

بررسی واکنش بازار سهام به اخبار هم‌زمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه

مهدی آقاییک‌زاده *

داریوش فروغی **

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۰/۱۵

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۶/۲۰

چکیده

الزام شرکت‌ها به گزارشگری سودهای میان‌دوره‌ای و گزارش‌های سود پیش‌بینی‌شده سالیانه در بورس اوراق بهادار تا ۳۰ روز بعد از پایان هر میان‌دوره، این سؤال را به ذهن متبادر می‌سازد که آیا اعلان هم‌زمان این دو سود بر واکنش بازار به نوع و ماهیت اخبار هر کدام از این سودها تأثیر می‌گذارد و باعث واکنش متفاوت بازار سرمایه نسبت به این نوع از اطلاعات می‌شود یا خیر و مهم‌تر از همه اینکه بازار به کدام‌یک از این سودها توجه بیشتری می‌کند. به همین منظور با روش نمونه‌گیری حذفی و با اعمال محدودیت‌هایی طی دوره زمانی ۱۳۸۷-۱۳۹۳ تعداد ۱۰۱ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شدند و آزمون‌های لازم انجام گردید. نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که میزان واکنش بازار به اخبار پیش‌بینی سود سالیانه نسبت به اخبار سود میان‌دوره‌ای هم‌زمان بیشتر است و سازگاری (ناسازگاری) این دو اخبار هم‌زمان تأثیر معناداری بر محتوای اطلاعاتی بیشتر پیش‌بینی سود سالیانه ندارد. همچنین نتایج دیگر پژوهش نشان می‌دهد که میزان واکنش بازار به اخبار خوب هم‌زمان سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالیانه بیشتر از اخبار بد هم‌زمان می‌باشد.

*دانشجوی دکترای حسابداری، واحد اصفهان (خوراسگان)، دانشگاه آزاد اسلامی، اصفهان، ایران

Email: acckhuisf@yahoo.com

**دانشیار حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول)

Email: foroghi@ase.ui.ac.ir

واژه‌های کلیدی: اخبار سود میان‌دوره، اخبار پیش‌بینی سود سالیانه، اخبار سازگار، اخبار ناسازگار

۱- مقدمه

یکی از الزامات بورس اوراق بهادار تهران، ارائه سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه تا ۳۰ روز پس از پایان هر میان‌دوره می‌باشد. با توجه به اینکه افشاء پیش‌بینی و واقعی سود هر سهم توسط مدیر در بازار سرمایه ایران اجباری می‌باشد، بنابراین افشا در قالب پیش‌بینی سود هر سهم توسط مدیر با خطای پایین، دقت بالا و ارائه به‌موقع دارای محتوای اطلاعاتی است که توان کاهش بی‌اعتمادی سرمایه‌گذاران در بازار را دارد (سلیمانی و طاهری، ۱۳۹۱). از طرف دیگر سودهای گزارش‌شده در صورت سود و زیان میان‌دوره‌ای به‌روزترین منبع اطلاعاتی موجود درباره عملکرد گذشته است و مهم‌ترین فایده سودهای گزارش‌شده میان‌دوره‌ای، ارزیابی به‌موقع عملکرد گذشته و کمک به پیش‌بینی نتایج آینده است (آقایی و احمدیان، ۱۳۹۲). سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه هرکدام دارای اخبار و اطلاعاتی در دل خود می‌باشند و طبیعی است که هنگامی که به‌طور هم‌زمان به بازار اعلان می‌شوند می‌توانند اخبار مشابه و یا متفاوتی را به بازار مخابره کنند. این پژوهش اولین پژوهشی است که در ایران به بررسی واکنش بازار به اعلان هم‌زمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه پرداخته است. نکته کلیدی این پژوهش این است که چون در ایران در اغلب موارد اعلان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سود سالیانه هم‌زمان انجام می‌شود ولی متأسفانه در پژوهش‌های داخلی انجام‌شده توجهی به این نکته نشده و تنها تأثیر یکی از دو متغیر سود میان‌دوره‌ای یا پیش‌بینی سود سالیانه را بر متغیرهای دیگر می‌سنجند و این امر ممکن است نتایج پژوهش‌های قبلی را تحت تأثیر قرار داده باشد. تمایز مهم دیگر این پژوهش با پژوهش‌های بین‌المللی این است که چون در اغلب کشورها پیش‌بینی سود اختیاری است در نتیجه پژوهش‌های خارجی بسیار کمی مرتبط با موضوع پژوهش حاضر انجام‌شده است. همچنین در این پژوهش توجه زیادی به نوع اخبار موجود در این اطلاعات شده است. طبیعی است که گزارش‌های منتشرشده توسط شرکت‌ها می‌تواند اخبار و اطلاعاتی را به بازار مخابره نماید و نوع اخبار موجود بسته به این که اخبار خوب یا اخبار بد باشند می‌تواند باعث واکنش متفاوت سرمایه‌گذاران شود. این موضوع زمانی اهمیت بیشتری پیدا می‌کند که نوع اخبار موجود در این سودها باهم ناسازگار باشد یعنی یکی از دو سود میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سود سالیانه حاوی اخبار خوب و سود اعلان‌شده هم‌زمان دیگر حاوی اخبار بد باشد. در نتیجه می‌توان گفت توجه به اینکه سرمایه‌گذاران به کدام‌یک از سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای

سالیانه و اخبار موجود در آن‌ها توجه بیشتری می‌کنند یکی از نیازهای اصلی برای انجام پژوهش‌های حال حاضر بورس اوراق بهادار تهران است که متأسفانه تاکنون توجهی به آن نشده است. به همین منظور هدف کلی این پژوهش این است که واکنش بازار به اعلان همزمان سودهای میان دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه با در نظر گرفتن سازگاری (ناسازگاری) و نوع اخبار موجود در آن‌ها انجام پذیرد تا بتواند پاسخگوی سؤالات ایجادشده در زمینه‌های ذکرشده و کمک به پژوهش‌های آتی باشد. در ادامه پژوهش به ترتیب به بیان مبانی نظری، پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها، روش‌شناسی پژوهش، نتیجه‌گیری از یافته‌ها و نهایتاً پیشنهادهای پژوهش پرداخته شده است.

۲- چارچوب نظری پژوهش

بسیاری از افرادی که در بازار اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، مردم عادی هستند که تنها راه دسترسی آن‌ها به اطلاعات مهم، اطلاعیه‌هایی است که از جانب شرکت‌ها منتشر می‌شود. مهم‌ترین این اطلاعیه‌ها سودهای پیش‌بینی شده سالانه و سودهای میان دوره‌ای شرکت است و بی‌شک این اعلان‌ها حاوی خبرهای مهمی می‌باشد که در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران تأثیرگذار خواهد بود. (فدایی نژاد و خرم‌نیا، ۱۳۹۱). سودهای پیش‌بینی شده توسط مدیریت در بسیاری از کشورها در زمره افشای داوطلبانه اطلاعات قرار دارند در حالی که در ایران شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طبق دستورالعمل اجرایی افشای اطلاعات مصوب ۱۳۸۶/۰۵/۰۳ موظفانند اطلاعات و صورت‌های مالی میان دوره‌ای ۳، ۶ و ۹ ماهه حسابرسی نشده و پیش‌بینی عملکرد سالانه شرکت اصلی و تلفیقی گروه، بر اساس عملکرد واقعی ۳، ۶ و ۹ ماهه را حداکثر ۳۰ روز پس از پایان مقاطع سه‌ماهه منتشر نمایند؛ بنابراین در ایران به علت اجباری بودن اعلان سود میان دوره‌ای و پیش‌بینی سود سالیانه در یک مهلت مقرر، اغلب اعلان سود میان دوره‌ای و پیش‌بینی سود سالیانه هم‌زمان و یا بافاصله کمی از هم افشا می‌شوند.

نتایج مطالعات خارجی نشان می‌دهند که باوجود اختیاری بودن پیش‌بینی‌های سود مدیریت در اکثر کشورها، در سال‌های اخیر پیش‌بینی‌های مدیریت که همراه با اعلان سود میان دوره‌ای افشا می‌شوند گسترش زیادی داشته است. برای مثال انیلوسکی و همکاران^۱ (۲۰۰۷) نشان دادند که پیش‌بینی‌های همراه با سود به‌طور یکنواخت از سال ۱۹۹۴ الی ۲۰۰۴ افزایش یافته است. راجرز و بوسکیرک^۲ (۲۰۱۵) نشان دادند که در حال حاضر بخش عمده‌ای از پیش‌بینی‌های مدیریت با اعلان سود همراه است. از آنجایی که اعلان سودهای میان دوره‌ای و

1 Anilowski et al

2 Rogers and Buskirk

پیش‌بینی‌های سود مدیریت هردو دارای محتوای اطلاعاتی هستند بنابراین نادیده گرفتن اثر هر کدام و در نظر گرفتن اثر دیگری به‌صورت تنها در مواردی که اعلان این سودها به‌طور هم‌زمان انجام می‌پذیرد طبیعتاً نادرست خواهد بود و نمی‌توان درک درستی در رابطه با واکنش بازار به این سودها داشت. راجرز و بوسکی‌ریک (۲۰۱۵) نشان دادند در حالتی که اعلان سودهای میان‌دوره‌ای با پیش‌بینی‌های سود همراه باشد و چنان چه محققین بخواهند در پژوهش خود اثر یکی از این دو اعلان را بر متغیرهای دیگر بسنجند احتمالاً نتایج تحقیقات آن‌ها از این امر متأثر خواهد شد و نتیجه مطلوبی حاصل نخواهد شد، زیرا واکنش سرمایه‌گذاران به هر دو اعلان خواهد بود نه یکی از آن‌ها. اتایس و همکاران^۱ (۲۰۰۵) نیز با بررسی واکنش قیمت سهام به اعلان هم‌زمان سودهای جاری و پیش‌بینی سودهای آتی نشان دادند که سرمایه‌گذاران واکنش بیشتری به سودهای دوره‌های جاری نسبت به سودهای پیش‌بینی شده دوره‌های آتی نشان می‌دهند. پژوهشگران بر مبنای نتایج استنباط می‌کنند که باوجود اینکه پیش‌بینی‌های سودهای آتی مربوط‌تر هستند ولی سودهای دوره جاری بر مبنای مبادلات گذشته بوده و موردحسابرسی قرارگرفته‌اند و قابل‌اتکاتر می‌باشند و بنابراین واکنش بیشتر سرمایه‌گذاران به سود جاری به دلیل قابل‌اتکاتر بودن سود دوره جاری می‌باشد. میلان^۲ (۲۰۱۰) نتایجی برعکس نتایج اتایس و همکاران به دست آورد و نشان داد که رهنمود سودهای آتی محتوای اطلاعاتی بیشتری نسبت به سود دوره جاری دارد. استنباط او این بود که پیش‌بینی‌های سود سه‌ماهه بعدی اختیاری هستند و این رهنمودهای پیش‌بینی به‌هنگام تر و مربوط‌تر از سودهای دوره جاری می‌باشند و اطلاعاتی که در این پیش‌بینی‌ها افشا می‌شوند شامل اطلاعات گذشته و جاری و آینده می‌باشد. اخباری که در رابطه با شرکت‌ها وجود دارد به دودسته اخبار خوب و اخبار بد تقسیم می‌شود. مرادی^۳ و همکاران (۲۰۱۳) با توجه به مطالعات قبلی نشان دادند که پژوهشگران در پژوهش‌های خود برای مشخص کردن نوع اخبار، رقم سود اعلان شده را با انتظارات بازار مقایسه می‌کنند. انتظارات بازار نیز به دو صورت محاسبه می‌گردد: برخی از تحقیقات خارجی مانند ژانگ و همکاران^۴ (۲۰۱۳)، فیلیپیچ^۵ (۲۰۰۹) و تحقیقات داخل ایران مانند قائمی و همکاران (۱۳۹۱) و فروغی و آیسک (۱۳۹۴) از مدل گام تصادفی (سری زمانی) برای مشخص نمودن انتظارات بازار استفاده کرده‌اند، به این صورت که افزایش (کاهش) در سود نسبت به سود

1 Atiase et al

2 Milian

3 Moradi

4 Zhang et al

5 Philipich

میان‌دوره قبلی یا سود سال قبل به‌عنوان اخبار خوب (اخبار بد) در نظر گرفته می‌شود. در روش دوم که در بازارهای توسعه‌یافته و در سال‌های اخیر استفاده می‌شود پژوهش‌های مختلفی از قبیل کوتاری و همکاران^۱ (۲۰۰۹)، راجرز و بوسکیرک (۲۰۱۵) میانگین پیش‌بینی تحلیلگران را به‌عنوان انتظارات بازار معرفی نموده‌اند، به این صورت که افزایش (کاهش) سود یا پیش‌بینی سود مدیریت نسبت به میانگین پیش‌بینی تحلیلگران به‌عنوان اخبار خوب (اخبار بد) در نظر گرفته می‌شود.

اخبار اعلان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه می‌توانند باهم سازگار (هر دو اخبار اعلان سود میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سود سالیانه خوب یا بد باشد) و یا ناسازگار (یکی از اخبار خوب و دیگری بد باشد) باشند و این سازگار بودن و ناسازگار بودن اخبار در اعلان هم‌زمان می‌تواند بر واکنش بازار به این اخبار تأثیر بگذارد. در همین زمینه اتایس و همکاران (۲۰۰۵) با نتایج پژوهش خود نشان دادند که سازگاری و ناسازگاری اخبار اعلان سود میان‌دوره‌ای با اخبار پیش‌بینی سود سالیانه هم‌زمان تأثیر چندانی بر روی واکنش بازار به اخبار اعلان سود میان‌دوره‌ای ندارد اما برعکس تأثیر بااهمیتی بر روی واکنش بازار به اخبار پیش‌بینی سود سالیانه دارد و هنگامی که این اخبار باهم ناسازگار باشند واکنش بازار به اخبار پیش‌بینی سود سالیانه بیشتر از حالتی است که اخبار باهم سازگار باشند.

از طرف دیگر نتایج پژوهش‌های مختلف این امر را تأیید می‌کند که واکنش بازار سهام به اخبار خوب و بد در طول دوره و در زمان اعلان سودهای میان‌دوره‌ای (پیش‌بینی سودهای آتی) متفاوت است. دلیل امر منطبق با تئوری علامت‌دهی می‌باشد مبنی بر اینکه شرکت‌هایی که دارای عملکرد بهتر و گزارش‌های حاوی اخبار خوب می‌باشند تمایل بیشتری برای افشای سریع‌تر اطلاعات و علامت‌دهی نسبت به عملکرد خوب خود می‌باشند و بر همین اساس شرکت‌های دارای اخبار خوب احتمالاً قبل از پایان میان‌دوره و در طی میان‌دوره از روش‌های دیگری همانند اعلامیه‌های شفاف‌سازی و تعدیل پیش‌بینی‌های سود هر سهم اخبار خوب خود را به بازار منعکس نموده‌اند درحالی‌که مدیران شرکت‌های دارای اخبار بد سعی می‌کنند تا حد امکان اخبار بد خود را دیرتر به بازار مخابره کنند برای مثال کوتاری و همکاران (۲۰۰۹) با آزمون‌های خود نشان دادند که به خاطر افشای نامتقارن اخبار خوب و بد، واکنش بازار سهام به افشای این اخبار نیز نامتقارن خواهد بود و چون اخبار بد انباشته شده و با تأخیر افشا می‌شود در مقابل اخبار خوب سریع افشا می‌شود واکنش بازار به اعلان عمومی اخبار بد بیشتر از واکنش بازار به اعلان عمومی اخبار خوب خواهد بود. انیلوسکی و همکاران (۲۰۰۷) نشان دادند که

شرکت‌ها بازده مثبت خود را در طول دوره سه‌ماهه به دست می‌آورند درحالی‌که بازده‌های منفی به‌طور نامتناسب و معمولاً در پایان دوره حاصل می‌شوند و با فرض اینکه بازده‌ها ناشی از اخبار باشند این نتایج نشان‌دهنده آن است که شرکت‌ها اخبار بد را دیرتر از اخبار خوب افشا می‌کنند. رویچاودری و اسلتن^۱ (۲۰۱۲) در پژوهش خود نشان دادند که برای اخبار منفی نسبت بازده حول اعلان سودهای سه‌ماهه به بازده دوره سه‌ماهه بیشتر از بازده مثبت است؛ به‌عبارت‌دیگر واکنش بازار سهام در هنگام اعلان سودهای سه‌ماهه برای اخبار منفی بیشتر است و در طول دوره سه‌ماهه واکنش بازار سهام نسبت به اخبار مثبت بیشتر خواهد بود.

۳- پیشینه پژوهش

از آنجایی‌که در پژوهش‌های گذشته اغلب تأثیر سودهای میان‌دوره‌ای (سودهای سالانه) یا پیش‌بینی‌های سود به‌طور مجزا موردبررسی قرار گرفته‌اند بنابراین پیشینه بسیار کمی در ارتباط با تأثیر هم‌زمان اعلان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه موجود است و به همین دلیل سعی شد که پژوهش‌های گذشته مرتبط با یکی از دو اعلان سود میان‌دوره یا پیش‌بینی سود ارائه گردند.

۳-۱- پژوهش‌های خارجی

کونس و لایپ^۲ (۲۰۱۶) در پژوهشی تحت عنوان «شرکت‌هایی با شگفتی‌های سود غیرمنتظره^۳: آیا سرمایه‌گذاران بالقوه به سودهای غیرمنتظره گذشته توجه می‌کنند؟» به بررسی اثر برآورده شدن و برآورده نشدن انتظارات از عملکرد شرکت در حالت وجود سودهای غیرمنتظره پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که سرمایه‌گذاران بالقوه با شمارش دفعاتی که شرکت‌ها کمتر از حد انتظار یا بیشتر از حد انتظار ظاهر شده‌اند بین شرکت‌ها تمایز قائل می‌شوند و به تعداد دفعاتی که شرکت‌ها سودهای غیرمنتظره گزارش کرده‌اند نسبت به میزان سودهای غیرمنتظره توجه بیشتری می‌کنند.

چن و تایرس^۴ (۲۰۱۵) در پژوهشی تحت عنوان «سایر منابع اطلاعاتی به‌عنوان عامل مؤثر بر واکنش بازار منفی به شگفتی‌های سود» بررسی کردند که چرا لزوماً بازار به شگفتی‌های مثبت (منفی) واکنش مثبت (منفی) نشان نمی‌دهد. نتایج نشان داد که سایر منابع اطلاعاتی

1 Roychowdhury and Sletten

2 Koonce & Lipe

3 Inconsistently Signed Earnings Surprises

4 Chen & Tiras

عامل اصلی این واکنش متضاد می‌باشند و اثر سایر منابع اطلاعاتی هنگامی که سرمایه‌گذاران با شک و تردید به اطلاعات سود نگاه می‌کنند بیشتر است. همچنین نتایج دیگر نشان داد که سایر منابع اطلاعاتی ارزیابی سرمایه‌گذاران از اطلاعات سود را تسهیل می‌کنند

باسو و همکاران^۱ (۲۰۱۳) در پژوهشی تحت عنوان «اعلان سود به‌عنوان یک منبع اطلاعاتی به چه میزان اهمیت دارد؟» بررسی نمودند که آیا اعلان سود شرکت‌ها نسبت به دیگر منابع اطلاعاتی دارای محتوای اطلاعاتی بیشتری می‌باشد یا خیر؟ نتایج نشان داد که هنگامی که اعلان سود حاوی اخبار بد باشد محتوای اطلاعاتی سود با محتوای اطلاعاتی سایر منابع اطلاعاتی برابر است و تفاوت معناداری مشاهده نمی‌شود، اما هنگامی که اعلان سود حاوی اخبار خوب باشد محتوای اطلاعاتی سود خیلی بیشتر از محتوای اطلاعاتی سایر منابع اطلاعاتی می‌باشد. محققین در نهایت نتیجه گرفتند که در بازار سرمایه اعلان سود مهم‌ترین منبع اطلاعاتی در افشای اطلاعات جدید می‌باشد (اعلان سود دارای محتوای اطلاعاتی می‌باشد).

میلیان (۲۰۱۰) در پژوهشی تحت عنوان «محتوای اطلاعاتی نسبی سود و پیش‌بینی سود» از طریق مقایسه ضریب واکنش به سود غیرمنتظره و پیش‌بینی سود غیرمنتظره نشان دادند که در میان انواع پیش‌بینی‌های سود، پیش‌بینی‌های سودی که به‌طور جداگانه و قبل از اعلان سود افشا می‌شوند محتوای اطلاعاتی بیشتری دارند. نتایج دیگر نشان داد که هنگامی اعلان هم‌زمان سود و پیش‌بینی سود انجام می‌پذیرد محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی‌های سود هم‌زمان بیشتر از سودهای هم‌زمان است.

بنیلوز^۲ (۲۰۰۷) در پژوهشی تحت عنوان «پیش‌بینی‌های سود مدیریت و افشای هم‌زمان اخبار سود» گزارش کرد که وقتی اخبار بد درباره عملکرد یک شرکت افشا می‌شود اریب خوش‌بینانه بیشتری در پیش‌بینی‌های مدیریت از سود سالانه اتفاق می‌افتد. نتایج همچنین نشان داد که هنگامی که شرکت اخبار زیادی برای افشا نمودن در گزارشگری سود داشته باشد پیش‌بینی سودهای آتی افزایش می‌یابد. در نهایت آزمون‌های واکنش بازار نشان دادند که مشارکت‌کنندگان بازار تا حدودی از اریب‌های خوش‌بینانه در پیش‌بینی‌های سود مدیریت هم‌زمان با سودهای دارای اخبار بد آگاه هستند و واکنش کمتری به پیش‌بینی‌های خوش‌بینانه انجام می‌دهند.

اتیس و همکاران (۲۰۰۵) در پژوهشی تحت عنوان «واکنش بازار به اخبار سود چندگانه: اعلان سود و رهنمود سودهای آتی» واکنش بازار به اعلان هم‌زمان سود جاری و رهنمود سودهای

1 Basu et al

2 Beniluz

آتی را بررسی نمودند. نتایج نشان داد که سود جاری نسبت به اطلاعاتی‌های شفاف‌سازی^۱ درباره سودهای آتی قابل‌اتکاتر است اما برای پیش‌بینی عملکرد آتی رهنمود سودهای آتی مربوطتر است. همچنین نتایج نشان داد که در هنگام اعلان هم‌زمان سودهای جاری و رهنمود سودهای آتی، بازده سهام به میزان بیشتری با اعلان سود جاری مرتبط است. نتایج دیگر نشان دادند که بازده اعلان سود تنها و اعلان سود هم‌زمان با رهنمودها مشابه است ولی بازده رهنمودهای هم‌زمان با اعلان سود جاری کمتر از بازده رهنمودهایی است که جداگانه افشاشده‌اند.

۳-۲- پژوهش‌های داخلی

حاجیها و ابراهیمی (۱۳۹۵) در پژوهش خود با عنوان «رابطه بین بهبود در نوع اظهارنظر حسابرس با زمان‌بندی افشای اطلاعات مالی سالانه و میان‌دوره‌ای» فرض کردند که بهبود در اظهارنظر حسابرسی اخبار خوبی در مورد شرکت تلقی می‌شود. نتایج فرضیه‌های پژوهش نشان می‌دهد نوع اظهارنظر حسابرسی و میزان بهبود در اظهارنظر حسابرسی، تأثیر معناداری بر زمان‌بندی ارائه گزارش‌های مالی میان‌دوره‌ای دارد.

عباس زاده و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی تحت عنوان «زمان‌بندی اعلام سود فصلی، نوع خبر سود و دقت پیش‌بینی سود» نشان دادند که بین خبر بد و میزان تأخیر در اعلام سود پیش‌بینی‌شده، رابطه مثبت معناداری وجود دارد که نتیجه حاصل با الگوی «خبر خوب زود، خبر بد دیر» مطابقت دارد. همچنین، بزرگی تعدیل‌های منفی، رابطه مثبتی با میزان تأخیر در اعلام آن دارد، لیکن با افزایش درصد پوشش، به‌عنوان نشانه‌ای از موفقیت عملکرد شرکت، میزان تأخیر در اعلام سود کاهش می‌یابد.

فروغی و آیسک (۱۳۹۳) در پژوهشی تحت عنوان «بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سهم پیش‌بینی شده» به این نتیجه رسیدند که واکنش بازار به خبر بد منفی است اما اعلام دیرهنگام، واکنشی مثبت در بازار ایجاد می‌کند. بعلاوه بین اخبار بد دیرهنگام و زودهنگام تفاوتی، از نظر واکنش بازار وجود ندارد، اما اعلام دیرهنگام اخبار خوب با یک واکنش مثبت مواجه می‌شود.

۴- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به اعلان هم‌زمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه در اغلب موارد، نیاز بود که پژوهشی در ایران انجام شود تا بتوان واکنش سرمایه‌گذاران را به محتوای

اطلاعاتی این دو اعلان همزمان را بررسی نمود. از آنجایی که سودهای پیش‌بینی شده مدیریت در پایان هر میان‌دوره نشان‌دهنده عملکرد شرکت از ابتدای سال تا پایان میان‌دوره و همچنین نشان‌دهنده پیش‌بینی عملکرد شرکت از ابتدای سال تا پایان سال است بنابراین هم حاوی اطلاعات قابل‌اتکا و هم اطلاعات مربوط می‌باشد و در نتیجه پیش‌بینی می‌شود که سودهای پیش‌بینی شده سالیانه محتوای اطلاعاتی بیشتری داشته باشد. بر همین اساس می‌توان فرضیه اول را به صورت زیر نوشت:

- میزان واکنش بازار سهام به اخبار پیش‌بینی سودهای سالیانه نسبت به اخبار سودهای میان‌دوره‌ای که به‌طور هم‌زمان افشا می‌شوند بیشتر است.

از طرف دیگر ممکن است اخبار موجود در سودهای میان‌دوره و پیش‌بینی سودهای سالیانه در اعلان‌های هم‌زمان در یک راستا (هر دو اعلان حاوی اخبار خوب یا بد) باشند و یا در جهت خلاف هم (یکی از اعلان‌ها حاوی اخبار خوب و دیگری حاوی اخبار بد) باشند. به همین منظور نیاز بود که علاوه بر آزمون محتوای اطلاعاتی این سودها واکنش سرمایه‌گذاران به سازگاری و ناسازگاری اخبار موجود در این سودها نیز بررسی شود. با توجه به این توضیحات می‌توان فرضیه دوم را به صورت زیر بیان نمود:

- سازگاری (ناسازگاری) اخبار هم‌زمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه بر واکنش بازار سهام تأثیر مثبت (منفی) دارد.

در فرضیه اول تنها محتوای اطلاعاتی سودهای میان‌دوره و پیش‌بینی سودهای سالیانه در اعلان‌های هم‌زمان آزمون می‌شود بدون توجه به اینکه به نوع اخبار موجود (خوب یا بد) در این سودها توجه شود؛ بنابراین نیاز است که واکنش بازار به اخبار موجود در اعلان‌های هم‌زمان نیز آزمون شود. از آنجایی که طبق تئوری علامت‌دهی فرض می‌شود که شرکت‌ها اخبار خوب خود را زودتر و اخبار بد را دیرتر افشا می‌کنند طبیعتاً باید اخبار بد انباشته‌شده و در هنگام اعلان اخبار بد واکنش بازار بیشتر باشد. بر این اساس می‌توان فرضیه سوم پژوهش را به صورت زیر بیان نمود:

- میزان واکنش بازار سهام هنگام اعلان هم‌زمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه برای اخبار بد بیشتر از اخبار خوب است.

۵- جامعه آماری، روش نمونه‌گیری و حجم نمونه

جامعه آماری پژوهش حاضر شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه‌گیری به روش حذف نظام‌مند انجام شده و شرکت‌هایی که شرایط زیر را داشتند به‌عنوان شرکت‌های نمونه انتخاب شده‌اند. این شرایط عبارت‌اند از:

۱. سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفندماه بوده باشد.
 ۲. در طی دوره موردبررسی شرکت وقفه معاملاتی طولانی مدت نداشته باشد.
 ۳. سایر داده‌های موردنیاز برای آزمون فرضیه‌ها، در دسترس باشند.
 ۴. شرکت‌های موردبررسی جزو شرکت‌های مالی و سرمایه‌گذاری نباشند.
 ۵. سود میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سود سالیانه شرکت به‌طور هم‌زمان یا حداکثر با دو روز معاملاتی اختلاف منتشرشده باشند و در اغلب دوره‌ها این هم‌زمانی اتفاق افتاده باشد.
 ۶. حداقل ۱۰ روز معاملاتی قبل و بعد از اعلان هم‌زمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه رویدادهای اثرگذار دیگری (مانند مجامع عمومی عادی سالیانه جهت تصویب صورت‌های مالی و مجامع عمومی فوق‌العاده جهت تصویب افزایش سرمایه) اتفاق نیفتاده باشد.
- دوره مورد مطالعه در این پژوهش از سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۳ به مدت ۷ سال است. بر این اساس نمونه پژوهش طبق جدول تعیین حجم نمونه شامل ۱۰۱ شرکت گردید.

جدول (۱): تعیین حجم نمونه انتخابی

۳۱۴		تعداد شرکت‌های مندرج در فهرست بازارهای بورس تا پایان سال ۹۳
	۵۱	تعداد شرکت‌هایی که از سال ۸۷ به بعد در بورس پذیرش شده‌اند
	۱۸	تعداد شرکت‌هایی که گروه سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و بانک‌ها فعالیت داشته‌اند
	۲۵	تعداد شرکت‌هایی که سال مالی آن‌ها به پایان اسفند ختم نمی‌شود
۱۱۹		تعداد شرکت‌هایی که به علت وقفه معاملاتی طولانی مدت، هم‌زمان نبودن اعلان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سود در اغلب دوره‌ها و یا کافی نبودن داده‌های موردنیاز پژوهش حائز شرایط نشده‌اند
(۲۱۳)		تعداد شرکت‌های حذف‌شده از جامعه آماری
۱۰۱		تعداد شرکت‌های نمونه بعد از اعمال محدودیت‌ها

۶- روش پژوهش

۶-۱- نوع مطالعه و ابزار گردآوری داده‌ها و اطلاعات

پژوهش حاضر از بعد هدف، یک پژوهش کاربردی است و از این جهت که به بررسی روابط و تأثیر متغیرهای مستقل بر متغیر وابسته می‌پردازد بر مبنای ماهیت و روش، از نوع همبستگی محسوب می‌شود. کلیه داده‌های مربوط به متغیرهای پژوهش از منابع متعددی هم چون شرکت فناوری اطلاعات (کدال) و نرم‌افزار ره‌آورد نوین به‌دست‌آمده است. پس از جمع‌آوری کلیه داده‌های موردنیاز، محاسبات لازم بر روی داده‌های جمع‌آوری شده با استفاده از نرم‌افزار Excel انجام‌شده و طبقه‌بندی‌های لازم صورت پذیرفت. در نهایت داده‌ها وارد نرم‌افزار Eviews 9.5 شده و تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم‌افزار انجام‌شده است.

۶-۲- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن‌ها

متغیرهای پژوهش در قالب سه دسته متغیرهای وابسته، مستقل و کنترلی به شرح زیر طبقه‌بندی و معرفی می‌گردند:

۶-۲-۱- متغیر وابسته

در این پژوهش متغیر وابسته بازده غیرعادی انباشته سهام (CAR) است بازده غیرعادی انباشته سهام از جمع بازده‌های غیرعادی روزانه سهام طی یک دوره زمانی طبق رابطه ۵ به دست می‌آید. در این پژوهش همانند پژوهش فدایی نژاد و کامل نیا (۱۳۹۲) و خدای پور و مالکی نیا (۱۳۹۱) برای ارزیابی میزان واکنش بازار سهام حول اعلان سود از بازده غیرعادی روزانه انباشته سهام برای فاصله زمانی پنج روز کاری قبل از اعلان سود تا پنج روز کاری پس از اعلان سود استفاده می‌شود.

$$CAR_{i,t} = \sum AR_{i,t} \quad \text{رابطه (۱)}$$

$CAR_{i,t}$ بازده غیرعادی انباشته سهام شرکت i در یک دوره زمانی و $AR_{i,t}$ بازده غیرعادی روزانه سهم شرکت i در روز موردبررسی که عبارت است از تفاوت بین بازده واقعی سهم با بازده مورد انتظار آن سهم در دوره موردبررسی که بر اساس مدل تعدیل‌شده بازار طبق رابطه ۲ محاسبه می‌گردد.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad \text{رابطه (۲)}$$

$R_{i,t}$ بازده واقعی شرکت i در روز t است و $R_{m,t}$ بازده بازار در روز t است که طبق رابطه ۳ محاسبه می‌گردد.

$$R_{m,t} = \frac{TEDPIX_t - TEDPIX_{t-1}}{TEDPIX_{t-1}} \quad \text{رابطه (۳)}$$

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

۶-۲-۲- متغیرهای مستقل

در این پژوهش متغیرهای مستقل شامل اخبار سود میان‌دوره‌ای و اخبار پیش‌بینی سود سالیانه، می‌باشند که به تفصیل در ادامه توضیح داده می‌شوند.

اخبار سود میان‌دوره‌ای (IEN): با توجه به این که بورس اوراق بهادار تهران بازاری نوظهور است و پایگاه اطلاعاتی جامع برای جمع‌آوری پیش‌بینی تحلیلگران وجود ندارد بنابراین در این پژوهش از مدل‌های سری زمانی برای محاسبه اخبار سود (اخبار سود میان‌دوره‌ای و اخبار سود پیش‌بینی‌شده سالیانه) استفاده می‌شود. اخبار سود میان‌دوره‌ای به پیروی از تحقیق قائمی و همکاران (۱۳۹۱) با استفاده از رابطه ۴ از طریق محاسبه سود غیرمنتظره به دست می‌آید.

$$IEN = \frac{E_{Q,t} - [E_{Q,t-1} * (1 + G_t)]}{|E_{Q,t-1} * (1 + G_t)|} \quad \text{رابطه (۴)}$$

IEN سود غیرمنتظره که به‌عنوان اخبار سود میان‌دوره‌ای در نظر گرفته می‌شود و $E_{Q,t}$ سود خالص اعلان‌شده میان‌دوره Q در سال t و $E_{Q,t-1}$ سود خالص اعلان‌شده میان‌دوره Q در سال ماقبل t و G_t نرخ رشد آخرین سود پیش‌بینی‌شده سالیانه نسبت به سود خالص واقعی سال قبل که با استفاده از رابطه ۵ محاسبه می‌گردد.

$$G_t = \frac{EF_t - EA_{t-1}}{|EA_{t-1}|} \quad \text{رابطه (۵)}$$

EF_t آخرین سود هر سهم پیش‌بینی‌شده سالیانه که ارائه‌شده است و EA_{t-1} سود خالص واقعی سال قبل

این متغیر (IEN) در مدل مربوط به فرضیه اول پژوهش به‌تنهایی نشان‌دهنده اخبار سود میان‌دوره است ولی هنگامی که در مدل فرضیه سوم پژوهش که دارای اثر تعاملی است وارد می‌شود نشان‌دهنده تأثیر اخبار خوب سود میان‌دوره است. با استفاده از متغیر IEN دو متغیر

IEBN و IEBN*IEI به دست می‌آید که با استفاده از این سه متغیر می‌توان آزمون فرضیه سوم را انجام داد. در این حالت ضریب IEN نشان‌دهنده تأثیر هر واحد اخبار خوب سود میان‌دوره و جمع ضرایب IEN و IEBN*IEI نشان‌دهنده تأثیر هر واحد اخبار بد سود میان‌دوره در سطح مشخصی از اخبار سود میان‌دوره می‌باشد. IEBN متغیر مجازی اخبار بد سود میان‌دوره که برابر است با یک اگر اخبار سود میان‌دوره منفی باشد و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد. IEBN*IEI میزان اخبار بد سود میان‌دوره اگر اخبار سود میان‌دوره بد باشد و در غیر این صورت به آن عدد صفر تعلق می‌گیرد. همچنین در فرضیه دوم پژوهش با توجه به سازگاری یا ناسازگاری اخبار سود میان‌دوره و اخبار پیش‌بینی سود سالیانه و با استفاده از متغیر IEN دو متغیر IECONS و IECONT به دست می‌آید که به‌عنوان متغیرهای مستقل در فرضیه دوم پژوهش استفاده می‌شوند. سازگاری اخبار (IECONS) برابر است با اخبار سود میان‌دوره اگر هر دو اخبار سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالیانه مثبت یا منفی باشند و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد. ناسازگاری اخبار (IECONT) برابر است با اخبار سود میان‌دوره اگر اخبار سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالیانه عکس هم باشند (یکی مثبت و دیگری منفی باشد) و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد.

اخبار سود پیش‌بینی‌شده سالیانه (EFN): همان‌طور که قبلاً ذکر شد در این پژوهش برای محاسبه اخبار پیش‌بینی سود سالیانه که بعد از پایان هر میان‌دوره ارائه می‌شود از مدل‌های سری زمانی استفاده می‌شود و به پیروی از پژوهش فروغی و آیسک (۱۳۹۳) درصد تعدیل سود هر سهم پیش‌بینی‌شده سالیانه نشان‌دهنده اخبار سود پیش‌بینی‌شده سالیانه است که طبق رابطه ۶ محاسبه می‌گردد.

$$EFN = \frac{EF_t - EF_{t-1}}{|EF_{t-1}|} \quad \text{رابطه (۶)}$$

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

متغیر EFN در فرضیه اول پژوهش به‌تنهایی نشان‌دهنده اخبار پیش‌بینی سود سالیانه است ولی هنگامی که در مدل فرضیه سوم پژوهش که دارای اثر تعاملی است وارد می‌شود نشان‌دهنده تأثیر اخبار خوب پیش‌بینی سود سالیانه است. با استفاده از متغیر EFN دو متغیر EFBN و

EFBN*EFN به دست می‌آید که با استفاده از این سه متغیر می‌توان آزمون فرضیه سوم را انجام داد. در این حالت ضریب EFN نشان‌دهنده تأثیر هر واحد اخبار خوب پیش‌بینی سود سالیانه و جمع ضرایب EFN و EFBN*EFN نشان‌دهنده تأثیر هر واحد اخبار بد پیش‌بینی سود سالیانه در سطح مشخصی از اخبار پیش‌بینی سود سالیانه می‌باشد. EFBN متغیر مجازی اخبار بد پیش‌بینی سود که برابر است با یک اگر اخبار پیش‌بینی سود منفی باشد و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد. EFBN*EFN اخبار بد پیش‌بینی سود که برابر است با اخبار پیش‌بینی سود اگر اخبار پیش‌بینی سود بد باشد و در غیر این صورت به آن عدد صفر تعلق می‌گیرد. همچنین در فرضیه دوم با توجه به سازگاری یا ناسازگاری اخبار سود میان‌دوره و اخبار پیش‌بینی سود سالیانه دو متغیر EFNCONS و EFNCONT از متغیر EFN به دست می‌آید. EFNCONS نشان‌دهنده سازگاری اخبار پیش‌بینی سود سالیانه که برابر است با اخبار پیش‌بینی سود اگر هر دو اخبار سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالیانه مثبت یا منفی باشند و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد. EFNCONT نشان‌دهنده ناسازگاری اخبار پیش‌بینی سود سالیانه که برابر است با اخبار پیش‌بینی سود اگر اخبار سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالیانه عکس هم باشند (یکی مثبت و دیگری منفی باشد) و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد.

۶-۲-۳- متغیرهای کنترلی

در این پژوهش، به‌منظور تفکیک اثر متغیرهای مستقل بر متغیرهای وابسته از سایر متغیرها، مجموعه‌ای از سایر متغیرهای کنترلی استفاده می‌شوند که به شرح زیر می‌باشند:

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

LEV: اهرم مالی شرکت را نشان می‌دهد و از تقسیم بدهی‌های بلندمدت بر جمع کل دارایی‌ها در پایان دوره به دست می‌آید. استفاده از اهرم مالی موجب بالا رفتن ریسک می‌شود؛ بنابراین هرچه میزان اهرم مالی افزایش یابد بازدهی مورد انتظار نیز افزایش می‌یابد (یعقوب نژاد و همکاران، ۱۳۸۸).

MB: لگاریتم طبیعی تقسیم ارزش بازار شرکت (حاصل ضرب تعداد سهام منتشره و در دست سهامداران در قیمت بازار سهام) بر ارزش دفتری حقوق صاحبان سرمایه آن در پایان دوره این نسبت را به دست می‌آورد. انتظار می‌رود بین نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان

سهام (نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام) و بازده سهام رابطه مثبت (معکوس) وجود داشته باشد (باقرزاده، ۱۳۸۴).

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

INST (ترکیب سهامداران نهادی): طبق بند ۲۷ ماده یک قانون اوراق بهادار سرمایه‌گذار نهادی شامل بانک‌ها و بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی، سازمان‌ها و نهادهای دولتی و عمومی، شرکت‌های دولتی و هر شخص حقیقی یا حقوقی دارای بیش از ۵ درصد سهام شرکت سرمایه پذیر تعریف شده است. در پژوهش حاضر، نهادی بودن سهام‌داران بر مبنای تعریف فوق و ترکیب آن با استاندارد حسابداری شماره ۲۰ ایران تعریف شده است. در استاندارد شماره ۲۰ سرمایه‌گذاری در ۲۰ درصد سهام دارای حق رأی واحد سرمایه پذیر به نفوذ قابل ملاحظه منجر می‌شود. با توجه به این تعاریف سهامدار نهادی برابر است با اشخاص تعریف شده در فوق به شرط دارا بودن سرمایه‌گذاری در دست کم ۲۰ درصد سهام با حق رأی واحد سرمایه پذیر. در نهایت برای شرکت‌هایی که در ترکیب آن‌ها سرمایه‌گذار نهادی وجود داشته باشد، یک و در غیر این صورت عدد صفر به آن تعلق می‌گیرد. سنگوپتا^۲ (۲۰۰۴) بیان می‌کند که تحقیقات مختلف رابطه مثبت بین افشای اختیاری اخبار و مالکیت نهادی را مستند نموده‌اند.

۳-۶- مدل‌های پژوهش

در فرضیه اول هدف مقایسه واکنش بازار به اخبار سود میان‌دوره و اخبار پیش‌بینی سود سالیانه می‌باشد و به همین منظور از رابطه ۷ استفاده می‌شود.

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 IEN_{i,t} + \beta_2 EFN_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 LOSS_{i,t} + \beta_7 INS_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

در فرضیه دوم هدف بررسی تأثیر سازگاری و ناسازگاری اخبار سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالیانه بر واکنش بازار سهام است و از رابطه ۸ برای آزمون این فرضیه استفاده می‌شود.

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 IENCONS_{i,t} + \beta_2 IENCONT_{i,t} + \beta_3 EFNCONS_{i,t} + \beta_4 EFNCONT_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t} + \beta_6 LEV_{i,t} + \beta_7 MB_{i,t} + \beta_8 LOSS_{i,t} + \beta_9 INST_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (8)$$

1 Zhu

2 Sengupta

در فرضیه سوم میزان واکنش بازار سهام هنگام اعلان هم‌زمان سودهای میان‌دوره‌ای و سودهای پیش‌بینی شده سالانه بین اخبار بد و اخبار خوب مقایسه می‌شود و از رابطه ۹ برای این کار استفاده شده است.

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 IEBN_{i,t} + \beta_2 EFBN_{i,t} + \beta_3 IEN_{i,t} + \beta_4 EFN_{i,t} + \beta_5 IEBN_{i,t} * IEN_{i,t} + \beta_6 EFBN_{i,t} * EFN_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} LOSS_{i,t} + \beta_{11} INST_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (9)$$

۷- یافته‌های پژوهش

ابتدا آمار توصیفی پژوهش و سپس آمار استنباطی جهت تجزیه و تحلیل یافته‌های پژوهش به شرح زیر ارائه شده است:

۷-۱- آمار توصیفی

آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش در جدول شماره ۲ ارائه شده است.

جدول (۲). آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش

عنوان متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه	انحراف معیار
بازده دوره رویداد- درصد	CAR	۰/۲۱۱	-۱/۴۰۱	۱۱۸/۸۱۰	-۳۸/۹۰۷	۱۱/۷۱۸
اخبار سود میان‌دوره	IEN	۰/۶۷۸	۰/۱۳۵	۱۴۲/۴۴۳	-۱۰۷/۹۶۴	۷/۰۴۲
اخبار بد سود میان‌دوره	IEBN*IE N	-۰/۳۹۱	۰	۰	-۱۰۷/۹۶۴	۳/۶۳۳
اخبار سود میان‌دوره سازگار	IENCONS	۰/۸۰۶	۰/۰۶۸	۱۴۲/۴۳۳	-۱۰۷/۹۶۴	۶/۷۶۶
اخبار سود میان‌دوره ناسازگار	IENCONT	-۰/۱۲۹	۰	۱۰/۴۳۷	-۵۸/۳۳۶	۱/۸۹۹
اخبار پیش‌بینی سود	EFN	۰/۰۵۷	۰	۳۴/۱۴۳	-۴۱/۰۹۱	۱/۶۹۳
اخبار بد پیش‌بینی سود	EFBN*EF N	-۰/۱۱۲	۰	۰	-۴۱/۰۹۱	۱/۲۵۴
اخبار پیش‌بینی سود سازگار	EFNCON S	۰/۰۷۳	۰	۳۴/۱۴۳	-۹	۱/۱۹۹
اخبار پیش‌بینی سود ناسازگار	EFNCON T	-۰/۰۱۶	۰	۳/۷۴۵	-۴۱/۰۹۱	۱/۱۹۴
لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام	SIZE	۲۷/۶۲۹	۲۷/۳۹۰	۳۲/۷۱۲	۲۳/۲۶۰	۱/۷۳۹
اهرم مالی	LEV	۰/۶۳۹	۰/۶۵۹	۱/۱۲۹	۰/۰۹۷	۰/۱۵۶
ارزش بازار به ارزش دفتری صاحبان سهام	MB	۰/۸۳۱	۰/۸۲۸	۴/۹۷۳	-۱/۳۸۶	۰/۷۵۰

یکی از مهم‌ترین متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش اخبار سود میان دوره است که میانگین و میانه آن مثبت است و نشان می‌دهد که بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر اخبار خوب می‌باشند. از طرف دیگر انحراف معیار آن بالا بوده و نشان می‌دهد که پراکندگی اخبار سود میان دوره زیاد است. تفاوت زیاد بین کمینه و بیشینه این متغیر نیز تأییدکننده همین امر است به طوری که کمینه آن برابر با $107/962-$ و بیشینه آن برابر با $142/443$ است. متغیر اصلی مهم دیگر این پژوهش اخبار پیش‌بینی سود است که میانه آن صفر است ولی میانگین منفی است و نشان می‌دهد که میزان اخبار بد موجود در پیش‌بینی‌های سود بیشتر از اخبار خوب است. در مقایسه با اخبار سود میان دوره انحراف معیار و تفاوت بین بیشینه و کمینه اخبار پیش‌بینی سود کمتر است (کمینه و بیشینه و انحراف معیار به ترتیب برابر با $41/091-$ و $34/143$ و $1/693$ می‌باشد) که نشان‌دهنده پراکندگی کمتر داده‌های متغیر اخبار پیش‌بینی سود نسبت به اخبار سود میان دوره می‌باشد.

۷-۲- آمار استنباطی

برای انجام آزمون‌های مربوطه ابتدا باید پیش‌آزمون‌های لازم برای تعیین نوع آزمون اصلی انجام شود و سپس آزمون اصلی انجام و نتایج حاصله تحلیل گردد.

۷-۲-۱- آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

برای تجزیه و تحلیل داده‌های هر یک از مدل‌های بیان شده نیاز است قبل از پردازش آن‌ها و آزمون فرضیه‌ها، فروض کلاسیک مدل آزمون شود. یکی از فروض کلاسیک آماری همسانی واریانس باقی‌مانده‌ها است که از فرضیه‌های اساسی هر رابطه محسوب می‌شود، همچنین لازم است آزمون‌های آماری لازم برای تبیین نوع داده‌ها انجام گیرد تا مشخص گردد که داده‌ها به صورت تابلویی است یا تلفیقی و در صورتی که نوع داده‌ها تابلویی تشخیص داده شد، باید نوع اثرات آن مشخص گردد. نتایج حاصل در جدول ۳ قابل مشاهده است.

جدول (۳). نتایج آزمون فروض کلاسیک رگرسیون

مدل	آزمون ناهمسانی واریانس		آزمون خودهمبستگی		آزمون F لیمر		آزمون هاسمن	
	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری	آماره	سطح معناداری
اول	۲۹/۴۵۰	۰/۶۴۸	۴/۵۵۶	۰/۰۳۳	۱/۵۱۹	۰/۰۰۱	۳۱/۸۲۲	۰/۰۰۰
دوم	۷۲/۳۲۷	۰/۰۱۱	۴/۲۶۹	۰/۰۳۹۰	۱/۵۱۵	۰/۰۰۱	۳۳/۹۸۶	۰/۰۰۰
سوم	۱۱۶/۴۵۰	۰/۰۰۰	۱/۸۶۱	۰/۱۷۲	۱/۳۹۲	۰/۰۰۸	۳۳/۳۲۷	۰/۰۰۰

نتایج آزمون ناهمسانی واریانس نشان می‌دهد که برای مدل اول ناهمسانی واریانس وجود ندارد و روش تخمین مدل‌های موردبررسی به صورت رگرسیون مربعات معمولی می‌باشد؛ اما برای مدل‌های دوم و سوم روش تخمین مدل‌های موردبررسی به صورت رگرسیون حداقل مربعات تعمیم‌یافته می‌باشد. در آزمون خودهمبستگی مدل‌های مربوط به فرضیه‌های اول و دوم خودهمبستگی مرتبه اول دارند؛ بنابراین اگر مدل مربوطه دارای اثرات ثابت باشد از پارامتر $AR(1)$ برای رفع خودهمبستگی استفاده خواهد شد. نتایج آزمون F لیمر نشان می‌دهد که فرض تلفیقی بودن داده‌ها رد می‌شود و در نتیجه این مدل‌ها به صورت تابلویی تخمین زده می‌شود. در نهایت نتیجه آزمون هاسمن بیانگر این است که برای همه مدل‌ها داده‌ها، تابلویی با اثرات ثابت هستند.

۷-۳- نتایج تخمین مدل‌های پژوهش

پس از انجام آزمون‌های آماری لازم، به منظور تعیین به کارگیری داده‌ها و اطمینان از صحت الگوی برازش شده، نتایج نهایی حاصل از تخمین مدل‌های پژوهش در ادامه ارائه می‌گردد.

۷-۳-۱- نتایج تخمین فرضیه اول پژوهش

بر اساس مقدار به دست آمده آماره F و با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای کل رگرسیون می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با $10/11$ است که نشان می‌دهد ۱۱ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود. از سوی دیگر برای رفع خودهمبستگی مرتبه اول از $AR(1)$ مدل استفاده شد.

نتایج رگرسیون نشان می‌دهد که اخبار سود میان دوره و اخبار پیش‌بینی سود سالیانه که به طور هم‌زمان اعلان می‌شوند هر دو تأثیر معنادار و مثبتی بر واکنش بازار سهام دارند، اما برای مقایسه محتوای اطلاعاتی اخبار این دو سود نیاز به انجام آزمون والد می‌باشد. نتایج آزمون والد نشان می‌دهد که تفاوت بین ضرایب اخبار سود میان دوره و اخبار پیش‌بینی سود سالیانه معنادار است و از آنجایی که ضریب اخبار پیش‌بینی سود سالیانه $(2/913)$ بیشتر از ضریب اخبار سود میان دوره $(0/315)$ است بنابراین می‌توان گفت که میزان واکنش بازار سهام به اخبار سودهای پیش‌بینی شده سالیانه نسبت به اخبار سودهای میان دوره‌ای که به طور هم‌زمان افشا می‌شوند بیشتر است و در نتیجه فرضیه اول پژوهش رد نمی‌شود.

جدول (۴). نتایج مربوط به تخمین مدل اول پژوهش

$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 IEN_{i,t} + \beta_2 EFN_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 LEV_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 LOSS_{i,t} + \beta_7 INST_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب	آماره t	سطح معناداری
اخبار سود میان دوره	IEN	۰/۳۱۵	۴/۲۸۵	۰/۰۰۰
اخبار پیش بینی سود سالیانه	EFN	۲/۹۱۳	۵/۰۸۹	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۲/۵۱۳	-۳/۴۳۱	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۶/۲۴۱	۱/۴۹۵	۰/۱۳۵
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۰/۸۵۰	۰/۹۳۷	۰/۳۴۸
زبان	LOSS	-۰/۸۳۲	-۰/۴۰۲	۰/۶۸۷
سهامدار نهادی	INST	۱/۷۷۵	۱/۴۷۰	۰/۱۴۱
عرض از مبدأ	C	۶۳/۴۲۴	۳/۰۴۹	۰/۰۰۲
خودهمبستگی مرتبه اول	AR(1)	-۰/۰۴۲	-۱/۳۵۱	۰/۱۷۶
آزمون والد	$\beta_1 = \beta_2$	۲/۵۹۷	۱۹/۹۶۹	۰/۰۰۰
آماره F		۲/۰۳۳	معناداری آماره F	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۱۲		

۷-۳-۲- نتایج تخمین فرضیه دوم پژوهش

مدل فرضیه دوم تأثیر سازگاری و ناسازگاری اخبار سودهای میان دوره‌ای و سودهای پیش بینی شده سالیانه بر واکنش بازار سهام را آزمون می‌کند که بر اساس مقدار به دست آمده آماره F و با توجه به مقدار احتمال به دست آمده برای کل رگرسیون می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۵ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. همچنین ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰/۲۷ است که نشان می‌دهد ۲۷ درصد تغییرات متغیر وابسته از طریق مدل رگرسیون توضیح داده می‌شود. از سوی دیگر برای رفع خودهمبستگی مرتبه اول از AR(1) مدل استفاده شد.

همان‌طور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود، سطح معناداری محاسبه شده برای متغیرهای اخبار سود میان دوره سازگار، اخبار سود میان دوره ناسازگار، اخبار پیش بینی سود سازگار و اخبار پیش بینی سود ناسازگار به ترتیب برابر ۰/۰۰۰، ۰/۸۶۱، ۰/۰۰۰ و ۰/۰۰۰ می‌باشد در نتیجه به غیر از اخبار سود میان دوره ناسازگار تأثیر این متغیرها بر متغیر بازده سهام در سطح اطمینان ۹۵ درصد به صورت معنادار می‌باشد. با توجه به اینکه در تأیید یا رد فرضیه، علاوه بر معناداری رابطه نیاز است که بین ضرایب متغیرها در حالات تعیین شده تفاوت معنادار وجود داشته باشد باید آزمون والد انجام شود که نتایج آن در جدول زیر ذکر شده است.

مقایسه ضریب β_1 و β_2 نشان می‌دهد که تفاوت معناداری بین تأثیر اخبار سود میان دوره سازگار و ناسازگار بر واکنش بازار سهام وجود دارد؛ به عبارت دیگر اخبار سود میان دوره تنها در حالتی که با اخبار پیش‌بینی سود سالیانه سازگار هستند تأثیر معناداری بر واکنش بازار سهام دارند. مقایسه ضریب β_3 و β_4 نشان می‌دهد که تفاوت معناداری بین تأثیر اخبار پیش‌بینی سود سازگار و ناسازگار وجود ندارد. حال برای تأیید یا رد فرضیه باید تأثیر سازگاری را برای مجموع ضرایب بررسی کنیم. با مقایسه ضرایب $\beta_1 + \beta_3$ با $\beta_2 + \beta_4$ مشخص می‌شود که تفاوت معناداری بین ضرایب وجود ندارد و بنابراین نمی‌توان گفت که سازگاری و ناسازگاری اخبار سود میان دوره و اخبار پیش‌بینی سود در حالت اعلان هم‌زمان این دو سود تأثیر معناداری بر واکنش بازار سهام دارد که نشان‌دهنده رد فرضیه دوم می‌باشد.

جدول (۵). نتایج مربوط به تخمین مدل دوم پژوهش

$CAR_{it} = \alpha + \beta_1 IENCONS_{it} + \beta_2 IENCONT_{it} + \beta_3 EFNCONS_{it} + \beta_4 EFNCONT_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 MB_{it} + \beta_8 LOSS_{it} + \beta_9 INST_{it} + \varepsilon_{it}$				
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآورد شده	آماره t	سطح معناداری
اخبار سود میان‌دوره سازگار	IENCONS	۰/۴۴۸	۱۳/۲۳۵	۰/۰۰۰
اخبار سود میان‌دوره ناسازگار	IENCONT	-۰/۰۲۶	-۰/۱۷۴	۰/۸۶۱
اخبار پیش‌بینی سود سازگار	EFNCONS	۲/۱۷۷	۳/۷۲۹	۰/۰۰۰
اخبار پیش‌بینی سود ناسازگار	EFNCONT	۲/۹۳۳	۳/۵۰۰	۰/۰۰۰
اندازه شرکت	SIZE	-۲/۲۰۶	-۴/۲۱۸	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۳/۴۸۶	۱/۰۵۱	۰/۲۹۳
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۰/۴۵۹	۰/۶۴۹	۰/۵۱۶
متغیر مجازی زیان	LOSS	-۱/۱۶۴	-۰/۶۴۴	۰/۵۱۹
متغیر مجازی سهامدار نهادی	INST	۱/۰۶۰	۱/۱۳۹	۰/۲۵۴
عرض از مبدأ	C	۵۷/۴۸۰	۳/۸۴۷	۰/۰۰۰
خودهمبستگی مرتبه اول	AR(1)	-۰/۰۴۰	-۱/۵۷۶	۰/۱۱۵
آزمون والد	$\beta_1 = \beta_2$	۰/۴۷۵	۸/۸۷۵	۰/۰۰۳
	$\beta_3 = \beta_4$	-۰/۷۵۵	۰/۵۹۶	۰/۴۴۰
	$\beta_1 + \beta_3 = \beta_2 + \beta_4$	-۰/۲۸۰	۰/۰۷۸	۰/۷۷۹
آماره F	۴/۰۲۵	معناداری آماره F	۰/۲۷۳	۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۲۷۳		

۷-۳-۳- نتایج تخمین فرضیه سوم پژوهش

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

جدول (۶). نتایج مربوط به تخمین مدل سوم پژوهش

$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 IEBN_{i,t} + \beta_2 EFBN_{i,t} + \beta_3 IEN_{i,t} + \beta_4 EFN_{i,t} + \beta_5 IEBN_{i,t} * IEN_{i,t} + \beta_6 EFBN_{i,t} * EFN_{i,t} + \beta_7 SIZE_{i,t} + \beta_8 LEV_{i,t} + \beta_9 MB_{i,t} + \beta_{10} LOSS_{i,t} + \beta_{11} INST_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$				
نام متغیر	نماد متغیر	ضریب برآورد شده	آماره t	سطح معناداری
متغیر مجازی اخبار بد سود میان دوره	IEBN	-۰/۶۳۱	-۱/۱۵۷	۰/۲۴۷
متغیر مجازی اخبار بد پیش بینی سود	EFBN	-۳/۱۴۰	-۴/۱۷۸	۰/۰۰۰
اخبار سود میان دوره	IEN	۰/۱۸۱	۲/۷۰۶	۰/۰۰۶
اخبار پیش بینی سود	EFN	۰/۷۱۷	۱/۸۲۱	۰/۰۶۸
اخبار بد سود میان دوره	IEBN*IEN	-۰/۲۲۹	-۲/۲۴۷	۰/۰۲۴
اخبار بد پیش بینی سود	EFBN*EFN	-۰/۴۷۹	-۱/۰۹۴	۰/۲۷۳
اندازه شرکت	SIZE	-۲/۱۱۰	-۴/۲۴۰	۰/۰۰۰
اهرم مالی	LEV	۳/۸۲۷	۱/۳۶۲	۰/۱۷۳
ارزش بازار به ارزش دفتری	MB	۰/۵۲۶	۰/۸۳۱	۰/۴۰۵
زیان	LOSS	-۱/۸۵۳	-۱/۴۲۱	۰/۱۵۵
سهامدار نهادی	INST	۱/۱۲۸	۱/۲۶۷	۰/۲۰۵
عرض از مبدأ	C	۵۵/۲۸۶	۳/۹۳۱	۰/۰۰۰
آزمون والد	$\beta_3 + \beta_4$	۰/۸۹۹	۲/۰۶۸	۰/۰۲۴
	$\beta_3 + \beta_4 + \beta_5 + \beta_6$	۰/۱۹۰	۰/۱۹۰	۰/۸۱۱
آماره F	۲/۲۹۵	معناداری آماره F		۰/۰۰۰
ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۱۰۱		

ضریب اخبار سود میان دوره (β_3) نشان دهنده تأثیر اخبار خوب سود میان دوره و ضریب اخبار پیش بینی سود (β_4) نشان دهنده تأثیر اخبار خوب پیش بینی سود بر واکنش بازار سهام می‌باشد. جمع ضریب $\beta_3 + \beta_5$ نیز نشان دهنده تأثیر اخبار بد سود میان دوره و جمع ضریب $\beta_4 + \beta_6$ نیز نشان دهنده تأثیر اخبار بد پیش بینی سود بر بازده سهام می‌باشد. نتیجه گیری کلی که می‌توان از توضیحات فوق برای تأیید یا رد فرضیه گرفت این است که جمع ضریب $\beta_3 + \beta_4$ نشان دهنده تأثیر اخبار خوب سود میان دوره و پیش بینی سود بر واکنش سرمایه گذاران است که با توجه به نتایج آزمون والد می‌توان گفت که مجموع اخبار خوب سود میان دوره و پیش بینی سود تأثیر

مثبت و معناداری بر واکنش سرمایه‌گذاران دارد، اما ضریب $\beta_3 + \beta_4 + \beta_5 + \beta_6$ که نشان‌دهنده تأثیر اخبار بد هم‌زمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سود بر واکنش بازار سهام است طبق نتایج آزمون والد معنادار نیست که نشان می‌دهد اثر کلی هر دوی اخبار بد سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود تأثیر معناداری بر واکنش سرمایه‌گذاران ندارد؛ به عبارت دیگر می‌توان گفت در سطح مشخصی از اخبار سود میان‌دوره و پیش‌بینی سود سالیانه تفاوت معناداری بین واکنش بازار به اخبار هم‌زمان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی‌های سود سالیانه خوب و بد وجود ندارد؛ و بنابراین فرضیه سوم پژوهش تأیید نمی‌شود.

۸- نتیجه‌گیری

هم‌زمانی اعلان سودهای میان‌دوره‌ای و پیش‌بینی سودهای سالیانه در بازار بورس ایران نیازمند بررسی و انجام پژوهشی درباره محتوای اطلاعاتی اخبار موجود در این سودها بود. نتایج فرضیه اول نشان داد که محتوای اطلاعاتی پیش‌بینی سود سالیانه بیشتر از محتوای اطلاعاتی سودهای میان‌دوره‌ای می‌باشد. دلیل نتیجه حاصل‌شده این می‌تواند باشد که اطلاعات سودهای میان‌دوره‌ای قابل‌اتکاتر بوده ولی کمتر مربوط است ولی پیش‌بینی‌های سود سالیانه نشان‌دهنده عملکرد شرکت از ابتدای سال مالی تا پایان میان‌دوره و همچنین نشان‌دهنده چشم‌انداز مدیریت از عملکرد آتی شرکت تا پایان سال می‌باشد و بنابراین هم دارای اطلاعات قابل‌اتکا و هم اطلاعات مربوط می‌باشد و طبیعی است که به سودهای پیش‌بینی‌شده مدیریت توجه بیشتری داشته باشند. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش خارجی میلان (۲۰۱۰) مطابقت و با نتایج پژوهش اتایس و همکاران (۲۰۰۵) مغایرت دارد. مقایسه محتوای اطلاعاتی این دو سود در اعلان‌های هم‌زمان پس از هر میان‌دوره نوآوری فرضیه اول پژوهش می‌باشد که به این صورت تاکنون در هیچ‌یک از پژوهش‌های داخلی انجام نگرفته است. در آزمون فرضیه دوم پیش‌بینی این بود که اگر هر دو اخبار سازگار باشند واکنش بازار بیشتر خواهد بود؛ اما نتایج نشان داد که تفاوت معناداری بین تأثیر سازگاری و ناسازگاری اخبار هر دو سود وجود ندارد. تفسیر این نتیجه کار سختی نیست، چون با مشاهده نتیجه فرضیه اول مشاهده شد که سرمایه‌گذاران بیشتر به اخبار پیش‌بینی سود توجه می‌کنند و در نتیجه حتی اگر اخبار سود میان‌دوره در جهت مخالف اخبار پیش‌بینی سود باشد بازار به این امر توجه چندانی نخواهد داشت. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش خارجی اتایس و همکاران (۲۰۰۵) مغایرت دارد و هیچ‌گونه پژوهش خارجی مشابه دیگری در ارتباط با این فرضیه یافت نشد. در زمینه پژوهش‌های داخلی تأثیر سازگاری و ناسازگاری اخبار این دو سود نیز نوآوری این فرضیه و پژوهش می‌باشد که تاکنون در هیچ‌یک از پژوهش‌های داخلی انجام نشده است. درنهایت در

آزمون فرضیه سوم به نوع اخبار موجود در این سودها توجه شد و نتایج فرضیه سوم نشان داد که تفاوت معناداری بین واکنش بازار به اخبار خوب و بد هم‌زمان وجود ندارد. شاید دلیل این امر این باشد به علت اجبار شرکت‌های بورسی به پیش‌بینی سود سالیانه بعد از پایان هر میان‌دوره، شرکت‌ها افشای اخبار بد خود را تا پایان سال به تعویق نمی‌اندازند و در صورت وجود اخبار بد حداقل بخشی از این اخبار بد را بعد از پایان هر میان‌دوره افشا می‌کنند. نتیجه این کار جلوگیری از انباشت اخبار بد خواهد شد که طبیعتاً سرمایه‌گذاران واکنش بیش‌ازحدی به اخبار بد نشان نخواهند داد. پژوهش‌های قبلی اغلب تأثیر جداگانه اخبار بد و خوب سودهای میان‌دوره‌ای (سالانه) و پیش‌بینی‌های سود بر واکنش بازار سهام آزمون شده است و بنابراین نتایج مطابقت این پژوهش با پژوهش‌های قبلی را می‌توان تنها با یکی از این دو سود تبیین نمود. نتایج این فرضیه با نتایج پژوهش‌های ویلیامز (۲۰۱۵) و پورحیدری و عرب‌آبادی (۱۳۹۳) مطابقت و با نتایج پژوهش‌های رویچاودری و اسلتن (۲۰۱۲)، چویی (۲۰۱۲) مغایرت دارد.

۹- پیشنهادها

نتایج فرضیه اول پژوهش نشان داد که محتوای اطلاعاتی اخبار پیش‌بینی سود سالیانه بیشتر است؛ بنابراین به پژوهشگران حسابداری توصیه می‌شود که حتماً در پژوهش‌های خود در صورتی که می‌خواهند محتوای اطلاعاتی سودهای میان‌دوره را آزمون کنند سودهای پیش‌بینی‌شده سالیانه را هم مدنظر داشته باشند و می‌توانند پیش‌بینی‌های سود را به‌عنوان یک متغیر کنترلی در آزمون خود وارد نمایند. همچنین با توجه به نتایج فرضیه اول و دم به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود که برای سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌های بورس ایران علاوه بر اینکه به سودهای میان‌دوره و محتوای اخبار موجود در آن‌ها توجه می‌کنند حتماً به میزان پوشش سودهای میان‌دوره از عملکرد پیش‌بینی‌شده کل سال و کل سود پیش‌بینی‌شده سال نیز توجه داشته باشند چرا که ممکن است عملکرد شرکت تا پایان میان‌دوره فعلی مناسب نبوده باشد ولی در باقیمانده سال شرکت بتواند عملکرد موفق‌تری از خود نشان دهد. با توجه به نتایج فرضیه سوم به سازمان بورس اوراق بهادار توصیه می‌شود که با پیگیری‌های مستمر و وضع قوانین و مقررات شرکت‌ها را موظف نماید که اخبار موجود درباره عملکرد شرکت‌ها به‌موقع در دسترس همگان قرار گیرد تا بتوان درک مناسبی از واکنش بازار به نوع اخبار سودها داشت.

۱۰- منابع

آقائی، محمد علی؛ وحید احمدیان و فیروز دویران. (۱۳۹۲). بررسی ویژگیها و توان پیش‌بینی سری‌های زمانی جریان‌های نقدی. *پیشرفت‌های حسابداری*، (۱)، ۵: ۱-۲۶

باقرزاده، سعید. (۱۳۸۴). عوامل مؤثر بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران. **تحقیقات مالی** ۱۹: ۶۴-۲۵.

حاجیه‌ها، زهره و محمد ابراهیمی. (۱۳۹۵). رابطه بین بهبود در نوع اظهارنظر حسابرس با زمان‌بندی افشای اطلاعات مالی سالانه و میان‌دوره‌ای. **فصلنامه علمی پژوهشی دانش حسابداری و حسابرسی مدیریت**. ۱(۱۸): ۱۳-۵.

خدای پور، احمد و رحیمه مالکی نیا. (۱۳۹۱). بررسی رابطه بین میزان محافظه کاری شرطی و اخبار منفی آینده در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **مجله دانش حسابداری**، ۱۰: ۲۷-۷.

سلیمانی، غلامرضا و ماندانا طاهری. (۱۳۹۱). اثر پیش‌بینی سود هر سهم توسط مدیران بر هزینه سرمایه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه بورس اوراق بهادار**، ۲۰(۲۰): ۷-۷۲.

عباس زاده، محمدرضا؛ مهدی صالحی و امین رستمی. (۱۳۹۴). زمان‌بندی اعلام سود فصلی، نوع خبر سود و دقت پیش‌بینی سود. **فصلنامه حسابداری مالی** ۷(۲۷): ۲۹-۱.

فدایی نژاد، محمد اسماعیل و مجتبی کامل نیا. (۱۳۹۲). واکنش بازار به اعلامیه‌های سود فصلی در بورس اوراق بهادار تهران. **مجله پژوهش‌های حسابداری مالی** ۱۸: ۹۰-۷۱.

فدایی نژاد، محمد اسماعیل و نوید خرم نیا. (۱۳۹۱). بررسی محتوای اطلاعاتی افشای اطلاعات سود شرکت‌ها و اثر آن بر نقد شونددگی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران. **فصلنامه بورس اوراق بهادار** ۱۸: ۸۲-۶۱.

فروغی، داریوش و سید سعید مهرداد آیسک. (۱۳۹۴). بررسی واکنش بازار به زمان اعلام سود هر سهم پیش‌بینی شده. **فصلنامه پژوهش‌های تجربی حسابداری** ۵(۱): ۱۶۲-۱۳۹.

قائم‌ی، محمدحسین؛ حسن جهانفر و فرامرز رضایی. (۱۳۹۱). بررسی مدیریت زمان اعلان سود شرکت‌ها. **مجله دانش حسابداری** ۱۱: ۱۰۴-۸۵.

یعقوب نژاد، احمد؛ علی سعیدی و منصور روضه‌ای. (۱۳۸۸). برآورد صرف ریسک بازار با در نظر گرفتن اهرم بازار در بورس اوراق بهادار تهران. **تحقیقات مالی**، ۲۸: ۱۲۰-۱۰۵.

Anilowski, C., M. Feng, and D. J. Skinner. (2007). Does earnings guidance affect market returns? The nature and information content of aggregate earnings guidance. **Journal of Accounting and Economics** 44: 36-63.

Atiase, R. S., Li. Supattarakul, and S. Tse. (2005). Market reaction to multiple contemporaneous earnings signals: Earnings

- announcements and future earnings guidance. **Review of Accounting Studies** 40(4): 497–525.
- Basu, S., T.X. Duong, S. Markov, and E.J. Tan. (2013). How important are earnings announcements as an information source?. **European Accounting Review** 22(2): 221–256.
- Beniluz, Y. (2007). Management earnings forecasts and simultaneous release of earnings news. **Working Paper**, Rutgers University.
- Chen, V.Y., and S.L. Tiras. (2015). Other information'as an explanatory factor for the opposite market reactions to earnings surprises. **Review of Quantitative Finance and Accounting** 45(4): 757-784.
- Koonce, L., and M. G. Lipe. (2016). Firms with Inconsistently Signed Earnings Surprises: Do Potential Investors Use a Counting Heuristic?. **Contemporary Accounting Research**.
- Kothari, S.P., K. Ramanna, and D.J. Skinner. (2010). Implications for GAAP from an analysis of positive research in accounting. **Journal of Accounting and Economics** 50: 246–286.
- Milian, J.A. (2010). The Relative Information Content of Guidance and Earnings. **Working Paper**, University of Chicago.
- Moradi, M., M. Salehi, and A.S.S. Mehrdad. (2013). The Relationship between Delay in Announcing Quarterly Forecasts of Annual Earnings and the Type of Earnings News. **Organizacija** 46(2): 64-71.
- Philipich, K. (2009). Changes in the Disclosure Regulatory Environment and Managers' Timing of Earnings Announcements. **The Journal of American Academy of Business, Cambridge**: 1-15.
- Rogers, J.L., and A. Van Buskirk, (2015). Bundled forecasts in empirical accounting research. **Journal of Accounting and Economics** 55: 43-65.
- Roychowdhury, S., and E. Sletten. (2012). Voluntary Disclosure Incentives and Earnings Informativeness. **The Accounting Review** 87(5): 1679-1708.
- Sengupta, P. (2004). Disclosure timing: Determinants of quarterly earnings release dates. **Journal of Accounting and Public Policy**, 23(6) :457-482

- Zhang, Q., C.X. Cai, and K. Keasey. (2013). Market reaction to earnings news: A unified test of information risk and transaction costs. **Journal of Accounting and Economics** 56(2): 251-266.
- Zhu, Z. (2010). Financial restatements: implications for management earnings forecasts. **Ph.D. dissertation**, George Washington University.