخبار بد، دارای بازده غیر منتظره منفی می باشند. البته یک میانگین می تواند انحراف زیادی از حد متوسط را بپوشاند لذا احتمالا بازده غیر منتظره برخی شرکته بیشتر از حد متوسط و برخی زیر حد متوسط است. این موضوع باعث ایجاد سوال می شود که چرا بازار به اخبار خوب و بد برخی شرکت ها نسبت به برخی شرکتهای دیگر واکنش بیشتری نشان می دهد. اگر پاسخ این سوال را بتوان پیدا کرد ، حسابداران می توانند فهم و درک خود در مورد اینکه چرا اطلاعات حسابداری می توانند برای سرمایه گذاران مفید باشند ، بهبود بخشد. این در ابتدا می تواند باعث حرکت به سوی تهیه اطلاعات بسیار سودمند مالی شود. نتیجه اینکه ، یکی از مهمترین راهنمایی هایی که در تحقیقات تجربی حسابداری مالی از زمانی که تحقیق بال و براون انجام شده داشته است، شناخت و توضیح در مورد واکنش های مختلف بازار به اطلاعات سود است . این موضوع ، تحقیق ضریب واکنش سود نامیده می شود. ضریب واکنش سود، بازده غیر منتظره بازار را در واکنش به اجزای غیر منتظره سود گزارش شده توسط شرکت اندازه گیری می کند.

**دلایل واکنش متفاوت بازار:** اسکات دلایلی برای واکنش متفاوت بازار به سود گزارش شده بر مبنای بهای تمام شده تاریخی به شر زیر اعلام کرد:

1. **بتا (β):** هر چه قدر توالی بازده مورد انتظار آینده شرکت پر ریسک تر باشد ارزش آن برای سرمایه گذار ریسک پذیر پایین خواهد بود. برای یک سرمایه گذار متنوع (پرتفوی) بتا معیاری برای محاسبه اثر گذار دارایی است. سرمایه گذار به سود سال جاری به عنوان یک شاخص قدرت سود آوری و بازدهی آتی نگاه می کند. هر چه این بازده آتی پرریسک تر باشد واکنش بازار سرمایه گذاران به سود های غیر منتظره پایین خواهد بود. یک سرمایه گذار معقول تابع مطلوبیتش با ارزش مورد انتظار افزایش می یابد و با توجه به ریسک بازده پرتفوی وی ، کاهش می یابد.
2. فرض کنید سرمایه گذاران زمانی مطلع شوند که اوراق بهادار (پرتفوی) خبر خوبGN را منتشر کرده است ، آنها در نرخ بازده مورد انتظار این سهم تجدید نظر می کنند و تصمیم می گیرند این سهم را بخرند ولی اگر بتای این سهم بالا باشد این موضوع ریسک پرتفوی را افزایش می دهد . از آنجایی که سرمایه گذاران تصمیمات منطقی می گیرند و ریسک گریز هستند نتیجتا از تصمیم خود مبنی بر خرید سهام منصرف می شوند و سهام دارای بتای بالا و پر ریسک را خریداری نمی نمایند و در نتیجه تقاضا برای سهام با بتای بالا تر کاهش می یابد. بدیهی است که تقاضای پایین به معنی کند شدن آهنگ افزایش قیمت بازار و بازده سهم است ( در واکنش به خبر خوب). درنتیجه ضریب واکنش نسبت به سود خالص کاهش می یابد.
3. **ساختار سرمایه:** شرکت هایی که دارای اهرم (وام) زیاد هستند، افزایش در سود خالص ( بیش از بهره) موجب تقویت و افزایش ایمنی اوراق قرضه و سایر بدهی های شرکت می شود به گونه ای که خبر های خوب مربوط به سود خالص مورد استقبال دارندگان اوراق قرضه قرار می گیرد . از این رو ضریب واکنش در برابر سود خالص برای شرکت هایی که دارنده وام سنگین در مقایسه با شرکت هایی که بدون بدهی یا با بدهی کم هستند باعث می شود که ضریب واکنش سود آنها کاهش یابد. شواهد تجربی در مورد ضریب واکنش سود پایین برای شرکت های بار اهرم بالا و همچنین ضریب واکنش سود پایین برای شرکت های با نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام بالا توسط لی و فارقر ،1991،گزارش شده است(لی و فلرقر، 1991،ص 44)[[5]](#footnote-5).
4. **تداوم روند سودآوری:** هر چه قدر اخبار خوب یا بد در سود سال جاری، در سالهای آینده نیز پایدار باشد، انتظار داریم ضریب واکنش سود آن شرکت بالا باشد لذا اگر اخبار خوب GN سال جاری ناشی از معرفی موفقیت آمیز یک محصول جدید یا کاهش شدید هزینه توسط مدیریت باشد پاسخ بازار باید نسبت به زمانی که اخبار خوب متاثر از سود غیر منتظره فروش تجهیزات است، بیشتر باشد. سرمایه گذاران انتظار ندارند که سود های غیر منتظره ای که شناسایی شده است و ناشی از فروش تجهیزات ، اموال و ماشین آلات است در آینده نیز تکرار شود بنابر این واکنش آنها نسبت به این نوع سود های غیر عملیاتی کمتر و در نتیجه ضریب واکنش سود پایین تر خواهد بود. در مورد معرفی محصول جدید یا کاهش شدید هزینه ، ضریب واکنش سود باید افزایش یابد زیرا کاهش در هزینه و معرفی محصول جدید که باعث افزایش سود می شوند، پایدار ترند و انتظار می رود در آینده نیز وجود داشته باشند.
5. نتیجه تحقیقات کارمیندی و لیپ ،1987، نشان داد که هر قدر تغییرات غیر منتظره سود خالص آینده تداوم بیشتری داشته باشد ضریب واکنش در برابر سود خالص بالاتر خواهد رفت (کارمیندی ، 1987،ص 330)[[6]](#footnote-6).
6. **کیفیت سود:** به ظاهر هر چه کیفیت سود بالا باشد انتظار ضریب واکنش سود بالاتری نیز خواهد رفت چرا که سرمایه گذاران بهتر می توانند از عملکرد جاری به عملکرد آتی شرکت پی ببرن.

عملا اندازه گیری کیفیت سود از شفافیت کمتری برخوردار است به دلیل اینکه محققین در تحقیقات خود عوامل مختلفی را جهت اندازه گیری آن به کار می برند. برای مثال لو و تیاگاریان ،1993، در تحقیق خود 12 متغیر بنیادین که توسط تحلیل گران مالی در ارزیابی کیفیت سود استفاده می شد را مشخص کردند. یکی از متغیر های بنیادین تغییر در موجودی کالا نسبت به فروش بود، اگر موجودی کالا افزایش یابد می تواند نشان دهنده کاهش کیفیت سود باشد. آنها مشاهده کردند که ضریب واکنش سود گروه هایی که دارای سود خالص با کیفیت بالاتر بودند، بالاتر است. همچنین استدلال می کنند که بین تداوم سود و کیفیت سود رابطه مستقیم وجود دارد. آنها به این نتیجه رسیدند که ضریب واکنش سود شرکت هایی که دارای تداوم بالا و سود خالص با کیفیت بودند نسبت به شرکت هایی که دارای تداوم پایین و کیفیت پایین بودند، بالاتر است.

1. **شباهت انتظارات سرمایه گذاران:** سرمایه گذاران مختلف با توجه به اطلاعات پیشین و توانایی خود در ارزیابی اطلاعات صورت های مالی نسبت به سود خالص دوره بعد یک شرکت ، دارای انتظارات متفاوتی هستند. ولی هنگامی که سرمایه گذاران از یک منبع اطلاعاتی مشترک استفاده نمایند تفاوت در انتظارات کاهش خواد یافت. شرکتی که سود خالص گزارش می کند برخی از سرمایه گذاران که انتظار سود بیشتری را داشتند این خبر را خبر بد[[7]](#footnote-7) تلقی می کنند و برخی که انتظار سود کمتری را داشتند این خبر را خبر خوب[[8]](#footnote-8) تلقی می کنند که در نهایت منجر به تصمیمات فروش برای سرمایه گذارانی می شود که خبر بد دریافت کرده اند و تصمیمات خرید برای کسانی که خبر خوب را دریافت نموده اند. بنابر این هر قدر انتظارات سرمایه گذاران در مورد سود خالص و آینده شرکت شباهت بیشتری به هم داشته باشد اثر هر ریال از سود غیر منتظره بر قیمت سهام بیشتر می شود. در نتیجه ضریب واکنش سود خالص بالاتر خواهد بود.
2. **توان آگاهی دهندگی قیمت:** در شرایط قبل که در بالا اشاره شد قیمت بازار به طور ناقص در باره ارزش آتی شرکت اطلاعات می دهد. می دانیم که قیمت بازار شامل تمام اطلاعاتی است که افراد در باره شرکت می دانند و بخش زیادی از این اطلاعات را سیستم حسابداری با اندکی تاخیر شناسایی می کند. متعاقبا با فرض یکسان بودن شرایط هرچه قیمت اطلاعات بیشتری را تبیین کند محتوای اطلاعاتی سود حسابداری کمتر و ضریب واکنش سود پایین تر خواهد بود. یکی از علائمی که نشان دهنده بار اطلاعاتی قیمت می باشد، اندازه شرکت است. شرکت های بزرگ بیشتر مطرح هستند و مورد نظر رسانه های خبری قرار می گیرند.

با این وجود تحقیقی را ایستن و زمجوزکی انجام دادند و به این نتیجه رسیدند که اندازه و بزرگی شرکت نمی تواند به عنوان متغیر عمده ضریب واکنش سود را توجیه کند. دلیل آن نیز این است که به همان میزان که اندازه شرکت نشان دهنده بار اطلاعاتی قیمت سهام است، نشان دهنده سایر ویژگی ها مانند ریسک یا رشد سودآوری نیز می باشد. اگر این عوامل کنترل شوند تقریبا هر نوع تاثیر با اهمیتی از سایر عوامل بر روی ضریب واکنش سود از بین می رود.خلاصه عوامل موثر بر ضریب واکنش سود در جدول 1-2 ارائه شده است.

## جدول( 1-2 )عوامل موثر بر ضریب واکنش سود

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **ردیف** | **عوامل موثر** | **توضیحات** |
| 1 | بتا | هرچه بتا بالاتر ضریب واکنش سود کمتر و بالعکس |
| 2 | ساختار سرمایه | هرچه شرکت دارای اهرم مالی بالاتر ضریب واکنش سود کمتر و بالعکس |
| 3 | کیفیت سود | هر چه کیفیت سود بالاتر ضریب واکنش سود بالاتر و بالعکس |
| 4 | انتظارات سرمایه گذاران | هر چه انتظار سرمایه گذاران متفاوت تر ضریب واکنش سود پایین تر و بالعکس |
| 5 | تداوم روند سودآوری | هرچه انتظار تداوم سودآوری بیشتر ضریب واکنش سود بالاتر و بالعکس |
| 6 | فرصت رشد | هر چه انتظار رشد آتی شرکت بیشتر ضریب واکنش سود بالاتر و بالعکس |
| 7 | توان آگاهی دهندگی قیمت | هرچه توان آگاهی دهندگی قیمت بیشتر ضریب واکنش سود پایین تر و بالعکس |

# 3-2 بخش دوم- مفاهیم سود و سود غیرمنتظره:

# 1-3-2 مفاهیم سود در حسابداری:

یکی از مواردی که همیشه در تعریف آن بین الگوهای مختلف هیچ گاه توافقی نبوده، اصطلاح سود می باشد. اصطلاح سود یکی از غیر ثابت ترین مفاهیم در دنیای تجارت می باشد. پاره ای از اندیشمندان حسابداری براین باورند «سودی که با یک مبنای واحد ارزش گذاری اندازه گیری شود، می تواند تأمین کننده نیازهای همه استفاده کنندگان باشد.» این محققان همچنان توافق عام دارند که اطلاعات ارزش جاری برای تصمیم گیریهای اقتصادی استفاده کنندگان، اطلاعات بسیار مفیدتری از اطلاعات سنتی مبتنی بر بهای تمام شده تاریخی در اختیار آنها قرار می دهد(اسماعیلی، 1385،ص 26)1.

شاید بتوان گفت که سود یکی از مفاهیمی است که حسابداری از اقتصاد به عاریت گرفته است. اگرچه از دیدگاه اطلاعاتی، مفهوم سود، بیشتر فعالیتهای حسابداری را توصیف می کند اما از لحاظ ملاک اندازه گیری بنیادی کماکان مورد تردید است. براساس مفروضات بازار کارایی سرمایه تحقیقات علمی نیز مؤید این دیدگاه است که سود حسابداری محتوی اطلاعاتی دارد(همان منبع،ص 27)2.

FSAB در بیانیه شمارۀ 1 مربوط به مفاهیم حسابداری مالی اظهار می دارد «مرکز اصلی توجه گزارشگری مالی آنگونه اطلاعاتی است که با اندازه گیری سود و اجزاء وابسته آن فراهم شده باشد و عملکرد واحد تجاری را نشان می دهد.»

مک نیل[[9]](#footnote-9)3 ،1939 در بخشی پیرامون سود واقعی می نویسد: در حسابداری یک تعریف درست از سود وجود دارد و آن این است که سود افزایش در ثروت خالص و زیان، کاهش در ثروت خالص است.

این تعریف اگرچه تعریف یک اقتصاد دان می باشد اما مختصر، مفید، عینی و به صورت ریاضی هم قابل ارائه می باشد و باید گفت این یک ایده آل دست نیافتنی نیست.

بال و براون در سال 1968 با توجه به تحقیقات خویش پیشنهاد نموده اند که سود غیرمنتظره به دو روش محاسبه شود. اولین روش استفاده از تغییر در سودآوری بود. چنانچه سودها جایگزین مناسبی برای جریانهای نقدی باشند، این مسأله بر وجود ارتباط بین نرخ بازده داخلی غیرعادی و تغییرات در جریان نقدی صحه می گذارد. ضمناً فرض می شود که جریان سود یک فرآیند شرطی است یعنی انتظار می رود که سود سال آینده مانند سود امسال باشد. دومین روش برای محاسبه سود غیرمنتظره عبارتست از تغییر در سود پس از کنار گذاشتن اثر تغییر در شاخص بازار سود است.

تغییر در سودآوری بازار در دوره زمانی (t) با فرمول زیر بدست می آید:

(1-2) 

که در آن  شاخص بازار سود برای دوره زمانی (t) است.

چانی و چتر سود غیرمنتظره را از طریق فرمول زیرمحاسبه نمود:

(2-2)



UE: سود غیرمنتظره

EPS: درآمد (سود) هر سهم

PEPS: درآمد (سود) هر سهم پیش بینی شده

در حقیقت از دیدگاه آقای بامبر سود غیرمنتظره تفاوت بین سود واقعی و سود بودجه شده (پیش بینی شده) هر سهم می باشد (چانی و جتر ، 1993، ص 54)[[10]](#footnote-10).

# 2-3-2 روش های پیش بینی سود:

مروری بر پژوهش های انجام شده در حسابداری نشان می دهد که محققان حسابداری به موازات توسعۀ دانش آمار و معرفی تکنیک های جدید پیش بینی توسط دانشمندان آمار و ریاضی به جامعه علمی، این تکنیک ها را در ادبیات پیش بینی حسابداری وارد نموده اند. در این بیان تکنیک های برون یابی که مبتنی بر استقراء می باشند، حجم زیادی از تحقیقات مربوط به پیش بینی سود در حسابداری را به خود اختصاص داده است.

دو روش باکس- جنکینز[[11]](#footnote-11) یکی از روشهای مدل برون یابی و گام زدن تصادفی پس از تحقیقات چندین ساله پژوهشگران حسابداری روشهای مناسبی برای پیش بینی سود تشخیص داده شده اند. این دو روش بارها در تحقیقاتی که در آمریکا و انگلیس صورت گرفت با دخالت دادن عوامل گوناگونی چون نوع صنعت، طول دوره، سود قبل از تقسیم بین سهامداران عادی و بعد از آن و... مقایسه شده اند و هر بار نتایج متفاوتی را بدست داده اند. علی رغم اینکه در اغلب موارد روش گام زدن تصادفی نتایج بهتری داشته است محققان غربی و اندیشمندان حسابداری بر انجاما تحقیقات بیشتری اهتمام ورزیده اند. روشهای باکس- جنکینز و گام زدن تصادفی ناشی از دو طرز تفکر در توجیه رفتار یک مجموعه از اعداد می باشند.

اولی بر سریهای زمانی استوار است و مشاهدات را مرتبط با یکدیگر می داند در حالیکه روش دوم براساس فرایندهای تصادفی و استقلال مشاهدات بنیان شده است. یافتن این موضوع که رفتار ارقام گذشته سود را با کدامیک از فرایندهای فوق می توان توجیه نمود گام مؤثری جهت یافتن مدل بهتری برای پیش بینی سود می باشد(اسماعیلی ، 1385،ص 31)3.

# 3-3-2 مدل باکس- جنکینز:

مدلهای باکس- جنکینز رویکردی است که امروزه به طور وسیع در محیطهای اقتصادی و مدیریتی از آن برای پیش بینی استفاده می گردد. این روش در دهه 1960 توسط پرفسور جرج باکس و پرفسور گیولی جنکینز به منظور تجزیه و تحلیل سریهای زمانی توسعه یافت. این دو معتقد بودند که پیش بینی در یک سری زمانی نه تنها به گذشته داده های آن سری باز می گردد، ممکن است به گذشته سریهای زمانی مرتبط نیز مربوط شود. این روش عموماً در موارد زیر به کار می رود:

1. برنامه ریزی تولیدی
2. برنامه ریزی اقتصادی و تجاری
3. نظارت بر تولید و موجودیها
4. کنترل و بهینه سازی فرایندهای صنعتی

فرض بنیادی این روش براین است که مشاهدات مربوط به سریهای زمانی مستقل نبوده و به صورت متوالی به هم وابسته می باشند و این وابستگی بین داده های متوالی، در زمانهایی با فواصل مساوی اندازه گیری می شود. شیوه عمل در این روش به این صورت است که مقادیر آینده یک سری زمانی را از روی مقادیر فعلی و گذشته آن برآورد می کند و فرض می شود که مشاهدات در فواصل ناپیوسته از زمان با فاصله های مساوی در دسترس می باشند. به عنوان مثال مقدار فروش در سال جاری و ماههای قبل در اختیار بوده و با استفاده از آنها فروش برای زمانهای مورد انتظار 1.2.3.000.12= t پیش بینی می شود(همان منبع،ص 32)1.

# 4-3-2 مراحل عملی روش باکس- جنکینز:

1- مرحله تعیین: در این مرحله از بررسی توابع خود همبستگی (خود همبستگی جزئی سری زمانی حاصل از مشاهدات) الگوی مناسب سری شناخته می شود.

2- مرحله تخمین و آزمون: بعد از تشخیص اولیه، به برآورد دقیق مقادیر پارامترها اقدام می شود و در ادامه با انجام آزمونهای معلوم می شود که آیا الگوی پردازش شده از هر لحاظ رضایت بخش می باشد یا خیر؟ این مرحله به مرحلۀ تخمین و آزمون معروف است.

3- مرحله کاربرد: در این مرحله، چنانچه جواب آزمون قبل مثبت باشد مدل مربوطه در پیش بینی و کنترل عوامل مورد نظر به کار گرفته می شود.

# 5-3-2 مدل گام زدن تصادفی:

در این روش با استفاده از ارزش واقعی اطلاعات سال جاری، ارزش یک سال یا دو سال آینده پیش بینی می شود. فرض این روش بدینگونه است که وضعیت کنونی با وضعیت ها و وقایعی که در آینده رخ خواهند داد، در ارتباط هستند. این مدل سود آتی مورد انتظار را تنها با اتکاء بر جدیدترین مشاهدات تخمین می زند. از این مدل برای تشریح سری زمانی قیمت سهام، نرخ رشد سود و فروش استفاده می شود. فرمول گام زدن تصادفی عبارت است از:

(3-2)



که:

: سود پیش بینی شده برای دوره t

: سود واقعی برای دوره قبل از t

: یک عامل مزاحم با روند تصادفی و احتمالی می باشد.

پیش فرضهای برای عامل مزاحم وجود دارد و عبارتند از:

1. میانگین هر یک از عوامل مزاحم برابر صفر است 
2. عدم وجود خود همبستگی بین عوامل مزاحم
3. کلیه عوامل مزاحم  ها دارای واریانس یکسان می باشند. 

در این مدل  یک متغیر تصادفی است در حالی که  دیگر متغیر تصادفی نیست چراکه به ارزش آن در دورۀ t پی برده شده است(اسماعیلی ، 1385،ص 35)1.

لینتر و گلابر سال 1967 در مقاله ای تحت عنوان «نرخ رشد درهم و برهم» به تشریح علل ناکامی گرین و سگال پرداخته اند و با ارائه مستندات علمی نتیجه گیری کردند که «تغییرات سود مانند تغییرات قیمت به طور تصادفی صورت می گیرد» به طور کلی نتیجه تغییرات در رابطۀ با رفتار سود حسابداری نشان می دهد که هنوز روش تصادفی به طور کلی توصیفگر خوبی از فرآیند تولید سود حسابداری سالانه شرکتها (در آمریکا) می باشد. گرین و سگال پیش بینی مدیران اجرایی را در طول سالهای 1963 و 1964 مورد بررسی قرار داده بودند ولی نتوانستند اطلاعات مطلوبی دربارۀ آینده بدست آورند(همان منبع،ص 36)2.

# 4-2 بخش سوم بازده و بازده غیر منتظره

# 1-4-2 -بازده

بازده یک سرمایه گذاری عبارتست از جریان های نقدی قابل تحققی که توسط صاحبان سرمایه گذاری و در طول یک سرمایه گذاری معین تحصیل می شود. بازده نوعاً براساس درصدی از ارزش سرمایه گذاری انجام شده در آغاز دوره بیان می شود(رهنمای رودپشتی، 1386،ص 54)1.

# 2-4-2 روش های محاسبه بازده سهامداران

بازده یا پاداش سرمایه گذاری شامل، سود سالانه و افزایش (کاهش) ارزش سهام است(پارسائیان، 1384،ص 41)2.

این بازده معمولاً به صورت درصد و نرخ نشان داده می شود.

چند روش برای محاسبه بازده پیشنهاد شده است که عبارتند از:

1. روش نسبت سود به قیمت
2. روش پیش بینی سود نقدی

**روش نسبت سود به قیمت**

براساس این روش بازده سهامدار برای یک دوره معین به شرح زیر محاسبه می گردد:

(4-2) 

که:

: بازده هر سهم

: سود سالیانه هر سهم

: قیمت خرید هر سهم (ارزش بازار)

از آن جا که این روش تغییرات قیمت سهام را مدنظر قرار نمی دهد، کمتر از سوی سرمایه گذاران مورد استقبال قرار گرفته است.

**روش پیش بینی سود نقدی**

در این روش فرض می شود سهامدار، سهم خود را تا دوره بی نهایت نگهداری می کند. بنابراین عایدی تغییرات قیمت سهام هیچ گاه شامل سهامدار نمی شود.

به دلیل عدم احتمال فروش در آینده قابل پیش بینی، به فروش نخواهد رفت. بنابراین تنها منفعتی که از خرید و نگهداری سهام عاید سهامدار می شود همان سود نقدی است(پارسائیان، 1384،ص461)1.

جهت بازده دوره ها باید قیمت بازار (خرید) سهم را در اختیار داشت و ارزش هر سهم مانند هر سرمایه گذاری دیگر برابر است با مجموعه ارزش فعلی سودهای دریافتی آتی آن و به صورت زیر محاسبه می گردد:

(5-2) 

که:

: نرخ بازده مورد انتظار سهامداران

: سود نقدی مورد انتظار در پایان سال

: قیمت هر سهم

اگر سهامداران انتظار سود نقدی همراه با رسید سالیانه، ثابتی را داشته باشند ارزش  یا بازده مورد انتظار سهامدار به شرح زیر محاسبه می گردد:

(6-2) 

: آخرین سود تقسیمی هر سهم

: رشد سود نقدی شرکت

محاسبه این نوع بازده بیشتر از سوی سرمایه گذارانی است، که سهام را به منظور نگهداری بلند مدت خریداری می کنند و هدفشان سفته بازی کوتاه مدت نیست.

**روش بازده کل (واقعی)**

در این روش بازده سهام از دیدگاه شرکت برای سهام داران محاسبه می شود، بازده یک سهم از دو بخش تشکیل می شود:

الف) دریافت سود سهام

ب) افزایش قیمت سهام در انتهای دوره نسبت به ابتدای دوره

بازده واقعی یا بازده کل عبارتست از مجموع مزایایی که در طول سال به سهم تعلق می گیرد. این مزایا را می توان با شرح زیر خلاصه کرد:

1. سود نقدی ناخالص هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام
2. مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام
3. مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه
4. استفاده از قیمت سهام مورد نظر انتهای دوره مورد نظر نسبت به ابتدای دوره

با استفاده از این داده ها و همچنین داشتن زمان و درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته و از محل مطالبات و آورده های نقدی، می توان بازده کل سهام نسبت به اولین قیمت آن در ابتدای دوره به شرح زیر محاسبه کرد:

(7-2) 

(8-2) 

که:

: بازده هر سهم شرکت

: درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده های نقدی

: سود نقدی ناخالص هر سهم

: قیمت بازار هر سهم در انتهای سال مالی

: قیمت بازار هر سهم در انتهای دوره مالی

: درصد افزایش در تعداد سهام شرکت (از محل مطالبات، آورده های نقدی، اندوخته ها) قبل از مجمع عمومی سالانه و تصویب سود نقدیقبل از تجزیه و تحلیل این روش محاسبه بازده سهام به شرح مختصری از اجزای تشکیل دهنده و همچنین نحوه مدنظر قرار دادن مزایای ذکر شده سهام عادی با استفاده از مزایای به کار گرفته در بازده کل می پردازیم(پارسائیان، 1384،ص 52)1.

**الف- سود نقدی**

این سود همانند سود تصویب شده، در مجمع عمومی صاحبان سهام جهت تقسیم بین سهامداران است. مقدار سود سهام با میزان درآمد و سودآوری شرکت، وضع مالی و میزان نیاز به پول جهت سرمایه گذاری در طرح های جدید بستگی دارد. این سود بعد از اعلام و تصویب در مجمع عمومی تقسیم و بین سهامداران توزیع می شود. طبق قانون تجارت شرکت های ایرانی مکلفند حداکثر پس از 8 ماه از تصویب سود توسط مجمع، آن را به سهامداران پرداخت کنند. اکثر شرکتها به دلیل مشکلات نقدینگی سعی در تأخیر پرداخت سود نقدی تا حد امکان دارند. بنابراین رازش پول دریافتی چند ماه پس از تصویب و با شرایط تورم از ارزش نقدی در زمان تصویب کمتر خواهد بود. این مسئله یعنی ارزش زمانی پول در محاسبه بازده کل مورد محاسبه قرار نمی گیرد(همان منبع،ص 58)2.

**ب- مزایای حق تقدم**

در محاسبه بازده کل اولاً فرض می شود که سهامدار از حق تقدم خود استفاده می کند، ثانیاً سهامدار سهام بدست آمده آورده ناشی استفاده از حق تقدم خود را در پایان دوره مالی به همراه اصل سهام خود به فروش می رساند. این دو فرض باعث می شود تا به جای محاسبه ارزش حق تقدم به شرح ذیل:

(9-2) درصد افزایش سرمایه (1000- آخرین قیمت سهام در پایان دوره) = ارزش حق تقدم

2- در محاسبه بازده کل سهام با استفاده از ضرایب  که نشان دهنده درصد افزایش سرمایه (از محل مطالبات و آورده های نقدی سهامداران) و ضریب  نشان دهنده درصد افزایش در تعداد سهام (از محل مطالبات و آورده های نقدی سهامداران و از محل اندوخته های شرکت) است، ارزش حق تقدم مد نظر قرار می گیرد. ضمن این که باز هم بایستی از ارزش زمانی پول صرف نظر کرد، چرا که بین زمان پرداخت ارزش اسمی سهم تا زمان دریافت سهم فاصله ای چند ماهه وجود دارد(همان منبع ، 59)1.

**ج- مزایای سود سهمی**

معمولاً شرکتها از محل اندوخته ها یا سود انباشته اقدام به افزایش سرمایه و اعطای سهم به سهامداران می کنند و سهامداران در قبال سود سهمی وجهی پرداخت نمی کنند. در محاسبه بازده کل فرض می شود که سهامدار سود سهمی دریافتی را تا پایان دوره نگهداری می کند و تا پایان دوره آن را اصل سهام خود را می فروشد.

**د- تفاوت نرخ ابتدا و پایان دوره**

سهامدار علاوه بر مزایای سود دریافتی از شرکت در صورت فروش سهم در انتهای دوره سودی معادل مابه تفاوت آخر دوره با اول دوره بدست می آورد. برای اینکه تفاوت نرخ در مدل تحقق یابد باید فرض شود که سهامدار در ابتدا دوره اقدام به خرید سهام کرده و در انتهای دوره آن را می فروشد.

دیدیم که مزایای سهام عادی مانند حق تقدم و سود سهمی و… نیز با توجه به ضرایب به کار رفته است و در فرمول بازده کل مدنظر قرار گرفته است. هرچند بازده کل به دلیل درنظر گرفتن کلیه منافع حاصله توسط سهامداران جامع به نظر می رسد، اما درنظر نگرفتن ارزش زمانی پول و بکارگیری مفروضات تاریخ خرید و فروش سهامداران از نقاط ضعف آن به شمار می رود. تفاوت بازده سود نقدی با بازده واقعی در نوع نگرشی است که این دو روش نسبت به بازده در سهم دارند. روش سود نقدی خود نشأت گرفته از فرمول بازده واقعی است در روش سود نقدی سهامداران انتظار دارند تا علاوه بر بدست آوردن عایدات طی دوره نگهداری سهم به هنگام فروش آن نیز از تفاوت قیمت های خرید و فروش سهم منفعت ببرند، اما در موقع فروش سرمایه گذارانی وجود دارند که سهام را از فروشندگان خریداری می کنند، بنابراین سود حاصله از فروشندگان سهم از طرف خریداران سهم تأمین می شود. خریداران جدید در پایان دوره نگهداری فروشنده و سرمایه گذار جدید خریدار خواهند بود، بنابراین با فرض دوره نگهداری بی نهایت سود نقدی تنها عایدی سهامداران از خرید و فروش سهم خواهد بود. این روش محاسبه بازده دیدگاهی کلان و کلی نسبت به بازده سهم و سهامداران دارد. ولی روش بازده واقعی از دید یک سهامدار منحصر به فرد که سهام را برای دوره ای معین در اختیار دارد آن را مورد محاسبه قرار می دهد، در عمل نیز روش نقدی بیشتر برای پیش بینی بازده در دوره های آتی از طرف سرمایه گذاران به کار می رود. علاوه بر این سهامداران با توجه به بازده واقعی که ارزیابی عملکرد مدیران (به عنوان نمایندگان سهامداران طی دوره نگهداری سهم) می پردازند، علت این امر قبول محاسبه بازده کل به عنوان معیار عایدی سهامداران از دیدگاه شرکت می باشد(پارسائیان، 1384،ص 69)1.

# 3-4-2 بازده مورد انتظار

از آنجایی که نرخ بازده به علت ریسک سرمایه گذاری می تواند چندین مقدار ممکن را اختیار کند، محاسبه بازده مورد انتظار به صورت معیاری از تمایل به مرکز متداول است که نرخ بازده مورد انتظار چنین تعریف می شود:

(10-2) 

که:

: نرخ بازده مورد انتظار

: تعداد نتایج ممکن

: احتمال وابسته به نتایج ممکن I ام

: نتیجه ممکن ام

از معادله فوق روشن می شود که  عبارتست از میانگین وزنی ریاضی (امید ریاضی) نتایج ممکن، وزن هر نتیجه برابر است با احتمال وابسته به آن نتیجه ممکن(نوروز بیگی، 1386، ص61)2.

# 4-4-2 بازده مورد انتظار پرتفولیو

بازده مورد انتظار پرتفلیو از طریق میانگین وزنی بازده مورد انتظار هریک از اوراق بهادار به آسانی قابل محاسبه است.

وزن هایی که برای میانگین مورد استفاده قرار می گیرد، نسبت هایی از وجوه قابل سرمایه گذاری است که در هر یک از اوراق بهادار سرمایه گذاری شده اند، وزن های ترکیب شده پرتفولیو عبارتست از مجموع 100 درصد وجوه قابل سرمایه گذاری(نوروز بیگی، 1386،ص 63)1.

واضح است که روابط میان بازده اوراق بهادار هستند که مرکز تئوری پرتفلیو را شکل می دهند. به منظور مشخص نمودن تأثیر روابط میان بازده اوراق بهادار یک پرتفلیو بایستی ضریب همبستگی میان هر جفت از اوراق بهادار برآورد گردد. ضریب همبستگی یک معیار آماری است که میزان رابطه هر دو متغیر را نشان می دهد. ضریب همبستگی یک معیار نسبی از روابط است که محدوده آن از 1+ تا 1 به شرح نمودارهای زیر می باشد.

بازده الف

بازده ب

همبستگی کاملاً منفی

### نمودار( 1-2 )همبستگی کاملاً منفی

بازده الف

بازده ب

### نمودار( 2-2) همبستگی کاملاً مثبت

بازده الف

بازده ب

همبستگی صفر و عدم همبستگی

### نمودار( 3-2 )همبستگی صفر و عدم همبستگی

وقتی که همبستگی کاملاً مثبت باشد بازده ها، رابطه ی کاملاً مستقیم با همدیگر خواهند داشت، در این صورت فهمیدن رفتار بازده یک اوراق بهادار به سرمایه گذار اجازه می دهد رفتار اوراق بهادار مقابل را کاملاً پیش بینی کند. وقتی که همبستگی کاملاً منفی باشد بازده اوراق بهادار دارای رابطه خطی کاملاً معکوس بر روی همدیگر خواهند بود. در این حالت اگر بازده یک اوراق بهادار را بدانیم اطلاعات کاملی را در مورد اوراق بهادار کسب کنیم، به عبارت دیگر وقتی بازده یک اوراق بهادار افزایش می یابد بازده دیگر کاهش می یابد.وقتی که همبستگی دو اوراق بهادار صفر باشد، هیچ رابطه ای میان بازده دو اوراق بهادار وجود نخواهد داشت و دانستن بازده یکی از اوراق بهادار هیچ کمک به پیش بینی بازده اوراق بهادار دوم نخواهد کرد(فاما و ویلیام، 1977،ص 120)[[12]](#footnote-12).

# 5-4-2 بازده غیرعادی سهام

محاسبه بازده غیرعادی سهام به سه روش قابل انجام است (رهنمای رودپشتی ،1386،ص 39)2:

روش اول- استفاده از مدل بازار

مدل بازار رابطه میان نرخ بازده یک دارایی  و نرخ بازده مجموع دارایی ها در بازار  را به صورت آماری توصیف می کند و به صورت زیر نوشته می شود:

(11-2) 

(12-2) 

(13-2) 

که:

 : نرخ بازده بازار سهام

 : عدد شاخص قیمت بازار سهام در زمان t است.

 : قیمت سهام شرکت i در زمان t است.

 : مربوط به سهام جایزه است و به صورت زیر محاسبه می گردد:

(14-2)  × درصد سهام جایزه = 

و  مربوط به حق تقدم به صورت زیر محاسبه می گردد:

(15-2) (قیمت اسمی × درصد حق تقدم) - × درصد حق تقدم = 

منظور از  قیمت معامله شده سهم پس از مجمع است.

برای محاسبه بازده غیرعادی سهام ابتدا بازده مورد انتظار سهم  با استفاده از مدل بازار برآورد و سپس بازده مورد انتظار با بازده واقعی مقایسه می گردد تا بازده غیرعادی بدست آید:

(16-2) 

که:

: بازده غیرعادی سهم i در زمان t

: بازده واقعی سهم i در زمان t

: بازده مورد انتظار سهم i در زمان t که براساس برآورد مدل بازار بدست می آید.

در صورتی که عامل خاص شرکت (غیر از عوامل بازار) موجب بازدهی سهم آن شرکت گردد و  دارای مقدار غیرصفر باشد، نشانه وجود بازده غیرعادی است که خاص آن شرکت می باشد،  و  پارامترهای مدل بوده که از یک سهم به سهم دیگر متفاوت است.

برای محاسبه پارامترهای مدل برای هر شرکت مدل زیر برآورد می گردد:

(17-2) 

بازده ماهانه شرکت برای مدت 36 ماه با بازده ماهانه بازار سهام برای مدت 36 ماه محاسبه و مدل رگرسیون فوق برآورد می گردد تا پارامترهای مدل بازار یعنی  بدست آید. استفاده از داده های 36 ماه در مدل رگرسیون فوق برآوردهای نسبتاً قابل اتکایی از بدست خواهد داد.

برای داده های بیشتر مثلاً 48 یا 60 ماه دسترسی به قیمت سهام به طور متوالی با محدودیت روبروست(رهنمای رودپشتی ،1386،ص 44)1.

روش دوم- مابه التفاوت بازده واقعی سهم با بازده بازار

استفاده از مدل بازار برای محاسبه بازده غیرعادی سهام با محدودیت هایی مواجه است. از جمله  ناشی از رگرسیون  و  برای برآورد پارامترهای مدل بازار یعنی  در ایران بسیار ناچیز است و قابلیت اتکا نتایج حاصل از برآورد مدل بازار با ابهام روبروست.

از این رو به جای بازده مورد انتظار سهام براساس مدل بازار از بازده مورد انتظار که براساس مدل بازار که از بازده واقعی بازار استفاده شده است که:

(18-2) 

= بازده واقعی بازار

= بازده مورد انتظار سهم i

روش سوم- استفاده از الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای و بازده های غیرعادی

اهمیت الگوی قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای برای حسابداران این است که آن می توان ابزار یا وسیله ای ارائه کند تا آنها بازده اوراق بهادار در آینده را تعیین کنند (بازده ای که باید باشد). مشاهده قیمت روزانه بورس نیویورک می تواند نشان دهنده بازده واقعی اوراق بهادار مورد نظر باشد. کم کردن این بازده از آنچه بدست خواهد آمد نشان دهنده «بازده غیرعادی» خواهد بود، یعنی تفاوت بین بازده یک دسته از اوراق بهادار و بازده حاصل از کاربرد الگوی قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای. بازده غیرعادی را که به روش جبری نشان می دهند به صورت زیر خواهد بود:

(19-2) 

مجموع این بازدهی ها در طول زمان (بازده غیرعادی انباشته) بیانگر ارزش اطلاعاتی است که می توان با استفاده از آن به بازدهی بیش از متوسط بازار دست یافت.

دو پژوهشگر استرالیایی به نامهای «ری بیل و فیل برون» از این روش استفاده کردند. آنها در مقاله خود این پرسش را مطرح کردند که آیا می توان با استفاده از عدد متعلق به سود هر سهم سالانه به بازده غیرعادی دست یافت؟ آزمون آنها بسیار ساده بود. آنها چنین فرض کردند که از قبل می داند سود هر سهم سال بعد چقدر خواهد شد. اگر سود هر سهم آینده افزایش می یافت آنها در آن سهام سرمایه گذاری می کردند، اگر سود هر سهم در سال بعد کاهش می یافت آنها سهام مربوطه را (به صورت استقراضی) می فروختند.

سپس آنها برای محاسبه بازده غیرعادی از معادله ارائه شده استفاده کردند و اگر امکان داشت سود هر سهم آینده را از پیش تعیین کرد، آنها می توانستند با استفاده از این فرمول به سود غیرعادی دست یابند(نوروز بیگی ،1386،ص 74)1.

برای محاسبه بازده غیرعادی که از مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای بدست آمده به شرح زیر است:

(20-2) 

که:

 : بازده غیرعادی سهم i در زمان t است.

 : بازده واقعی سهم i در زمان t است.

: بازده مورد انتظار سهم i در زمان t است.

هریکی از متغیرهای بازده غیرعادی که از مدل قیمت گذاری داراییهای سرمایه ای بدست آمده به شرح زیر است:

(21-2) 

که:

 : قیمت سهام در پایان دوره مالی

 : قیمت سهام در ابتدای دوره مالی

 : سود سهام بدست آمده دوره قبل

و  به صورت مقابل محاسبه می گردد:

(22-2) 

که:

 : بازده مورد انتظار سهم i در زمان t است.

 : بازده بدون ریسک است.

 : ریسک سیستماتیک سهم i است.

: بازدهی بازار

 : صرف ریسک است.

# 5-4-2 تئوری بازار کارآ

هنگامی که پولی وارد بازار مالی می شود، هدف کسب سود از سرمایه گذاری است. بسیاری از سرمایه گذارها نه تنها مایلند سودی در حد دیگر سرمایه گذارها کسب کنند بلکه تلاش می کنند متوسط سود سرمایه گذاری شان بالاتر از حد متوسط سود بازار سرمایه باشد.با این حال طبق نظریه سرمایه گذاری «کارایی بازار» که از سوی اویگنه فاما در سال 1970 مطرح شد در هر زمان، قیمت ها تحت تأثیر اطلاعات موجود درباره سهام و بازار است. به این ترتیب طبق این نظریه هیچ سرمایه گذاری از لحاظ پیش بینی سود سهام نسبت به سرمایه گذار دیگر مزیتی ندارد زیرا هیچ سرمایه گذاری به اطلاعاتی بیش از دیگر سرمایه گذارها دسترسی ندارد. طبق نظریه کارایی بازار سهام همواره بر مبنای قیمت منصفانه و ارزش واقعی شان داد و ستد می شوند و غیرممکن است یک سرمایه گذار بتواند سهامی را با قیمت پایین تر از ارزش واقعی اش بخرد یا با قیمتی بالاتر از ارزش واقعی اش بفروشد. بدین ترتیب کسب سودی بالاتر از سود متوسط بازار غیرممکن و تنها راه کسب سود بالاتر، خرید سهامی با ریسک بیشتر است(اسماعیلی ،1385،ص 51)1.

# 6-4-2 تأثیر کارایی: عدم قابلیت پیش بینی

واقعیت این است که صرفاً اطلاعات منتشر شده در اخبار مالی یا تحقیقاتی بر قیمت سهام مؤثر نیست. اطلاعات سیاسی، اقتصادی و اجتماعی و نیز قضاوت سرمایه گذارها درباره این اخبار چه صحیح باشند چه غلط بر قیمت سهام مؤثر است. طبق نظریه کارایی بازار چون قیمت سهام تحت تأثیر اطلاعات موجود در بازار قرار می گیرد و چون تمام سرمایه گذارها به اطلاعات یکسانی دسترسی دارند، هیچ یک نمی توانند عملکرد بهتری از لحاظ کسب سود داشته باشند. در بازارهای کارآ قیمت ها غیرقابل پیش بینی می شوند بنابراین هیچ الگویی برای تغییرات آن نمی توان تدوین کرد. این تفکر بازار کارآ حاکی از آن است که هر استراتژی سرمایه گذاری که هدف آن کسب سود بالاتر از حد متوسط بازار است، شکست خواهد خورد. در واقع طبق نظریه بازار کارآ با توجه به هزینه مترتب بر مدیریت سبد دارایی ها برای کسب بالاتر بهتر است سرمایه گذار به خرید سهام پرریسک تر بپردازد، البته با دقت در تمام جوانب(همان منبع ، ص521)2.

# 7-4-2 نقاط ضعف نظریه بازار کارآ

اما در دنیای واقعی استدلال های روشنی علیه نظریه کارایی بازار وجود دارد. برای مثال سرمایه گذارهایی وجود دارند که همواره در اکثر موارد سودی بسیار بالاتر از حد متوسط بازار کسب کرده اند. وارن بافت یکی از همین افراد است. استراتژی سرمایه گذاری او خرید سهامی است که قیمت شان پایین تر از حد واقعی است. همچنین تعداد زیادی از مدیران سرمایه گذاری وجود دارند که بهتر از دیگران روندهای قیمت سهام را در بازارها شناسایی می کنند و برهمین مبنا سود بالایی کسب می کنند. بنابراین درحالی که چنین مواردی وجود دارد چطور ممکن است عملکرد سرمایه گذاران اتفاقی باشد و از هیچ الگویی پیروی نکند؟

در بسیاری از استدلال هایی که علیه نظریه کارایی بازار مطرح شده، آمده است الگوهای مشخص و تکرار شونده ای برای قیمت ها وجود دارد. در ادامه به برخی از مثال های این مورد اشاره می کنیم. تأثیر ژانویه الگویی تکرار شونده است که نشان می دهد در ماه نخست هر سال معمولاً سود بالاتری نصیب سرمایه گذارها می شود. همچنین دوشنبه آبی در وال استریت عبارت است که خرید سهام را در جمعه بعدازظهر و صبح دوشنبه اشتباه اعلام می کند زیرا طبق الگوی تأثیر آخرهفته قیمت سهام یک روز پیش از تعطیلی آخر هفته و روز بعد از این تعطیلی بالاتر از دیگر ایام هفته است. مطالعاتی که در زمینه رفتار مالی سرمایه گذارا صورت گرفته و در آن به بررسی تأثیر ویژگی های شخصیتی سرمایه گذارها بر قیمت سهام پرداخته شده آشکار می کند که برخی الگوهای قابل پیش بینی در بازار سهام وجود دارد. معمولاً سرمایه گذارها مایلند سهامی را بخرند که قیمت آن پایین تر از ارزش واقعی است و برعکس تمایل دارند سهامی را بفروشند که قیمت کنونی آن از ارزش واقعی آن بیشتر است و در بازاری که تعداد زیادی سرمایه گذار در آن وجود دارد هر وضعیتی جز کارایی می تواند حاکم باشد. پل کروگمن استاد اقتصاد دانشگاه ام آی تی معتقد است رفتار سرمایه گذارها باعث عدم کارایی بازارها می شود. بنابراین قیمت سهام حاصل اطلاعات موجود در بازار نیست و همواره از رفتار سودطلبانه سرمایه گذارها تأثیر می پذیرد(اسماعیلی ،1385،ص 60)1.

# 8-4-2 پاسخ نظریه بازار کارآ

نظریه کارایی بازار احتمال وجود موارد متناقض با قواعد این نظریه را نادیده نمی گیرد. در واقع طبق نظریه یاد شده، قرار نیست قیمت سهام همواره مساوی ارزش واقعی و منصفانه آنها باشد.

قیمت ها تنها در برخی مواقع و به طور اتفاقی ممکن است بالاتر یا پایین تر از ارزش واقعی شان باشند. بنابراین در نهایت قیمت ها به حد متوسط شان باز خواهند گشت.

به این ترتیب چون انحراف قیمت از ارزش واقعی حالت اتفاقی دارد، استراتژی های سرمایه گذاری که باعث کسب سود بالاتر از حد متوسط بازار می شوند همواره موفقیت آمیز نیستند. از سوی دیگر طبق این نظریه کسب سود بالاتر از حد متوسط حاصل تبحر و تجربه سرمایه گذار نیست بلکه شانس باعث این وضعیت شده است. طرفداران نظریه کارایی بازار طبق قوانین احتمالات چنین می گویند؛ در هر زمان مشخص در بازاری با تعداد زیاد سرمایه گذار، برخی سرمایه گذارها سودی بالا کسب می کنند و برخی نیز همان سود متوسط بازار را می برند.

# 9-4-2 بازار چطور کارآ می شود؟

برای آنکه بازار کارآ شود سرمایه گذارها باید تصور کنند بازار غیرکاراست و می توانند سودی بالاتر از حد متوسط آن کسب کنند. نکته جالب اینکه استراتژی های سرمایه گذاری که قصد دارند از عدم کارایی بازار سود ببرند عملاً عامل حفظ کارایی بازار هستند. طبق نظریه کارایی بازار، بازار باید بزرگ و نقد باشد. اطلاعات نیز از لحاظ در دسترس بودن و هزینه باید در هر زمان در اختیار سرمایه گذارها باشد. همچنین هزینه معاملات باید کمتر از سود مورد انتظار از سرمایه گذاری باشد و سرمایه گذارها باید منابع مالی کافی در اختیار داشته باشند تا از موارد عدم کارایی تا زمانی که وجود دارند، استفاده کنند و مهم ترین نکته اینکه سرمایه گذارها باید معتقد باشند که می توانند سودی بالاتر از متوسط سود بازار کسب کنند.

# 10-4-2 درجات کارایی

قبول نظریه بازار کارآ در خالص ترین شکل آن ممکن است دشوار باشد اما سه طبقه بندی برای این نظریه وجود دارد که نشان دهنده میزان امکان به کار بردن این نظریه برای بازار است.

1- کارایی بالا: این گونه از نظریه شدیدترین گونه استفادهست که طبق آن تمام اطلاعات در یک بازار چه خصوصی چه عام در قیمت سهام مؤثر است. حتی اطلاعات نیروهای داخلی شرکت ها و بازار نیز باعث مزیت یک سرمایه گذار نسبت به سرمایه گذار دیگر نمی شود.

2- کارایی متوسط: طبق این گونه نظریه کارایی بازار تمام اطلاعات عام در تعیین قیمت سهام مؤثر هستند و برای کسب مزیت نسبت به دیگر سرمایه گذاری ها نه تحلیل بنیادی و نه تحلیل تکنیکال مؤثر نیستند.

3- کارایی ضعیف: در این گونه تمام حقیقت های پیشین سهام در قیمت کنونی آن مؤثر هستند. بنابراین برای پیش بینی قیمت آتی سهام از تحلیل تکنیکال نمی توان استفاده کرد (نوروزبیگی ،1386، ص77)1.

# 5-2-بخش چهارم ریسک عدم پرداخت:

# 1-5-2 ماهیت ریسک:

در جامعه امروزی تقریبا تمام افراد به نحوی با این مفهوم آشنایی دارند و اذعان می کنند که کلیه شئونات زندگی با ریسک مواجه است. ریسک در زبان عرف عبارت است از خطری که به علت عدم اطمینان در مورد وقوع حادثه ای در آینده پیش می آید و هر قدر این عدم اطمینان بیشتر باشد ، اصطلاحا گفته می شود که ریسک زیادتر است (راعی و همکاران،1383 ،ص 45)2.

# 2-5-2 ریسک چیست؟

فرهنگ وبستر ، ریسک را "در معرض خطر قرار گرفتن " تعریف کرده است. فرهنگ لغات سرمایه گذاری هیلدرت[[13]](#footnote-13)3 نیز ریسک را زیان بالقوه سرمایه گذاری که قابل محاسبه است، می داند (همان منبع،46)4.

گالیتز[[14]](#footnote-14)5 ، ریسک را هر گونه نوسان در هرگونه عایدی می داند.تعریف مذکور این مطلب را روشن می کند که تغییرات احتمالی آینده برای یک شاخص خاص چه مثبت و چه منفی ، مارا با ریسک مواجه می سازد. بنابر این امکان دارد که تغییرات مارا منتفع یا متضرر سازد(همان منبع،ص47)6.

دیدگاه دیگری در خصوص تعریف ریسک وجود دارد که تنها به جنبه منفی نوسانات توجه دارد.

هیوب، ریسک را احتمال کاهش درآمد یا از دست دادن سرمایه تعریف می کند(موندن،هیوب و سانگلارد،1996،ص 114)[[15]](#footnote-15)7.

بنا بر این برای تعریف ریسک می توان دو دیدگاه را ارائه کرد:

دیدگاه اول: ریسک به عنوان هر گونه نوسانات احتمالی از بازدهی اقتصادی در آینده.

دیدگاه دوم : ریسک به عنوان نوسانات احتمالی منفی بازدهی اقتصادی در آینده ( ریسک نا مطلوب).

# 3-5-2 انواع ریسک

با توجه به تقسیم یندی های مختلفی که برای شناخت انواع ریسک در کتب مختلف مشاهده می شود ، محقق رایج ترین تقسیم بندی را تدوین نموده است که در ادامه به بررسی آن ها می پردازیم. البته این تقسیم بنده ها به مفهوم جدایی ریسک ها از یکدیگر نیستند بلکه کلیه این ریسک ها با یکدیگر در ارتباط هستند و برای مطالعه ریسک در یک سازمان ، باید تمامی این ریسک ها را به صورت یک مجموعه مورد بررسی قرار داد.

نکته دیگر در مورد این تحقیق این است که چون موضوع این تحقیق بررسی تاثیر ریسک عدم پرداخت بر ضریب واکنش سود است و متغیر مورد نظر در مورد ریسک فقط ریسک عدم پرداخت است لذا از پرداختن به سایر ریسک ها صرف نظر می شود و تنها فهرست وار سایر انواع ریسک بیان می شود.

### نمودار( 4-2 )انواع ریسک

# 4-5-2 ریسک عدم پرداخت( نکول)

ریسک عدم پرداخت زمانی رخ می دهد که وام گیرنده در اثر عدم توان یا تمایل ، به تعهدات خود در مقابل وام دهنده و در تاریخ سر رسید عمل نمی کند. ریسک عدم پرداخت از مهمتنرین ریسک هایی است که خصوصا نهادهای پولی و مالی را تحت تاثیر قرار می دهد ، چرا که نکول تعداد کمی از مشتریان می تواند زیان های زیادی را به یک سازمان وارد سازد . هنگامی که مشتریان به علت ضعف اقتصادی با بحران های مالی روبرو می شوند ، احتمال نکول افزایش می یابد و به همین علت ریسک نکول بروز می کند. بانک ها روش های خاصی برای تعیین میزان اعتبار مشتریان خود دارند و به این دلیل سقف وام دهی تعیین می گردد. در بانک ها بخش های خاص سازمانی به نام واحد اعتبارات ، به سنجش میزان اعتبار مشتریان پرداخته، بر اساس آن به آنان وام اعطا می کنند. وجود قانون حد کفایت سرمایه و عدم پرداخت به سازمان های ورشکسته ، همگی سازو کار های پیش کنترلی ریسک نکول می باشند.

ریسک نکول، قدیمی ترین ریسک مالی می باسد و حتی قبل از بروز اولین نشانه های ریسک نرخ ارز و نرخ ریسک بهره ، وجود داشته است. از زمانی که فردی به فرد دیگر وام می پرداخت و اصولا رابطه وام دهنگی و وام گیرندگی وجود داشته ، این ریسک خود به خود همراه این رابطه به وجود آمده است. از همان ابتدا تعیین میزان احتمال نکول ، کار راحتی نبوده و در حال حاضر نیز نمی توان روش های دقیقی بدین منظور بکار برد، چرا که بخشی از این احتمال مربوط به رفتار وام گیرنده و بخشی مربوط به وضعیت تجاری و در نتیجه وضعیت مالی وام گیرنده است که تعیین آم برای وام دهنده کار آسانی نیست. به هر حال موسسات وام دهنده برای حد اقل سازی این ریسک روش های خاصی دارند، از جمله اینکه تمامی وام ها به صنعت خاصی داده نشود که در صورت ایجاد مشکل برای آن صنعت ، کلیه وام ها به سرنوشت نکول دچار گردند. دریافت تضمین های مورد قبول و در نهایت وثیقه ها، آخرین ابزار هایی هستند که می توانند ریسک نکول را مدیریت کنند.

# 5-5-2 روشهای اندازه گیری ریسک عدم پرداخت:

جهت سنجش و اندازه گیری ریسک عدم پرداخت معیار واحدی وجود ندارد، اما چندی از پژوهشگران سعی در سنجش ریسک عدم پرداخت با استفاده از مدلهای خاص نموده اند که به تعدادی از این مدلها و نحوه محاسبه ریسک عدم پرداخت در این مدلها پرداخته می شود.

**مدل اختیار خرید مرتون**

مدل مرتون بیان می دارد که ارزش دارایی خالص شرکت می تواند به عنوان اختیار خریدار اروپایی براساس دارایی های یک شرکت در نظر گرفته شود . دلیل این نظر آن است که سهامداران نسبت به داراییهای شرکت دارای ادعای باقیمانده هستند و مسئولیت شان محدود است یعنی در صورت انحلال ابتدا بدهی های شرکت پرداخت می شود و سپس اگر وجهی باقی ماند به سهامداران تعلق می گیرد..

بنا بر این ، حقوق سهامداران همه یکسان است همان طور که برای یک اختیار خریدار بدین گونه است . طبق مدل مرتون ارزش اختیار خرید برابر با سطح و میزان بدهی های شرکت است . از این رو ، اگر ارزش دارایی های شرکت کمتر از سطح بدهی های در سررسید باشد ، ارزش دارایی خالص شرکت صفر است و موجب نکول و در نهایت ورشکستگی شرکت می گردد (مرتون ،1973، ص51)[[16]](#footnote-16)

در مدل ساده شده مرتون ، سهامداران یک اختیار خرید اروپایی را براساس دارایی های شرکت حفظ و نگهداری می کنند . در این مدل بدهی های شرکت برای دوره اختیار ثابت می مانند و تمام بدهی ها در موعد مقرر سررسید اختیار هستند . اگر ارزش بازار دارایی ها بیشتر از میزان بدهی ها در سررسید باشد ، آنگاه سهامداران اختیارشان را بر دارایی های شرکت حفظ می کنند و شرکت به بقا خود ادامه می دهد . اگر از طرف دیگر ارزش بازار دارایی ها کمتر از میزان بدهی ها در سررسید باشد آنگاه سهامداران اختیارشان را بر داراییهای شرکت از دست می دهند و شرکت دچار نکول و عدم پرداخت می شود (یئو و کیم ،2002، ص19)[[17]](#footnote-17).

ارزش بازار دارایی خالص ، VE به وسیله معادله بلک شولز (1973) برای اختیارات خرید که در زیر نشان داده شده است داده می شود :

(23-2)

(24-2)

كه N() تابع تراكم نرمال طبيعي تجمعي است، ارزش دارايي ها است، X ارزش اسمي بدهي به نماينده ي كل بدهي ها است، µ برگشت كل سود سهام (كل بدهي ها + ارزش بازاري دارايي خالص) بر آورده شده است. نا پايداري دارايي است، و T زمان سر رسید بدهی ها ( که يك سال در نظر گرفته مي شود) است (مرتون ، 1973،ص 95)[[18]](#footnote-18).

زمان برای سررسید همیشه یک سال در نظر گرفته می شود می شود . از این رو ، همیشه DP ها را با افق یک ساله محاسبه کنیم . میزان عاری از ریسک نیز نیاز است یک مقدار به شکل سالانه باشد ، و انحراف استاندارد ارزش های دارایی یک مقدار به شکل سالانه درآمده شده است .مودی[[19]](#footnote-19) دریافت که میزان بدهی که در آن شرکت معمولاً دچار عدم پرداخت می شوند کل بدهی ها نیست ، بلکه بدهی های فعلی به اضافه نیمی از بدهی های غیر جاری است بنابراین X را برای بدهی های جاری به اضافه نیمی از بدهی های غیر جاری تنظیم و برقرار می کنیم . اگر ارزش بازاری دارایی ها در یک سال بیشتر از این سطح بدهی نیست ، ارزش دارایی خالص صفر است و شرکت دچار عدم پرداخت می شود (همان منبع،ص 114)4.

برای علت در نظر گرفتن 1 سال برای سررسید بدهی ها دلایل زیر قابل ذکر است: اولاً انتخاب یک سال قابلیت مقایسه را با پژوهش قبلی همانند چنگ و واسالو ،2004، و هیلجیست و کتینگ و لندستد (2004) فراهم می آورد . دوماً سررسید بیشتر از یک سال به سختی توجیه می شود چون که عوامل بسیار زیادی وجود دارند (خاص شرکت و وسعت اقتصادی) که بر DP شرکت به مرور زمان تأثیر می گذارند . سوماً سررسید یک ساله تعادل مطلوبی را میان ارزش قرار گرفته بر اهرم مالی بازار ، ناپایداری دارایی و میزان رشد دارایی در ایجاد DP ها ارائه می دهد .

، µ و قابل مشاهده نيستند و می بایست برآورد شوند، محاسبات هیلجیست ،2004، و باهارات و شام وی ،2004، از ریسک عدم پرداخت با استفاده از معادله (2) با روشي كه و بر آورد مي شود فرق دارد.هیلجیست،2004، به طور هم زمان دو معادله زير را براي بر آورد و حل مي كنند:

(25-2)

(26-2)

كه ارزش بازاري دارايي خالص در زمان بر آورد است (30 سپتامبر هر سال)، و انحراف استاندارد سالانه بازار سهام روزانه از 12 ماه قبل از بر آورد است. ارزش در شروع برابر در نظر گرفته مي شود، و برابر فرض مي شود.

بروکمن و ترتل از طرفي ديگر از فرمول زير استفاده مي كند(بروکمن و ترتل ،2003،49 ):

(27-2)

(28-2)

(29-2)

هیلجیست بازده مود نتظار رابه شكل زير بر آورد مي كند:

(30-2)

و عدد حاصل را بین 0 تا 100% به دست می آورد که بیانگر ریسک عدم پرداخت در این مدل می باشد. اين روش بر آورد برگشت سرمايه مورد انتظار نام دارد و لی داراي یک نقص جدي است كه در آن تصور مي شود هيچ تغييري در بدهي يا دارايي خالص بين t-1 و t وجود ندارد (هیلجیست ،2004، ص38 )[[20]](#footnote-20).

بروکمن و ترتل ، از طرف ديگر، از بازار سهام سال قبل كه بين بدون ریسک(ریسک صفر درصد) و 100% قرار دارد، با ميزان عاري از ریسک به عنوان بر آورد بازد مورد انتظار استفاده مي كنند. اين روش نیز مشکلات خود را دارد . اولاً، بازده دارايي مورد انتظار به وسيله ي بازده دارايي خالص مشخص شده تعیین مي شود، حتي اگر بازده دارايي خالص مشخص شده يك نمونه و نشان بارز براي بازده دارايي خالص مورد انتظار باشد، نماینده و نمونه خوبي براي بازده دارايي هاي مورد انتظار است حتي اگر بازده بدهي مورد انتظار براي تمام شركت ها يكسان باشد. دوماً، گر چه شركت هاي ورشکته شده داراي بازده هاي گذشته كمتري هستند از اين رو استفاده از بازده هاي گذشته به عنوان نماینده ای براي بازده هاي مورد انتظار مشكل ساز است. هر چند، همان طور كه مشخص مي كند، بر آورد هاي احتمال مدل مبني بر بازار بالا را مورد ارزيابي قرار مي دهد(بروکمن و ترتل ، 2003، ص56)[[21]](#footnote-21).

**مدل نسبت های حسابداری**

مدل های پیش بینی ریسک عدم پرداخت مبنی بر حسابداری ، با کار اصلی بیور[[22]](#footnote-22) (1964) و آلتمن[[23]](#footnote-23) (1968) شروع شد ، سپس تعدادی از محققان در بسیاری از بازار های متفاوت و با نسبت های مختلف تحقیقاتی انجام داده اند .

آلتمن از طریق تجزیه و تحلیل چند ممیزی و از میان 22 نسبت مالی که به نظر او بهترین پیش بینی کننده ها برای پیش بینی ورشکستگی بودند، 5 نسبت مالی را بصورت ترکیبی به عنوان بهترین پیش بینی کننده ورشکستگی انتخاب کرد. آلتمن درجه اهمیت هریک از نسبت ها را مشخص نموده و به هریک ضریبی متناسب با درجه تأثیر آن تخصیص داده است، که مقیاسی از لحاظ سنجش عددی بدست می دهد. او ضریب مورد بحث را در نتیجه پژوهش موارد مختلف تعیین نموده است. این ضرایب به شرح زیر می باشد:

## جدول( 2-2) ضرایب شاخص Z آلتمن

|  |  |
| --- | --- |
| نسبت | ضرایب |
| سود قبل از بهره و ماليات تقسيم بر کل دارايي ها | 3/3 |
| نسبت فروش به دارایی | 99/0 |
| نسبت ارزش روز سهام به بدهی | 6/0 |
| نسبت سرمایه در گردش به دارایی | 2/1 |
| نسبت سود انباشته به دارایی | 4/1 |

ضرایب فوق را در نسبتهایی که برای واحد مورد رسیدگی محاسبه می شود ضرب می کنند و حاصل جمع آنها را اصطلاحاً بنام شاخص Z می نامند.

(31-2)  = شاخص Z

دامنه ورشکستگی هرچه کمتر از 9/1 باشد احتمال ورشکستگی خیلی زیاد و در صورتی که Z در دامنه 9/1 تا 6/2 باشد احتمال ورشکستگی ضعیف و چنانچه در این مدل Z بزرگتر از 6/2 باشد، احتمال ورشکستگی آن خیلی کم است.

جهت تبدیل Z به دست آمده از مدل آلتمن به ریسک عدم پرداخت از معادله زیر استفاده می شود(تافلر ، 2007 ، ص 6 تا 26)

DP= (32-2)

# 6-2بخش پنجم پیشینه تحقیق

# 1-6-2 تحقیقات خارجی:

کورمندی و لایپ،1987،اولین تحقیق در این زمینه مربوط به کورمندی و لایپ در سال 1987 بود،آنها با فزض اینکه سود اطلاعات مفید ارائه می دهد سوالی را مطرح کردند با این عنوان که ماهیت اطلاعات در سود گزارش شده چیست و چگونه با ارزش شرکت مرتبط است؟ آنها برای پاسخ با این سوال بر روی بزرگی ارتباط بین سود و بازده و نیز آزمون چگونگی این بزرگی در ویژگی های سری زمانی تمرکز کردند .

در واقع آنها با طرح این سوال به واکنش تفاضلی بازار به اجزای گوناگون سود توجه کردند نتایج تحقیق حاکی از این بود که بزرگی ارتباط بین بازده سهام و سود ، وابسته به تداوم روند سودآوری است

کولینز و کوتاری،1989، این دو به برسی رابطه بین ریسک سیستماتیک و ضریب واکنش سود پرداختند و دریافتند که تنها عامل کاهش دهنده ضریب واکنش سود ریسک سیستماتیک( β) است. به علاوه آنها دریافتند که عامل نرخ فرصتهای رشد به شکل مثبت بر ERC تاثیرگذار است. در واقع پژوهش آنها نشان داد همانطور که ERC آزمون سریع روابط بین قیمت و بازده را که در مدل ارزش گذاری مالی نهفته است امکان پذیر می سازد می توان با دخالت دادن متغیرهای ریسک سیستماتیک و رشد برخی از تفاوتهای همزمان ERC را تبیین کرد.

راک ویکپلدر سال 1990 رساله دکتری آقای راک ویکپل در دانشگاه نبراسکا با عنوان تاثیر تغییر حسابرس بر روی کیفیت سود و ضریب واکنش سود انجام گرفت.این پژوهش در پی یافتن پاسخ این سوال بود که آیا تغییر حسابرس باعث تغییر رفتار سرمایه گذاران که در قیمت نشان داده می شود. وی فرض کرد که ضریب واکنش سود در خصوص شرکتهایی که حسابرس خود را از 8 موسسه کوچک حسابرسی به یکی از 8 موسسه حسابرسی بزرگ تغییر داده اند با تغییر با اهمیتی روبرو شود. پس از انجام تحقیق نتایج آماری نشان داد که نشانه مثبت برای ضریب واکنش سود گرچه تا اندازه ای تعجب برانگیز است ولی به لحاظ آماری با اهمیت نیست. وی نتوانست فرضیه های خود را به لحاظ آماری به اثبات برساند.

هالیوال، و فارقرآنها در سال 1991 در یک تحقیق تجربی به بررسی رابطه بین سود غیر منتظره و بازده غیر نرمال اوراق بهادار با تاثیرپذیری از اهرم مالی پرداختند. هدف آنها از این تحقیق فراهم کردن شواهد بیشتری که بتوان به وسیله آن ها به تعیین و شناسایی عوامل موثر بر ضریب واکنش سود بود.نتایج حاکی از این بود که ERC برای شرکتهای فاقد اهرم و یا با سطح پایین اهرم نسبت به شرکتهای اهرمی یا با سطح بالایی از اهرم بزرگتر است.

بیلینگز تحقیق وی شبیه تحقیق ها لیوال و رینولد بود. با این تفاوت که وی در مدل رگرسیون خود عامل نرخ رشد سود را نیز به همراه ریسک سیستماتیک و ثبات سودآوری اضافه کرد و بر این اساس مدل خود را برازش کرد. استدلال وی این بود که رتبه بندی اوراق قرضه و نسبت بدهی که شا خص های اندازه گیری ریسک عدم پرداخت است بر نرخ مورد انتظار رشد سود تاثیر گذارند و با این عوامل در ارتباط می باشند لذا رابطه بین ERC و ریسک عدم پرداخت دقیق تر سنجیده می شود.

هنگامی که ریسک سیستماتیک ،رتبه بندی اوراق قرضه نسبت به بدهی و نرخ رشد سود در مدل رگرسیون قرار می گیرند،نتایج این تحقیق بیان تحقیق بیان می دارد که ریسک عدم پرداخت در تشریح ERC نقش دارد.

فلتام و پای ،2000،پژوهش آنها به بررسی تاثیر اقلام تعهدی حسابداری بر روی نا پایداری و ضریب واکنش سود می پردازد .در این پژوهش آنها مدل ارزشیابی سود باقیمانده را درتحقیق فلتام و اوهلسان در سال 1996 را به عنوان مبنایی برای توسعه یک مدل در این خصوص که مدیریت می تواند با توجه به اطلاعات اختصاصی و تاثیر اقلام تعهدی و با در نظر گرفتن چگونگی تاثیر بر مدیریت سود آن هم به سود غیر منتظره و با لطبع بر ضریب واکنش سود موثرند را استفاده کردند.تحلیل ها نشان داد که واریانس سود غیر منتظره یک کارکرد مثبت از شلوغی ایجاد شده به وسیله اقلام تعهدی مدیریت شده می باشد. اما بهبود اطلا عات در خصوص مدیریت سود ،این واریانس را کاهش نمی دهد. البته این موضوع به ماهیت تبادل اطلاعاتی در کل اقلام تعهدی مدیریت شده وابسته است.اگر مدیریت سود مولفه های نا پایداری در سود غیرمنتظره را تحت تاثیر قرار ندهد این واریانس کاهش می یابد . اما اگر مدیریت سود تداوم و نه سود آوری آنها را انتقال دهد واریانس سود غیر منتظره کاهش نمی یابد. لذا در مجموع شلوغی ایجاد شده اطراف سود ناشی از اقلام تعهدی مدیریت شده ضریب واکنش سود را کاهش می دهد.

یئو و کیمدر سال 2002 در دانشگاه کورساند تحقیقی با عنوان ریسک عدم پرداخت ،عاملی موثر بر ضریب واکنش سود صورت گرفت،محققین در این مطالعه مبنای اصلی تحقیقشان پژوهش هالیوال،لی و فارقر در سال 1991 بود. هالیوال ،لی و فارقر در تحقیقاتشان به شکلی خاص بر طبق نظریه حق امتیاز خرید در خصوص ریسک بدهی فرضیه خود را ثابت کردند ولی در آزمون تجربی آنها در خصوص فرضیاتشان به این مفهوم که آیا باز پرداخت بدهی که ریسک عدم پرداخت و کاهش ERCهم وابسته اند یا خیر اشاره نشده است . به این مفهوم که آیا باز پرداخت بدهی که ریسک عدم پرداخت را کاهش می دهد مستقیما با افزایش ERC مرتبط و بالعکس انتشار یک بدهی جدید که منجر به افزایش ریسک عدم پرداخت می شود مستقیما با کاهش ERC ارتباط دارد یا خیر آنها تحقیق خود را با توجه به این نظریه بر اساس اطلاعات شاخص S&P مربوط به شرکتهای صنعتی آمریکا آزمون کردند. در مدل برازش شده این تحقیق عوامل مانند بتا ،فرصتهای رشد ، تداوم روند سود آوری ، نرخ رشد سود و انحراف استاندارد سود قرا گرفته شد.اما نتایج نشان داد که انتشار و با زپرداخت بدهی با عوامل دیگری به غیر از ریسک عدم پرداخت مرتبط شده اند و احتمالا شاخص های غیر قابل اتکای دیگری در این ترکیب دخالت می کنند. آنها عوامل زیر را مطرح می کنند:

1. شاخص های به کار گرفته شده در اینجا جهت مفاهیم مفروض در تئوری بنیادین ممکن است خوب اندازه گیری نشده باشد برای مثال استفاده از روش دفتری به جای ارزش بازار در محسبه اهرم شاید عرصه خوبی برای شناساندن یک ضریب مستقیم برای محاسبات و پیش بینی ها نبا شد .
2. چگونگی نا پایداری مدلهای اقتصادی جهت قدرت تفسیر و پژوهشها که به تازگی مشاهده شده است.
3. سودمندی اصول بنیادین نظریه های کلاسیک مالی می تواند مورد تردید باشد چرا که در نتایج گزارش شده در پژوهشها بر موضوع سودمندی ، اصول بنیادین محدودی وجود دارد.مساله موجود در انجا یک ترکیب پیچیده از تبدیل مفاهیم نظری به مفاهیم قابل اندازه گیری و پیش بینی است .

کمبرز فریمن و کوچ ،2004، این پژوهش به بررسی تاثیر ریسک بر واکنش قیمت به سود غیر منتظره با ضریب واکنش سود می پردازد .آنها استدلال می کنند که ممکن است ERC با ریسک نهایی افزایش یابد چرا که ریسک نهایی شرکت به شکل مثبت با حساسیت انتظارات از سود تقسیمی در اخبار ویژه شرکت مرتبط است. این پژوهش، نقش ریسک در شناختن روابط بین سود و بازده که به وسیله ایستن و زمیجوزکی 1989 و کولیتز و کو تاری 1989 با ترسیم اینکه ERC با افزایش ریسک سیستماتیک کاهش می یابد را بسط و گسترش داد. آنها ریسک نهایی را به عنوان عدم قطعیت در خصوص سودهای تقسیمی آتی با سودهای آتی تعریف می کنند. اخبار ارزش شرکت باعث می شود سرمایه گذاران در انتظارات خود از سودهای آتی شرکت تجدید نظر کنند. این تجدید نظر باعث تغییر در قیمت های سهام خواهد شد تغییرات قیمت متناسب با اخبار ارزشی مربوط خواهد بود.که با افزایش ریسک این تغییرات با اهمیت خواهد شد .

بر این اساس ناپایداری قیمت سهام ،شاخصی برای ریسک نهایی در این پژوهش می باشد. در واقع این پژوهش به بررسی اینکه آیا تجدید نظر در قیمت که با سودهای دوره جاری مرتبط شده است کارکردی از ناپایداری قیمت سهم در دوره قبل است ، می پردازند. در این پژوهش تحلیل ها پس از کنترل ریسک سیستماتیک که به شکل منفی بر ERC موثر است صورت پذیرفت. آنها بر اساس نتایج تحقیق دریافتند که یک ارتباط مثبت با اهمیت به لحاظ آماری بین ریسک نهایی و ضریب واکنش سود قرار دارد.نتایج این تحقیق پیشنهاد می کند تحقیقات بعدی مبتنی بر ERC بر اساس ارزشهای مربوط می بایست ریسک نهایی را کنترل کند.برای مثال 2 شرکت با الگوی حسابداری متفاوت ERC های متفاوتی دارند. زیرا آنها ریسک نهایی متفاوتی دارند. چرا که هر شرکت الگوی حسابداری ارزشی مناسب خود را نسبت به دیگر شرکتها به کار می برد.

بنیا مین بای هیبت الهسامی در سال 2004 در یک تحقیق تجربی ، تاثیر پذیری بدهی های بالقوه محیطی بر روی ضریب واکنش سود توسط بنیا مین بای و هیبت اله سامی مورد آزمون قرار گرفت . در این مطالعه آنها با بررسی مفهوم بدهی های بالقوه محیطی آن هم بر اساس اطلاعات حسابداری به بزرگی و اهمیت رابطه آن با ضریب واکنش سود پرداختند و جهت بررسی این موضوع شرکتهای نمونه را به 2 طبقه تقسیم بندی کردند:

شرکتهایی با بخش مسئولیت پذیری بالقوه PRP [[24]](#footnote-24) در مقابل شرکتهای فاقد بخش مسئو لیت پذیری بالقوه. جامعه آماری آنها شامل 628 شرکت بود که 314 شرکت PRP و 314 شرکت فاقد PRP بودند. فریضه آنها بدین شکل عنوان شده است که ERC برای شرکتهای دارای PRP نسبت به شرکتهای فاقد PRP پایین تر است . در مدل رکرسین این پژوهش ریسک سیستماتیک ، شاخص فرصتهای رشد ، شاخص تداوم روند سود آوری ، اندازه شرکت و بازده سهام شرکت در مدت 2 روز قبل و بعد از تاریخ اعلام سود قرار گرفتند. چیزی که در این پژوهش مشخص می باشند این است که نشان دادن بدهی محیطی محتمل و یا ممکن برای مثال تخمین هزینه های بازسازی (از بین بردن فساد و آلودگی) به شکل عدد بسیار مشکل است . در واقع اندازه گیری دقیق از بدهی آتی بسیار مشکل است. بنابراین این موضوع موجب ایجاد نویز یا شلوغی در اطلاعات حسابداری می شود، یعنی اینکه سود شرکتهای دارای PRP نسبت به شرکتهایی که فاقد PRP هستند شلوغتر است. بنابراین تفاوت های ذاتی در ERC شرکتهای با بدهی های بالقوه محیطی و شرکتهای فاقد چنین بدهی هایی مورد انتظار است . به عبارت دیگر چنین شلوغی می بایست منجربه ERC پایین تری برای شرکتهای دارای PRPدر مقایسه با دیگر شرکتها شود.

نتایج تحلیل رگرسیون مدل پژوهش به شکل عمومی از فرضیه آنها حمایت می کند. یعنی بازار افزایش شلوغی در سود ناشی از بدهی های بالقوه محیطی را به خوبی درک می کند. و لذا شرکتهای با بدهی های محیطی بالقوه ERC پایین تری نسبت به شرکتهای فاقد چنین بدهی ها دارند.

بیفرز و سامرز ،آنها در این پژوهش ضریب واکنش سود را مستقیما با تداوم روند سودآوری آنهم به شکل مفهومی جهت فراهم کردن راه دیگری برای تفسیر فهم بازار از اطلاعات منتقل شده به وسیله اعلان سود مرتبط ساختند. آنها بیان می دارند که ERC را جهت نشان دادن انتظارات بازار از تداوم روند سود غیر منتظره از طریق فرض یک الگو برای تداوم استفاده می کنیم .

به علاوه ما زنجیر ضریب واکنش سود را از نقاط منفی بی نهایت تا مثبت بی نهایت طبقه بندی می کنیم چهار چوب پیشین برای تفسیر ERC در تحقیقات قبلی ERC را به 2 طبقه ناپایدارERC=1 و پایدار تقسیم بندی می کرد. در حالیکه در این پژوهش چندین طبقه در این خصوص معرفی شد:

1)تنزل ERC<1+ >1-

2)رشد ERC<1+

3)تا اندازه ای مجزا و منشعب ERC<1 >0

1. کاملا جدا و منشعب ERC=0

5) بسیار جزئی و اندک ERC<0

این طبقه بندی و چهار چوب به ما اجازه می دهد که تفاسیر خوب از ضریب واکنش مشاهده شده را گسترش دهیم و یک زمینه تجربی قوی تر و پر بارتر ایجاد کنیم . آنها متوجه شدند که کمتر از %20 تجدید نظر سرمایه گذاران و اعتماد آنها درباره سودهای آتی در واکنش به سود غیر منتظره در محدوده چهارچوب سنتی (2 طبقه ای) قرار می گیرد و 80% از این تجدید نظر های مورد انتظار در خصوص انتشار سود در دسته های رشد و مجزا قرار دارد .تفاوت این پژوهش با دیگر تحقیقات در خصوص تاثیر تداوم روند سود آوری بر ضریب واکنش سود در این است که این تحقیق به جای تداوم روند سود غیر منتظره به عنوان متغیرتاثیر گذار بر ضریب واکنش سود در نظر گرفته شده است. در ضمن این پژوهش به تاثیر تداوم روند سود غیر منتظره بر طبقه بندی های ضریب واکنش سود که محققین این پژوهش از طریق نسبت بازده غیر منتظره به سود غیر منتظره در تحقیقات قبلی بدست آورده بودند نیز پرداختند و مشخص شد که این نسبت از 98/17 تا 28/2- برای شرکتهای نمونه در تحلیل هایشان از تداوم روند سود غیر منتظره تغییر کرده است. در این پژوهش مشخص گردید که 85% ضریب واکنش سود در طول سالهای 2000-1993 خارج از دسته بندی ( ناپایدار – پایدار ) قرار دارد .

قوش جو و جیان ،2005،در این پژوهش محققین می خواهند نشان دهند که شرکتهایی که در گزارشگری خود افزایش ناشی از نگهداری در سود و در آمد را افشاء می کنند در مقایسه با شرکتهایی که فقط افزایش های ناشی از نگهداری در سود را به تنهایی گزارش می کنند.آنها شرکتهای نمونه خود را بر این اساس به 2 گروه طبقه بندی کردند:

1) شرکتهایی که افزایش ناشی از نگهداری در سود را همراه با افزایشهایی ناشی از نگداری در آمدها کزارش می کنند.

2)شرکتهایی که تنها افزایش ناشی از نگهداری در سود را گزارش می کنند.

در واقع هدف آنها از این طبقه بندی این است که افزایش هایی که به سیله در آمدها ایجاد شده باشد باعث کیفیت بالاتر برای سود و در نتیجه ERC بالاتر می شود . چرا که درآمدها کلید و عامل رشد و ارزش زایی برای شرکت است. بر خلاف کاهش های هزینه که یک عامل عکس هستند و جهش و خیز کمتری در مقابل افزایش درآمدها که به شکل بالقوه ،عامل پویایی شرکت می باشد. لذا افزایش درآمدها نسبت به کاهش در هزینه ها کیفیت بالاتری برای سود ایجاد می کند.و از زمانی که کیفیت سود ارزش مربوط شناسایی شده است(برای مثال پنمان 2004) می توان عنوان کرد که در این شرکتها که رشد سود به وسیله افزایش درآمد حمایت می شود ضریب واکنش سود بالاتر است.نتایج پژوهش پیش بینی ها را تائید می کند . آنها در یافتند که سود برای شرکت های با رشد نسبت به شرکتهای دارای کاهش هزینه کیفیت بالاتری دارد و متناسب با شرکتهای دارای کاهش هزینه ، سود برای شرکتهای با رشد درآمد با دوام تر و نیز کمتر مدیریت شده از طریق اقلام تعهدی هستند. شرکتهای با رشد در آمد همچنین عملکرد آتی بالاتری دارند.در این پژوهش مدل اولین (1995) جهت آزمون فرضیه ها به کار رفت و نتایج تحقیق منطبق بر فرضیه و پیش بینی ها بود. اما در پایان محققین فهمیدن استراتژی تجاری برای یک شرکت دارند.آنها معتقدند فهمیدن استراتژی جاری یک شرکت یک بخش جامع و کامل از فهمیدن و درک کردن صورتهای مالی است و این تحقیق ارتباط بین تحلیل استراتژی های مختلف تجاری و تحلیل صورتهای مالی را تصدیق می کند. در کاربرد حسابداری بر مبنای ارزش نباید تنها به الگوی رشد سود آن توجه کنیم بلکه باید بین منابعی از رشد متناسب با استراتژی های مختلف تجاری تمایز قائل شویم . رشد ناشی از نگهداری در سود و رشد ناشی از نگهداری در درآمد به آسانی قابل مشاهده هستند در یک چنین تحلیل ارزشیابی می توانند به کار روند.

جزف کریستین و آتول رای **،2007،**جزف کریستین و آتول رای تحقیقی انجام دادند که در آن به بررسی رابطه بین اقلام تعهدی ، مدیریت سود و ضریب واکنش سود پرداختند.ایشان معتقد بودند که ضریب واکنش سود شرکتهای که سود غیر منتظره گزارش می کنند و دارای اقلام تعهدی سرمایه درگردش بزرگ هستند کمتر از شرکتهایی است که دارای اقلام تعهدی سرمایه در گردش کوچک هستند. ایشان بزرگی یا کوچکی اقلام تعهدی سرمایه در گردش را با میانگین صنعت در نظر گرفتند.آنها بیشتر روی اقلام تعهدی سرمایه در گردش تمرکز داشتند چون معتقد بودند که اقلام تعهدی فوق از این جهت اهمیت دارد که به بازار کمک می کند مشکلات وجه نقد ناشی از عملیات را بهتر درک کند. آنها طی دوره ای 16 ساله ،41،936 سال شرکت انتخاب نمودند .

سپس شرکتها را به گروههایی که افزایش سود و یا کاهش سود داشتند تقسیم شدند و در نهایت به گروههای کوچکتر که دارای اقلام تعهدی بزرگ و مثبت سرمایه در گردش و یا دارای اقلام تعهدی بزرگ و منفی سرمایه در گردش بودند طبقه بندی شدند. در واقع شرکتها به 8 طبقه تقسیم شدند که در جدول 2-2 ارائه شده است .

## جدول( 3-2 )طبقه بندی شرکتها توسط کریستین و رای

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| طبقه بندی اقلام تعهدی | افزایش یا کاهش سود | طبقه بندی و کوچکی تغییرات سود |
| اقلام تعهدی بزرگ و مثبت | افزایش سود | تغییرات سود کوچک |
| اقلام تعهدی بزرگ و منفی |
| اقلام تعهدی بزرگ و مثبت | کاهش سود |
| اقلام تعهدی بزرگ و منفی |
| اقلام تعهدی بزرگ و مثبت | افزایش سود | تغییرات سود بزرگ |
| اقلام تعهدی بزرگ و منفی |
| اقلام تعهدی بزرگ و مثبت |
| کاهش سود |
| اقلام تعهدی بزرگ و منفی |
|  | | |

**فوستر**

فوستر در سال 1977 مطالعه ای شبیه بال و براون را انجام داد. این مطالعه از سودهای دوره ای سه ماهه و نرخ بازده روزانه استفاده کرد. ولی بازده غیر عادی را با اختلاف جزئی با روش بال و براون محاسبه کرد. فوستر همچنین به جای استفاده از نرخ بازده روزانه مجزا از لگاریتم طبیعی قیمت روزانه مربوط به منظور نزدیک کردن نرخ بازده مرکب پیوسته روزانه استفاده کرد. نهایتا فوستر نتیجه گرفت که سود خالص حسابداری یک منبع اطلاعاتی به هنگام می باشد.

**بیور، لامبرت و مورس**

آنها در سال 1980 همبستگی درصد تغییرات در قیمت و درصد تغییرات در سود هر سهم شرکت ها را برای یک دوره 19 ساله محاسبه کردند و متوسط ضریب رگرسیون ( متوسط حساسیت درصد تغییر قیمت به درصد تغییر سودها) 12 درصد به دست آمد. این ضریب باید مشابه تحقیقات انجام شده توسط بیور و کلارک و رایت در سال 1979 باشد و با آن هماهنگی داشته باشد. اختلاف بین تحقیق بیور و کلارک و رایت با تحقیق بیور، لامبرت و مورس در روش تشکیل پرتفوی آنهاست. بیور کلارک و رایت پرتفوی خود را بر اساس متغیر های مستقل ( درصد تغییر در سود غیر منتظره) و بیور ، لامبرت و مورس پرتفوی خود را بر اساس متغیر وابسته ( درصد تغییر در قیمت) تشکیل داده بودند. روش بیور کلارک و رایت احتمالا میزان تغییرات نرخ بازده جریانهای نقدی را کمتر نشان می دهد، درحالی که روش بیور، لامبرت و مورس در آن اغراق می کند. بدون در نظر گرفتن درجه حساسیت ، موضوعی که از هر دو مطالعه استنباط می شود این است که رابطه معنی داری بین نرخ بازده غیر عادی و سودهای غیر منتظره سالیانه وجود دارد. این ارتباط شامل عوامل موثر بر سود سالبانه است که در قیمت سهام تاثیر می گذارد. بطور کلی گزارش ها و اعلامیه های سود شواهدی دال بر وجود محتوای اطلاعاتی را ارائه می دهد. انحراف معیار محتوای اطلاعاتی سود برای اعلامیه های سود در سایر بازار های معاملاتی غیر از بورس نیویورک نیز با نتایج مشابه مواجه بوده است. آقای می در سال 1971 این موضوع را برای اعلام سود فصلی شرکتهای پذیرفته شده در بورس نیویورک برای دوره 1968-1964 به کار برد.هاگرمن در سال 1973 روش بیور را برای اعلامیه های سود سهام بانک ها در بازار OTC به کار گرفت که نتایج تحقیق می و هاگرمن مثل نتایج بیور بود.

به طور کلی نتایج حاصل از آزمون های انجام شده روی انحرافات بازده غیر عادی این است که محتوای اطلاعاتی سود شامل نتایج آزمون هایی است که برای تعیین ارتباط بین سود غیر منتظره و میانگین نرخ بازده غیر عادی انجام می شود. هر دو این موضوع را بیان می کند که اعلام سود اطلاعاتی را به بازار سرمایه منتقل می کند. بیور در سال 1980 علاوه بر بکار گیری متدولوژی انحراف قیمت ، تغییرات در حجم مبادلات مربوط به اعلام سود را بررسی کرد. وی در مطالعاتش درباره حجم 506 اعلامیه سود مجددا از اعلام سودی بهره گرفت که قبلا در بررسی انحراف بازده زمان اعلام سود مورد استفاده قرار داده بود. بیور حجم مبادلات شرکت را در هفته t به شرح زیر اندازه گیری کرد:

(33-2)

این میانگین هفتگی همان درصد سهام مبادله شده روزانه است و سپس بر اساس کلیه 506 اعلامیه برای هر هفته در دوره اعلام سود (8 هفته قبل و 8 هفته بعد) برای به دست آوردن V یعنی میانگین کل شرکت ها در هفته مورد نظر بصورت بالا عمل می شود. حجم مبادلات مشاهده شده این موضوع را تایید می کند که یافته هایی که با استفاده از میانگین نرخ بازده غیر عادی و انحراف ضمنی به دست آمدند دلیلی بر محتوای اطلاعاتی اعلامیه های سود است. افراد دیگری که هر یک به نحوی در باره سود حسابداری و تاثیر آن بر قیمت سهام تحقیقات انجام داده اند عبارتند از کاپلان و پاتل، آنها در سال 1977 این موضوع را که آیا جریان های نقدی اطلاعاتی غیر از آنچه در سود سالیانه است در خود دارند یا خیر به آزمون گذاشتند، به این نتسجه رسیدن که جریان های نقدی هیچ اطلاعات اضافی را ارائه نمی کند. در مقاله ای با عنوان "واکنش بازار سهام در برابر برآوردهای سود هر سهم از سوی شرکت های حرفه ای " که در سال 1973، فوستر به نوشتن آن مبادرت ورزید ، چنین مطرح شد که بر اساس مطالعات حجم و قیمت ،هم سرمایه گذاران و هم بازار سهام برآورد EPS را قبل از حسابرسی به دلیل داشتن محتوای اطلاعاتی در نظر می گیرند و در آن زمان برآورد عمومی قیمت های سهام به سرعت تعدیلمی شوند. چنانچه یک استراتژی مبادلات سهام بر اساس این برآوردها بازده های غیر عادی بدست نمی آورد.

شامبرز وایستن پنمان در مقاله خود با عنوان "سیر زمان گزارشگری تاثیر قیمت سهام بر اعلامیه های سود" به دو طریق شواهد توصیفی در رابطه با سود و قیمت سهام ارائه می کند:

1. گزارشگری خاص پایان دوره مالی که از طریق گزارش درآخر دوره مالی تکمیل می شود. عملکرد سهام را در رابطه با ارائه گزارش های داده شده که به سرعت پس از اتمام دوره مالی همراه با گزارش های زمان بندی شده انتشار یافته است تعریف می کنند.
2. تحلیل دوم به توصیف زمانبندی گزارش هر سود در رابطه با تاریخ های معین می پردازد.

بال و کوتاری تحقیقی در زمینه اوراق بهادار در زمان اعلام سود انجام دادنمد که در آن ریسک، بازده و بازده غیر عادی را در اطراف دوره های سه ماهه تاریخ اعلام سود به آزمایش گذاردند. آنان در متدولوژی تحقیق خود از بازده های غیر عادی تجمیعی استفاده نمودند و نتیجه گرفتند که بازده غیر عادی برآورد شده می تواند به صورت عدم کارایی بازار، زیان وارده بر دارایی یا شاخص بازده بازار اوراق بهادار مورد آزمون قرار گیرند.

**پاتل و ولف سن**

پاتل و ولف سن این فرضیه را که بازار توقع دارد اعلام سود، انحراف بازده را افزایش دهد با استفاده از بررسی تعیین قیمت های اختیار خرید به آزمایش گذارند. امتیاز خرید سهام حقی است برای خرید مقداری از سهام یک شرکت خاص به نرخ مشخص در یک دوره زمانی معین. این امتیاز در بورس اوراق بهادار معامله می شوند. پاتل و ولف سن قیمکت امتیازات خرید را برای آزمون این مسئله که آیا بازار افزایش انحراف در زمان اعلام سود را پیش بینی می کند یا نه مورد بررسی قرار دادند. آنها برآورد هایی از انحراف بازده مدل قیمت گذاری امتیاز خرید سهام بلاک و شولز(1979) یافتند. در آن مدل قیمت هر امتیاز خرید سهام ، نرخ بهره بدون ریسک و انحراف نرخ بازده پیوسته سهام می باشد. اگر انحراف معیار نرخ بازده تابعی از زمان باشد می توان نرخ در این مدل را به صورت میانگین انحراف از تاریخ ارزش گذاری امتیاز خرید سهام تا زمان انقضای آن تعریف کرد ( خوش طینت و فلاح، 1385،ص16)1.

**رابرت فری من و سیتنیوتس**

آنها در سال 1992 در بررسی رابطه بین سود حسابداری و قیمت سهام تحقیقی را انجام که مقاله ای با عنوان " یک مدل غیر خطی از عکس العمل قیمت سهام به سودهای غیر منتظره " ارائه شده است و در آنجا مدل خود را برای ارزیابی بسیار دقیق تر از مدل های خطی که در تحقیقات قبل مورد استفادهخ قرار گرفته بودند، تشریح نمودند. بنابر این تئوری قیمت ها باید به دنبال سود های بیشتری در آینده باشد.

**گریس بونال ، چارلز وازلی ، گریگوری و وی مایر**

هدف از ارائه این مقاله آزمون اثرات انواع پیش بینی های مختلف سود در قیمت سهام است. قبل از افشای پیش بینی ها ، مدیریت موظف است نسبت به این موضوع که پیش بینی های کوتاه مدت یا برای یک دوره طولانی تر باشد قبلا نتیجه گیری کند. همچنین مدیریت باید نسبت به این که آیا اطلاعات برای دوره سالانه پیش بینی های سود که از جنبه های شکل و محتوای آن متفوت بود را بررسی می کند.

این مقاله تحقیق گسترده ای از ارتباط بین پیش بینی های مدیریت و قیمت های سهام را ارائه می کند. دامنه تحقیقات قبل در این زمینه تنها محدود به سود سالیانه بوده است. به عنوان مثال تحقیقات پنهان در سال 1980 اجنگیا و گیفت در سال 1984، وی مایر در سال 1984، مک نیکولز در سال 1989 ، پونا و می مایر در سال 1989. تحقیقات دیگری که از این امر مستثنی هستند توسط بیور و پنمان 1990 انجام شده است. آنها در تحقیق در نمونه انتخاب شده پایین ترین و بالا ترین پیش بینی را در دوره مربوطه در نظر گرفتند اما این مورد افشاء پیش بینی سود را به طور جداگانه آزمون نمی کند. پاتل در سال 1976 مشاهده ای در رابطه با میانگین تغییرات قیمت با حداقل و حد اکثر میزان پیش بینی سود سالیانه تهیه کرده است. بگینگی در سال 1992 نیز همین آزمون را انجام داده است.

تحلیل قبلی علاوه بر افشاء اطلاعات مربوط به پیش بینی سود از سوی مدیریت ، باعث ایجاد این تفکر شده است که سرمایه گذاران قادرند با استفاده از شکل و محتوای اطلاعاتی که افشا شده بررسی های آتی را انجام دهند. به عنوان نمونه کینگ در سال 1980 فرض می کند که این افشاء پیش بینی ها توسط مدیریت به عنوان یک عمل اختیاری و معقول به منظور کاهش هزینه اطلاعاتی در بازار سرمایه به کار می رود. آزمون های اولیه این تحقیق بر اساس یک نمونه شامل 1252 افشاء پیش بینی سود از سوی مدیریت با 91 واحد تجاری از تاریخ جولای 1979 تا 31 دسامبر 1987 است. نتایج متعددی از این تحقیق استخراج شده است.

1. افشاء پیش بینی سود در هر حال دارای محتوای اطلاعاتی بالایی است.
2. افشاء پیش بنی سود محتوای اطلاعاتی کمتری از اعلام سود دارد که این با نتایج تحقیقی که پونال و وی مایر در سال 1989 انجام داده بودند مغایرت است.
3. اختلاف در نحوه پیش بینی های سود در دو.ره های متفاوت ( سالیانه ، فصلی و ...) از اهمیت برخوردار نیست.
4. پیش بینی های میان دوره ای از پیش بینی های سالیانه بسیار با اهمیت ترند.

**پامبر**

وی در سال 1986 در یک تحقیق به بررسی رابطه بین سود غیر منتظره ، اندازه شرکت و حجم معاملات سهام پرداخت و در پایان تحقیق خود نتیجه گیری کرد که بین قدر مطلق سود غیر منتظره و اندازه شرکت رابطه معکوس وجود دارد. یعنی به موازات افزایش اندازه شرکت، قدر مطلق سود غیر منتظره کاهش می یابد همچنین وی نتیجه گیری کرد که بین قدر مطلق سود غیر منتظره و حجم معاملات سهام رابطه مستقیم وجود دارد. بدین معنی که هر چه قدر مطلق سود غیر منتظره بیشتر باشد حجم معاملات سهام بیشتر خواهد بود و بالعکس.

# 2-6-2 تحقیقات داخلی

خوش طینت و فلاح در تحقیقی در سال 1385 در رابطه بین اهرم مالی و ظریب واکنش سود را مورد آزمون قرار دادند. آنها به بررسی میزان تاثیر گذاری سود غیر منتظره بر بازده غیر نرمال با تاثیرپذیری از اهرم مالی به عنوان شاخصی از ساختار سرمایه و حضور متغیر های ریسک سیستماتیک و نرخ فرصتهای رشد که موثر بر ضریب واکنش سود شناخته شده اند به عنوان متغیر های توضیحی و کنترلی استفاده کردند.آنها در تحقیق خود 2 تعریف از اهرم مالی ارائه کردند.

1) نسبت ارزش دفتری کل بدهی ها به ارزش دفتری کل داراییها و

2) ارزش دفتری کل بدهی ها به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام.

نتایج تحقیق نشان داد که در تعریف نخست اهرم مالی و در سطح پایین اهرم هیچگونه رابطه ای بین اهرم مالی و ضریب واکنش سود وجود ندارد. در سطح کل نمونه و در سطح بالای اهرم ، مشاهده شد که اهرم مالی به شکل منفی بر ضریب واکنش سود موثر است. در تعریف دوم اهرم و در سطح کل نمونه و سطح پایین اهرم هیچگونه رابطه ای بین اهرم مالی و ضریب واکنش سود وجود ندارد ولی در سطح بالای اهرم ارتباط ضعیفی بین اهرم و ضریب واکنش سود وجود دارد.

در سال 1385 محسن مهرآرا و قهرمان عبدلی طی تحقیقی تحت عنوان"نقش اخبار خوب و بد در نوسانات بازدهی سهام در ایران" به بررسی نوع خبر بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار در ایران پرداختند . در این تحقیق رابطه میان تکه های بازدهی با قیمت سهام و نوسانات شرطی و فرضیه عدم تقارن نوسانات مورد آزمون قرار گرفته شد که شواهدتجربی حاصل از بکارگیری مدلهای نوسان برای اوراق بهادار تهران نشان داد که تاثیر تکه های قیمتی منفی و مثبت بر نوسانات آتی قیمت به لحاظ آماری متفاوت نیست. مهمتریسن دلایل احتمالی نتیجه مذکور را می توتن به جوان بودن بورس اوراق بهادار تهران ، کند بودن جریان اطلاعات و محدودیت های نهادی و سازمانی تفسیر نمود.

در سال 86 نوروزبیگی در تحقیقی تحت عنوان "محتوای اطلاعاتی اعلامیه های سود هر سهم بر اساس ضریب واکنش سود" به بررسی ارتباط بین تغییرات عایدی هر سهم پیش بینی شده و واقعی و تغییرات بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت. نتایج حاصل از آزمون فرضیه مطرح شده ، وجود رابطه هم جهتی میان تغییرات عایدی هر سهم پیش بینی شده و تغییرپذیری بازده سهام را نشان می دهد. بدین ترتیب با افزایش میزان تغییرات عایدی هر سهم پیش بینی شده ، تغییرپذیری بازده سهام نیز افزایش می یابد. بررسی معادلات رگرسیون نسان دهنده اثر کششی اندک تغییر در عایدی هر سهم پیش بینی شده روی تغییرات بازده سهام است. بدین ترتیب حتی علی رغم وجود رابطه میان این دو متغیر و همبستگی آن ها، تغییرات عمده در پیش عایدی هر سهم به تغییرات کوچکتری در قیمت سهام و به تبع آن در بازده سهام منجر می شود. این امر با در نظر گرفتن الگوی تصمیم گیری سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران که اتکای زیادی به پیش بینی عایدی هر سهم دارند، احتمالا ناشی از عدم وجود تقارن اطلاعاتی میان معامله گران می باشد. در صورت وجود چنین وضعیتی به دلیل ناهمزمانی دریافت اطلاعات ، تغییرات اصلی که باید در بازه زمانی انتشار رسمی اطلاعات مشاهده گردد، بصورت نامنظم و در بازه بزرگتری اتفاق می افتد.

بدین ترتیب بخش عمده اثر تغییرات در چیش بینی عایدی هر سهم که در بازه های نزدیک رخ می دهد، در مدت زمان طولانی تری روی قیمت اثر می گذارد.

مرتضی اکبری در سال 1387 در تحقیقی تحت عنوان" متغیرهای موثر بر اعتبار پیش بینی سود توسط مدیریت" به طور تجربی ، فاکتورهای شناسایی شده در تحقیقات و مطالعات خارج از کشور را بر روی بورس اوراق بهادار تهران مورد ارزیابی قرار داد که نتایج تحقیق نشان می دهد که اولا اعلان خبر منفی (سود پیش بینی شده کمتر از گذشته) نسبت به خبر مثبت واکنش سود بیشتری در قیمت سهام ایجاد می نماید. ثانیا اندازه شرکتها در میزان باور و قبول سود پیش بینی شده نزد سرمایه گذاران دارای تاثیر بیشتری است. ثالثا صحت و تحقق پیش بینی های گذشته بر روی باور پیش بینی های آینده موثر است. رابعا پیش بینی های میان دوره ای نسبت به پیش بینی های سالانه واکنش بیشتری را در قیمت سهام ایجاد می نماید و نهایتا اینکه وجود یا عدم وجود تعدیل در پیش بینی ها بر روی باور و اعتبار پیش بینیهای بعدی تاثیر گذار نیست.

# 7-2 خلاصه فصل

روند کنونی پژوهش های حسابداری با توجه به تحولات عمیق در روش شناس ها و فلسفه زیر ساختی حسابداری ، در بطن سه رویکرد عمده پژوهش یافته اند. رویکرد کلاسیک ، رویکرد پژوهش های مبتنی بر بازار سرمایه و رویکرد اثباتی که هر یک جهار چوب خاصی را به لحاظ زمانی و چه به لحاظ مفهومی به خود اختصاص داده اند. در تحقیقات مبتنی بر بازار سرمایه از سه رویکرد توان پیش بینی ، مرتبط با ارزش ، محتوای اطلاعاتی برای مطالعه قیمت و بازدهی استفاده می شود که هر یک از این سه رویکرد نقاط قوت و ضعف مخصوص به خود را دارد. این پژوهش در قالب رویکرد تحقیقات مبتنی بر بازار و استفاده از محتوای اطلاعاتی اعداد حسابداری به شکل عمومی و عدد سود خالص به شکل اختصاصی قرار دارد. محتوای اطلاعاتی سود گزارش شده را می توان از طریق حدود تغییرات قیمت اوراق بهادار و یا به همین ترتیب از طریق اندازه بازدهی غیر عادی بازار زمانیکه سود خالص گزارش می شود به دست آورد. علت آن این است که سرمایه گذاران منطقی و آگاه انتظارات خود در باره دوره آتی و بازده را بر اساس اطلاعات جاری سود تعدیل و نظرات اصلاح شده تصمیمات خرید یا فروش را دنبال می کنند علاوه بر آن سرمایه گذاران تلاش می کنند بین ریسک و بازده تا سطح مطلوب در پرتفوی خود توازن ایجاد کنند.

اگر هیچ محتوای اطلاعاتی در سود خالص وجود نداشت ، هیچ تجدید نظری هم صورت نمی گرفت در نتیجه تصمیمات خرید یا فروش هم وجود نداشت وبنا بر این هیچ نوع تغییر قیمتی مرتبط با آن نیز صورت نمی گرفت. در مورد یک مبلغ مشخص از سود پیش بینی شده حدود تغییرات قیمت اوراق بهادار یا بازده غیر عادی بستگی به عواملی مانند اندازه شرکت، ساختار سرمایه ، انواع ریسک، فرصت های رشد و پیشرفت ، استمرار و تداوم سودآوری ، شباهت بین انتظارارت سرمایه گذاران و کیفیت سود دارد. به دنبال تحقیقاتی که بال و براون انجام دادند تحقیقات تجربی واکنش متفاوتی از بازار را نشان دادند که به بسیاری از عوامل فوق الذکر بستگی دارد. این نتایج تجربی بسیار در خور توجه هستند اول اینکه توانسته مشکلات عمده آماری و تجربی را حل کند و دوم اینکه آنها نشان دادند که به طور میانگین بازار در ارزیابی اطلاعات حسابداری بسیار توانمند و ماهر است. این امر نظریه بازار کارای اوراق بهادار ، نظریه های تصمیم گیری که زیر بنای آن است و نهایتا رویکرد سودمندی تصمیم گیری در گزارشگری مالی را تایید می کند. در واقع میزان اطلاعاتی که سود خالص مبتنی بر بهای تمام شده می تواند در باره عملکرد آتی شرکت بدهد، به نظر می رسد که بسیار زیاد است. و در نهایت اینکه هر اندازه که حسابداران درک بهتری از واکنش سرمایه گذاران نسبت به اطلاعات صورت های مالی داشته باشند توانمندیشان در تهیه اطلاعات مفید برای سرمایه گذاران به میزان قابل توجهی افزایش خواهد یافت.

# منابع فارسي:

1. احمد پور، ا ، 1385 ، "**استفاده از ویژگی های کیفی اطلاعات مالی در ارزیابی کیفیت سود**"، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی،شماره 52، ص 23-6.
2. آذر، ع. ومحمود مؤمنی ،1385 ، "**آمار و کاربرد آن در مدیریت**"، انتشارات سمت، جلد دوم، چاپ نهم، تهران.
3. اسماعیلی، ش، 1385 ، "**رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام**"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبایی.
4. پارسائيان ،ع ، 1384،"**تئوري حسابداري**" تاليف احمد رياحي بلكويي،تهران:دفتر پژوهش هاي فرهنگي.
5. ثقفی،ع ،1383،. "**بررسی و تبیین رابطه کیفیت سود و واکنش بازار**"،فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی،شماره 37، صفحه 18-5.
6. جمشيدي،خ ، 1381 ،"**آمار و كاربرد آن در مديريت"**، تهران،انتشارات دانشگاه پيام نور .
7. خاکی، غ،1387 ،"**روش تحقیق با رویکردی به پایان نامه نویسی**"، انتشارات بازتاب، چاپ هشتم .
8. خوش طینت ، ف ، 1385، "**بررسی رابطه بین اهرم مالی و ظریب واکنش سود**" ، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی،شماره 51، صفحه 22-8.
9. دلاور،ع.،1374،"**مباني نظري و عملي پژوهش در علوم انساني و اجتماعي**"،انتشارات رشد تهران.
10. راعي، ر، و علي سعيدي، **"مباني مهندسي مالي و مديريت ريسك"** ، انتشارات دانشگاه تهران و سمت ،تهران ، 83نوبت اول .
11. رهنمای رودپشتی، ف. و دیگران،1386، **"مدیریت مالی راهبردی**"، انتشارات MCG.
12. سرمد، ز. ، و همکاران، 1381، "**روش تحقیق در علوم رفتاری** "، تهران ، نشر آگاه.
13. شباهنگ،ر،1382،"**تئوري حسابداري**"، جلد اول از انتشارات مركز تحقيقات تخصصي حسابداري و حسابرسي ،سازمان حسابرسي .
14. نوروزبیگی،ع ، 1386 ،**"محتوای اطلاعاتی اعلامیه های سود هر سهم بر اساس ضریب واکنش سود" ،** پایان نامه کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی.

# منابع لاتین:

1. Atman, E.I. ,1968, "**Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy**", Journal of Finance, vol. 23, pp. 589–609.
2. Ball, R., and P.Brown, 1968 , “ **An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers**,” Journal of Accounting Research, Vol 9, pp:159-178.
3. Beaver, W.H. , R. Clarke, and W. Wright, **"The Association between Unsystematic Security Returns and the Magnitude of the Earnings Forecast Error,"** Journal of Accounting Research (Autumn 1979): pp.316-340.
4. Beaver, W.H. ,1972, "**The Behavior of Security Prices and Its Implications for Accounting Research (Methods)** ", Supplement to The Accounting Review pp.407-437.
5. Billings. B,1999, **"Revisiting the relation between the Default Risk of Debt and the Earnings Response Coefficient"**, The Accounting Review : pp.509-522.
6. Blacconiere.W. G., M.F Johnson and Johnson. M.S., 1999, "**Market Valuation and Deregulation of Electric Utilities**," Working Paper , SSRN, pp: 229.
7. Brockman, P. & Turtle, H.J. ,2003,. "**A barrier option framework for corporate security valuation**", Journal of Financial Economics, vol. 67, pp. 511–29.
8. Chaney P.K. and Jeter D.C. ,1993,. “**The Effect of Size on the Magnitude of Long-Window Earnings Response Coefficients**”. Contemporary Accounting Research. Vol 8. PP:54.
9. Cheng and Ariff , 2007. “**Abnormal Returns of Bank Stock and Their Factor-Analysed.Determinants**” Journal of Accounting-Business & Management, Vol 14, PP:10-22.
10. Cheng Fan-fah. 2007.” **The Effect of Financial Risks on the Earnings Response in Australia Bank Stocks**”, Journal of Money, Investment and Banking, Vol 21 , pp: 13.
11. Collins, D.W., and Kothari S.P., 1989. “**An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients**”. Journal of Accounting and Economics . Vol 18. PP: 49.
12. Dhaliwal, D and S. Reynolds , 1994, "**The Effect of the Default Risk of Debt on the Eranings Response Coefficient**", The Accounting Review Vol 18, pp.412-419.
13. Easton, P., and Zmijewski, M 1989 “**Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements**” Journal of Accounting & Economics pp. 17-42.
14. Fama, Eugene, and G. William. Schwert, 1977, “**Asset returns and inflation**”, Journal of FinancialEconomics 5, 115–146.
15. Hillegeist, S.A., 2004, "**Assessing the probability of bankruptcy"**, Review of Accounting Studies, vol. 9, pp. 5–34.
16. K.Lee and N.Fargher, 1991, "**The Association Between Unexpected Earnings and Abnormal Security Returns in the Presence of Financial Leverage**", Contemporary Accounting Research , pp. 20-41.
17. Kormendi, R. and R. Lipe, 1987, "**Earnings Innovations, Eranings Persistence, and Stock Returns**", Journal of Business pp. 323-345.
18. Merton, R. ,1973, "**Theory of rational option pricing**", Bell Journal of Economics and Management Science, vol. 4, pp. 141–83.
19. Miller, Warren, 2009 ,”**Comparing Models of Corporate Bankruptcy Prediction: Distance to Default vs. Zscore**”. Journal of Fixed Income, vol 8 , PP: 35.
20. **Monod, M., B. Hube, D. Hess, and D. Sanglard.**,1998," **Differential regulation of** SAP8 **and** SAP9, **which encode two new members of the secreted aspartic proteinase family** in Candida albicans". Microbiology 144**:**2731-2737.
21. S.P.Kothari, 2001, “**An Analysis of International and Cross-Sectional Determinants of Earnings Response Coefficients**”, Journal of Accounting and Economics: pp.1-54.
22. Scoot, W., 2003.” **Financial accounting theory**”. Pearson Education. Toronto. Ontario.
23. Yeo.H and Kim ،2002 “**Default Risk as a Factor affecting the Earnings Response Coefficient : Evidence from South Korean Stock Market**”, M.A Thesis, University of Dankook, Korea, PP: 4-65.

# منابع اینترنتی:

1. www. Irbourse. Com
2. www.Emeraled.com
3. [www.SSRN.com](http://www.SSRN.com)

1. - Kothari,1992,p175 [↑](#footnote-ref-1)
2. -Bayes [↑](#footnote-ref-2)
3. -Beaver,1972,p410 [↑](#footnote-ref-3)
4. 2-Chaney &jeter,1993,p50 [↑](#footnote-ref-4)
5. -lee&Fargher,1991,p44 [↑](#footnote-ref-5)
6. - Kormendi,1987,p330 [↑](#footnote-ref-6)
7. -Bad News [↑](#footnote-ref-7)
8. -good News [↑](#footnote-ref-8)
9. 3 - Macneal ,1939 [↑](#footnote-ref-9)
10. - Chaney&jeter,1993,p50 [↑](#footnote-ref-10)
11. - Box- Jenkins [↑](#footnote-ref-11)
12. -Fama&villiam,1977,p120 [↑](#footnote-ref-12)
13. 3-Hildreth [↑](#footnote-ref-13)
14. 5- Galitz [↑](#footnote-ref-14)
15. 7-Monden et all,1996,p114 [↑](#footnote-ref-15)
16. -Merton,1973,p51 [↑](#footnote-ref-16)
17. -Yeo kim,2002,p19 [↑](#footnote-ref-17)
18. -Merton,1973,p95 [↑](#footnote-ref-18)
19. -Moody's-KMN [↑](#footnote-ref-19)
20. - Hillegeist,2004,p38 [↑](#footnote-ref-20)
21. - Brockman & Turtle,2003,p56 [↑](#footnote-ref-21)
22. - Beaver,1964 [↑](#footnote-ref-22)
23. - Altman,1968 [↑](#footnote-ref-23)
24. - Potential Responsibility [↑](#footnote-ref-24)