

## تأثیر مدیریت سود بر واکنش بازار به سود غیرمنتظره

غلامرضا کردستانی<sup>۱</sup>، صابر نصیرلو<sup>۲</sup>

### چکیده

این تحقیق به بررسی اثر مدیریت سود بر واکنش بازار به سود غیرمنتظره می‌پردازد. مدیریت سود بیش از حد، مانع از شکل‌گیری انتظارات منطقی سرمایه‌گذاران درباره چشم‌انداز آتی شرکت می‌شود. بنابراین سود تعهدی در انتقال اطلاعات مربوط به ارزش سهام به سهامداران شکست می‌خورد. در چنین مواردی سود حسابداری ممکن است منعکس‌کننده منافع شخصی مدیریت یا تحلیل‌های جانبدارانه تحلیل‌گران باشد و منجر به قیمت‌گذاری نادرست بازار می‌شود. به منظور بررسی تجربی این داده‌های ۸۱۰ سال شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۱ الی ۱۳۸۹ مورد تحلیل قرار گرفت. یافته‌ها نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی که با مدیریت سود، افزایش در سود داشته‌اند نسبت به شرکت‌هایی که مدیریت سود نداشته‌اند واکنش کم‌تری به سود غیرمنتظره نشان می‌دهند ولی این ارتباط در مورد شرکت‌هایی که با مدیریت سود کاهش در سود داشته‌اند بلعکس است.

**واژه‌های کلیدی:** واکنش بازار، مدیریت سود، سود غیر منتظره.

۱. دانشیار حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، قزوین
۲. کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد قزوین

تاریخ دریافت مقاله: ۹۴/۳/۲۸

تاریخ پذیرش مقاله: ۹۴/۶/۹

\*نویسنده مسئول: غلامرضا کردستانی

kordestani@soc.ikiu.ac.ir

### مقدمه

حسابداری تعهدی و صورت‌های مالی تهیه شده بر مبنای اصول پذیرفته شده حسابداری ارزیابی عملکرد شرکت‌ها را بهبود بخشیده است. اگر این فرض صحیح باشد سود گزارش شده بر مبنای حسابداری تعهدی حاوی اطلاعات مربوط درباره آینده شرکت است. سودمندی اطلاعات حسابداری بر اساس محتوای اطلاعاتی ارقام سنجیده می‌شود و واکنش بازار سرمایه به اخبار سود حسابداری معرف محتوای اطلاعاتی است. بازار سرمایه به اخبار سود شرکت‌ها واکنش متفاوتی نشان می‌دهد. از آنجا که ریسک بازار یک شرکت با نوسانات بازده سهام آن اندازه‌گیری شده و قیمت سهام نیز به نحوی با سود هر سهم شرکت در ارتباط است، بنابراین شرکت‌ها تمایل دارند با کاهش نوسانات در سود هر سهم باعث کاهش در نوسانات بازده گردیده و در نهایت تصور سرمایه‌گذاران و اعتباردهندگان از ریسک شرکت را تحت تأثیر قرار دهند، به همین دلیل اقدام به مدیریت سود می‌کنند تا از این طریق باعث ایجاد جریان ثابت رشد سود گزارش شده گردند (ووگ و همکاران، ۲۰۱۰).

شواهد نشان می‌دهد مدیریت سود مانع از شکل‌گیری انتظارات منطقی در ذهن سرمایه‌گذاران درباره چشم‌انداز آینده شرکت شود. همچنین مدیریت سود مانع از آن می‌شود که سود تهیه شده بر مبنای حسابداری تعهدی اطلاعات مربوط درباره ارزش شرکت در اختیار استفاده‌کنندگان قرار دهد. بر این اساس سود گزارش شده منعکس‌کننده منفعت شخصی مدیران و تعصب (جانبداری) تحلیل‌گران است و منجر به قیمت‌گذاری نادرست سهام در بازار خواهد شد (ووگ و همکاران، ۲۰۱۰). اگرچه بازار پس از گذشت زمان به اشتباه خود پی می‌برد و به حالت تعادل برمی‌گردد، با این وجود چنین رفتاری نوعی رفتار غیرمنطقی در بازار محسوب می‌شود که می‌تواند پاسخ منطقی به عدم اطمینان درک شده توسط سرمایه‌گذاران باشد. بر این اساس تحقیق حاضر به دنبال بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به مدیریت سود در بورس اوراق بهادار تهران است. در ادامه واکنش بازار به اطلاعات حسابداری و مدیریت سود، پیشینه و فرضیه‌های تحقیق و روش تحقیق بحث می‌شود. سپس یافته‌های تحقیق ارائه و از یافته‌ها نتیجه‌گیری می‌شود.

### واکنش سرمایه‌گذاران به اطلاعات حسابداری

امروزه اطلاعات وسیله و ابزار مهمی در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی به شمار می‌آید و بدون شک، کیفیت تصمیمات نیز بستگی به صحت، دقت و بهنگام بودن اطلاعات دارد که در زمان تصمیم‌گیری در اختیار افراد قرار می‌گیرد. در بازار سرمایه این اطلاعات می‌تواند باعث ایجاد واکنش‌ها و در نتیجه تغییراتی در قیمت‌های سهام گردد (نیکبخت و مرادی، ۱۳۸۴). یکی از

اطلاعات مهمی که در دسترس سرمایه‌گذاران است و آن‌ها نسبت به آن واکنش نشان می‌دهند سودهای گزارش شده شرکت‌هاست (حقیقت و ایرانشاهی، ۱۳۸۹). اگر بازار کارا باشد به محض دریافت این اطلاعات، قیمت اوراق بهادار باید واکنش نشان داده و تعدیل شود. در بازار کارا سرمایه‌گذاران نمی‌توانند از تحلیل اطلاعات گذشته به بازده غیرعادی دست یابند. بنابراین، کارایی بازار لازمه دسترسی به قیمت‌های منصفانه است و در بازار کارا است که سرمایه‌گذار در برابر قیمت مصون است (کردستانی و سپیددست، ۱۳۹۱). طی دو دهه اخیر در تحقیقات بسیاری اعتبار فرضیه بازارهای کارا به چالش کشیده شده است. شواهد بسیاری وجود دارد مبنی بر اینکه می‌توان با استفاده از بازده‌های گذشته، بازده‌های آتی را پیش‌بینی کرد و به بازده غیرعادی دست یافت (محمودی و همکاران، ۱۳۹۰). بازار سرمایه ایران، یکی از بازارهای توسعه نیافته می‌باشد و در سطح بسیار ضعیف کارایی قرار دارد. (مهرانی و نونهال‌نهر، ۱۳۸۷). در این بازارها اولاً اطلاعات به وفور و به سرعت در بازار پخش نمی‌شوند و ثانیاً قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بی‌تفاوت بوده و یا ممکن است عکس‌العمل قیمت اوراق بهادار نسبت به اطلاعات جدید بیش از حد یا کم‌تر از حد مورد انتظار باشد. بنابراین قیمت به درستی تعیین نمی‌شود (نیکبخت و مرادی، ۱۳۸۴). در نتیجه قیمت‌گذاری اشتباه سهام، بازده‌های غیرعادی ایجاد شده و به کاهش کارایی بازار منجر خواهد شد (حقیقت و ایرانشاهی، ۱۳۸۹).

نقش ذاتی گزارشگری مالی در حل مسأله عدم تقارن اطلاعاتی، افشای کامل اطلاعات قابل اتکاء و مربوط است. در صورتی افشای اطلاعات حسابداری به کارایی بازار کمک خواهد کرد، که از قابلیت اتکای بالایی برخوردار باشد. مدیریت سود قابلیت اتکای اطلاعات را کاهش می‌دهد و از این طریق از تأثیر اطلاعات بر قیمت بازار سهام کم می‌کند. بنابراین بررسی واکنش بازار به سودهای مدیریت شده اهمیت پیدا می‌کند و می‌تواند به درک محتوای اطلاعاتی ارقام گزارش شده کمک کند. در ادامه تأثیر مدیریت سود بر واکنش بازار بحث شده است.

### تأثیر مدیریت سود بر واکنش بازار

بسیاری از تحقیقات شواهدی فراهم کرده‌اند که نشان می‌دهد، مدیریت سود فراوانی سودهای غیرمنتظره منفی را کاهش داده است و این اطلاعات منجر به واکنش منفی بازار به میزان با اهمیتی شده است. براون و هیگینز (۲۰۰۱) نشان دادند تعداد سودهای غیرمنتظره مثبت و منفی کوچک در ایالات متحده تقریباً دو برابر سایر کشورهاست ولی درصد سودهای غیر منتظره منفی بزرگ کم‌تر از سایر کشورهاست. آن‌ها نتیجه گرفتند، ایالات متحده محیط اطلاعاتی شفاف‌تری

نسبت به سایر کشورهای مورد مطالعه دارد و مدیران دست به مدیریت سود می‌زنند، ولی از مدیریت سود در ارقام بزرگ پرهیز می‌کنند.

مدیریت سود بیش از حد، مانع از شکل‌گیری انتظارات منطقی سرمایه‌گذاران درباره عملکرد شرکت خواهد شد. بر این اساس سود حسابداری تعهدی اطلاعات مربوط و با ارزشی در اختیار سرمایه‌گذاران قرار نداده و منجر به قیمت‌گذاری نادرست سهام در بازار خواهد شد (ووگ و استفن، ۲۰۱۰). مدیریت سود ممکن است افزایشی یا کاهش‌ی باشد و هر نوع از آن واکنش‌های متفاوت سرمایه‌گذاران را در پی خواهد داشت. این تحقیق در صدد است واکنش بازار به مدیریت سود افزایش و کاهش را در بورس اوراق بهادار تهران مطالعه نماید. در ادامه برخی از تحقیقات مرتبط با مدیریت سود تحلیل می‌شود.

### پیشینه تحقیق

فیروز و همکاران (۱۹۹۱) و دی‌چوو همکاران (۱۹۹۴) در تحقیقات خود به شواهدی مبنی بر واکنش منفی سرمایه‌گذاران نسبت به مدیریت سود دست یافتند. آن‌ها همچنین دریافتند که واکنش منفی سرمایه‌گذاران، زمانی که شرکت‌ها قبل از اعلام سود مشکلات حسابداری خود را گزارش می‌کنند کاهش می‌یابد. ریچاردسون و همکاران (۲۰۰۵) به بررسی اثر قابلیت اتکاء پایین اقلام تعهدی در پایداری جریان تغییرات سود و واکنش سرمایه‌گذاران به پایداری تغییرات سود پرداخت. نتایج تحقیق وی بیان‌گر آن است که قابلیت اتکاء پایین اقلام تعهدی منجر به کاهش پایداری جریان سود شده و باعث زیان سرمایه‌گذاران خواهد شد. رونن و همکاران (۲۰۰۶) اثر مدیریت سود بر ارزش شرکت و قیمت سهام را مورد بررسی قرار دادند، آن‌ها در تحقیقات خود به این نتیجه رسیدند که مدیریت سود به نوسان قیمت سهام منجر می‌شود.

ووگ و استفن (۲۰۱۰) به بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به مدیریت سود پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها بیانگر این موضوع است که سرمایه‌گذاران واکنش متفاوتی نسبت به مدیریت سود از خود نشان می‌دهند. سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی که با مدیریت سود کاهش در سود داشته‌اند تعدیلات کم‌تری در سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت اعمال می‌کنند در حالی که سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی که با مدیریت سود افزایش در سود داشته‌اند تعدیلات بیش‌تری در سود پیش‌بینی شده توسط مدیریت اعمال می‌کنند. این نتایج فرصت کسب بازده غیرعادی مثبت برای سرمایه‌گذاران آگاه فراهم می‌آورد. بدین صورت که آن‌ها می‌توانند با نگهداری بلندمدت سهام شرکت‌هایی که با مدیریت سود، کاهش در سود داشته‌اند و فروش زودتر سهام شرکت‌هایی که

با مدیریت سود افزایش در سود داشته‌اند به بازده غیرعادی دست یابند. مدیریت سود در تحقیقات داخلی نیز مورد توجه پژوهشگران قرار گرفته است.

مدرس و محمدی (۱۳۸۸) با بررسی انگیزه‌های مدیریت در هموارسازی سود، به بررسی این موضوع پرداختند که آیا، مدیریت سود در خدمت منافع مدیران است و یا در خدمت افزایش ثروت سهامداران؟ آن‌ها دریافتند هدف از دستکاری سود افزایش منافع شخصی مدیریت است. آهنگری و شاکری (۱۳۸۸) رابطه بین مدیریت سود و فرآیند ارزش‌گذاری شرکت را از راه ارزیابی تأثیر مدیریت سود بر میزان مربوط بودن سود و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام بررسی کرده‌اند. نتایج این تحقیق نشان داد که قابلیت اتکاء ضعیف سود، مربوط بودن سود را کاهش و مربوط بودن ارزش دفتری را افزایش می‌دهد. محمودی و همکاران (۱۳۹۰) به بررسی چگونگی واکنش سرمایه‌گذاران به اعلان سود پرداختند. آنان واکنش سرمایه‌گذاران را به واکنش کم‌تر از حد و واکنش بیش از اندازه در زمان اعلان سود مثبت و سود منفی تقسیم کردند و به این نتیجه رسیدند که سرمایه‌گذاران در زمان تغییرات اعلان سود مثبت و در زمان تغییرات اعلان سود منفی واکنش کم‌تر از حد نشان می‌دهند.

تحقیقات نشان می‌دهد بازار به مدیریت سود واکنش نشان می‌دهد. این تحقیق در صدد است شواهدی درباره واکنش سرمایه‌گذاران به مدیریت سودهای افزایشی و کاهش‌ی فراهم سازد. بدین منظور فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: واکنش بازار به سود غیرمنتظره شرکت‌هایی که از طریق مدیریت سود، افزایش در سود داشته‌اند کم‌تر از شرکت‌هایی است که مدیریت سود نداشته‌اند.

فرضیه دوم: واکنش بازار به سود غیرمنتظره شرکت‌هایی که از طریق مدیریت سود، کاهش در سود داشته‌اند بیش‌تر از شرکت‌هایی است که مدیریت سود نداشته‌اند.

### روش‌شناسی پژوهش

این تحقیق از نظر هدف کاربردی است و از نظر روش انجام پژوهش، توصیفی از نوع همبستگی است. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق شرکت‌های نمونه به پرتفوی‌های تقسیم شده است. برای آزمون فرضیه‌های اول و دوم پس از برآورد ارقام تعهدی اختیاری سرمایه در گردش به عنوان معیاری از مدیریت سود، شرکت‌ها به دو گروه، شرکت‌هایی که مدیریت سود کرده‌اند و شرکت‌هایی که اقدام به مدیریت سود نکرده‌اند ( $P_3$ ) تقسیم‌بندی شدند. سپس شرکت‌هایی که اقدام به مدیریت سود کرده‌اند به دو گروه شرکت‌هایی که با مدیریت سود، سود خود را افزایش داده‌اند ( $P_5$ ) و شرکت‌هایی که با مدیریت سود، سود خود را کاهش داده‌اند ( $P_1$ ) تقسیم‌بندی

شدند. برای تعیین این موضوع سود سال  $t$  با سود سال  $t-1$  مقایسه شده است. جامعه آماری تحقیق حاضر شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۸۱ تا ۸۹ است که سال مالی آن‌ها منتهی به ۲۹ اسفند بوده و وقفه معاملاتی بیش‌تر از ۶ ماه نداشته‌اند.

### اندازه‌گیری مدیریت سود

برای اندازه‌گیری مدیریت سود مبتنی بر ارقام تعهدی از ارقام تعهدی اختیاری استفاده می‌شود. برای برآورد ارقام تعهدی اختیاری در این تحقیق از مدل جونز<sup>۱</sup> تعدیل شده است. مدل جونز تعدیل شده شکل گسترش یافته مدل جونز است.

$$CA_{i,t} = \Delta[AR + INV + OCA] - \Delta[AP + TP + OCL]$$

$$\frac{CA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \epsilon_{i,t}$$

$$NDCA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 \left( \frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right)$$

$$DCA_{i,t} = \frac{CA_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - NDCA_{i,t}$$

که در آن :

$CA_{i,t}$ : ارقام تعهدی جاری شرکت  $i$  در سال  $t$ .  $AR$ : حساب‌های و اسناد دریافتی تجاری.  $INV$ : موجودی کالا.  $OCA$ : سایر دارایی‌های جاری که شامل پیش پرداخت‌ها و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه مدت است.  $AP$ : حساب‌ها و اسناد پرداختی تجاری.  $TP$ : مالیات بر عملکرد پرداختی (ذخیره مالیات بر درآمد).  $OCL$ : سایر بدهی‌های جاری، که شامل پیش‌دریافت‌ها، تسهیلات جاری مالی دریافتی و سود سهام پیشنهادی و پرداختی است.  $TA_{i,t-1}$ : جمع دارایی‌های اول دوره.  $\Delta Sales_{i,t}$ : تغییرات فروش شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت به سال  $t-1$ .  $NDCA_{i,t}$ : ارقام تعهدی غیراختیاری جاری شرکت  $i$  در سال  $t$ .  $DCA_{i,t}$ : ارقام تعهدی اختیاری جاری شرکت  $i$  در سال  $t$ .

### اندازه‌گیری بازده غیرعادی انباشته

قبل از اینکه به تشریح طرز محاسبه بازده غیرعادی پرداخته شود؛ باید به این نکته مهم اشاره شود که در بازارهای بورس اوراق بهاداری که محدودیت در افزایش یا کاهش قیمت‌ها در طول

1. Jons

روز وجود دارد (مثلاً در بورس تایوان محدودیت ۷ درصد نوسان یا در بورس اوراق بهادار تهران ۵ درصد)، از بازده‌های هفتگی یا روزانه نمی‌توان استفاده کرد. زیرا خود همبستگی بین بازده‌های اوراق بهادار وجود دارد. اما تأثیر خود همبستگی بر بازده‌های ماهانه و یا سالانه چندان قوی نیست. از طرفی در برخی از بورس‌های اوراق بهادار، وقفه‌های طولانی در مورد معاملات سهام وجود دارد. به عنوان مثال در بورس اوراق بهادار تهران که وقفه‌های معاملاتی طولانی وجود دارد، امکان محاسبه بازده به صورت هفتگی یا ماهانه میسر نیست. از اینرو با توجه به موارد یاد شده، در این تحقیق بازده سهام به صورت سالانه محاسبه شده است (نیکبخت و مرادی، ۱۳۸۴). در این تحقیق منظور از بازده غیرعادی هر سهم، تفاوت بین بازده واقعی و بازده شاخص بازار است که از رابطه زیر محاسبه شده است:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - RM_t$$

$R_{i,t}$ : بازده سهام شرکت.  $p_t$ : قیمت سهام در پایان دوره  $t$ .  $p_{t-1}$ : قیمت سهام در ابتدای دوره  $t$  یا پایان دوره  $t-1$ .  $D_t$ : منافع حاصل از مالکیت سهام که در دوره  $t$  به سهامداران تعلق گرفته است.

در محاسبه بازده واقعی هر سهم، افزایش سرمایه نیز لحاظ شده است. منافع حاصل از مالکیت سهامداران به شکل‌های مختلفی از قبیل سود نقدی، افزایش سرمایه از محل اندوخته، افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی به سهامداران تعلق می‌گیرد (آلبرت و هندرسون، ۱۹۹۵).

پس از محاسبه بازده غیرعادی برای محاسبه بازده انباشته، سه روز معاملاتی قبل و بعد از اعلام سود سهام از رابطه زیر استفاده شده است:

$$= [ \prod_1^3 (1 + AR_t) ] - 1$$

### روش آزمون فرضیه‌ها

برای آزمون فرضیه‌های تحقیق مدل (۱) برآورد شده است:

$$CAR_{i,t} = \alpha + b_1 DUM - EM - p_1 + b_2 DUM - EM - p_5 + C_1 FE_{i,t} + C_2 FE * DUM - EM - p_1 + C_3 FE * DUM - EM - p_5 + \varepsilon \quad (1)$$

$CAR_{i,t}$ : بازده غیرعادی انباشته سه روز قبل و بعد از اعلان سود شرکت  $i$  در دوره  $t$  می‌باشد.

$DUM - EM - p_1$  : متغیر مجازی است. در این رابطه اگر شرکت مورد بررسی جزء پرتفویی باشد که با مدیریت سود، کاهش در سود داشته است مقدار این متغیر برابر یک و در غیر این صورت خواهد بود.

$DUM - EM - p_5$  : متغیر مجازی است. در این رابطه اگر شرکت مورد بررسی جزء پرتفویی باشد که با مدیریت سود افزایش در سود داشته است مقدار این متغیر برابر یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

$FE_{i,t}$  : خطای پیش‌بینی سود مدیریت شرکت  $i$  در سال  $t$  است.

به منظور برآورد مدل ۱ شرکت‌ها در سه پرتفوی جای گرفته‌اند: پرتفوی  $p_1$  : شرکت‌هایی که با مدیریت سود، کاهش در سود داشته‌اند و پرتفوی  $p_5$  : شرکت‌هایی که با مدیریت سود، افزایش در سود داشته‌اند و پرتفوی  $p_3$  : شرکت‌هایی که مدیریت سود نداشته‌اند. مدل (۱) بر مبنای  $p_3$  به صورت زیر برآورد شده است :

$$CAR_{i,t} = \alpha + C_1 FE_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad 1-1$$

**فرضیه اول** تحقیق بیان می‌دارد که، واکنش سرمایه‌گذاران به سود غیرمنتظره شرکت‌هایی که از طریق مدیریت سود، افزایش در سود داشته‌اند کم‌تر از شرکت‌هایی است که مدیریت سود نداشته‌اند. به عبارت دیگر در این فرضیه پرتفوی ۵ با پرتفوی ۳ مقایسه شده است.

$$CAR_{i,t} = \alpha + b_2 DUM - EM - p_5 + C_1 FE_{i,t} + C_3 FE_{i,t} * DUM - EM - p_5 + \varepsilon_{i,t} \quad 1-2$$

در صورتی که جمع ضرایب  $(C_1 + C_3)$  مربوط به شرکت‌هایی که با مدیریت سود افزایش در سود داشته‌اند، معنی‌دار و کم‌تر از ضریب  $C_1$  مدل (۱-۱) باشد فرضیه اول تأیید می‌شود.

**فرضیه دوم** بیان می‌دارد که، واکنش بازار به سود غیرمنتظره شرکت‌هایی که از طریق مدیریت سود، کاهش در سود داشته‌اند بیش‌تر از شرکت‌هایی است که مدیریت سود نداشته‌اند. به عبارت دیگر در این فرضیه پرتفوی ۱ با پرتفوی ۳ مقایسه شده است.

$$CAR_{i,t} = \alpha + b_2 DUM - EM - p_1 + C_1 FE_{i,t} + C_2 FE_{i,t} * DUM - EM - p_1 + \varepsilon_{i,t} \quad 1-3$$

در صورتی که جمع ضرایب  $(C_1 + C_2)$  مربوط به شرکت‌هایی که با مدیریت سود، کاهش در سود داشته‌اند، معنی‌دار و بیش‌تر از ضریب  $C_1$  مدل (۱-۱) باشد فرضیه دوم تأیید می‌شود.

### آمار توصیفی

در جدول ۱ آمار توصیفی مربوط به متغیرهای تحقیق ارائه شده است. این جدول میانگین، انحراف معیار، کمینه، بیشینه و ضرایب چولگی و کشیدگی متغیر خطای پیش‌بینی سود مدیریت، اقلام تعهدی اختیاری، بازده غیرعادی انباشته را در بر دارد.

جدول ۱: آمارهای توصیفی متغیرها در سطح کل نمونه

متغیرها	کمینه	بیشینه	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
FE	-۳/۲۸	۳/۶۶	-۰/۳۴	۱/۴۱	۰/۱۲	۱/۰۳
DCA	۰/۰۰۱	۲/۱۱	۰/۱۵	۰/۲۱	۰/۲۰	۰/۵۶
CAR	-۰/۵۲	۰/۷۵	۰/۰۵	۰/۶۸	۰/۰۹	۰/۸۳
تعریف متغیرها						
FE	خطای پیش‌بینی سود مدیریت					
DCA	اقلام تعهدی اختیاری سرمایه در گردش					
CAR	بازده غیر عادی انباشته					

جدول ۱-۱: آمارهای توصیفی متغیرها در سطح پرتفوی  $P_1$

متغیرها	کمینه	بیشینه	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
FE	-۳/۲۸	۳/۵۸	-۰/۳۷	۰/۶۶	۱/۰۰	۰/۷۶
CAR	-۰/۴۵	۰/۷۰	۰/۰۶۸	۰/۱۷	۰/۵۷	۱/۵۸
تعریف متغیرها						
FE	خطای پیش‌بینی سود مدیریت					
CAR	بازده غیر عادی انباشته					

جدول ۱-۲: آمارهای توصیفی متغیرها در سطح پرتفوی  $P_3$

متغیرها	کمینه	بیشینه	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
FE	-۲/۸۸	۳/۶۶	-۰/۰۰۷	۰/۶۹	۱/۰۱	۰/۷۶۲
CAR	-۰/۵۰	۰/۶۵	۰/۰۲۵	۰/۱۷	۰/۴۹	۰/۲۵
تعریف متغیرها						
FE	خطای پیش‌بینی سود مدیریت					
CAR	بازده غیر عادی انباشته					

جدول ۳-۱: آمارهای توصیفی متغیرها در سطح پرتفوی  $P_5$ 

متغیرها	کمینه	بیشینه	میانگین	انحراف معیار	چولگی	کشیدگی
FE	-۳/۰۱	۳/۵۴	-۰/۲۳	۰/۶۴	۰/۷۶	۰/۶۳
CAR	-۰/۵۲	۰/۷۵	۰/۰۵۴	۰/۱۶	۰/۳۸	۰/۹۴
تعریف متغیرها						
FE	خطای پیش‌بینی سود مدیریت					
CAR	بازده غیرعادی انباشته					

بر اساس نتایج به دست آمده تمایل به پیش‌بینی خوش‌بینانه سود توسط شرکت‌هایی که مدیریت سود داشته‌اند بیش‌تر از شرکت‌هایی است که مدیریت سود نداشته‌اند. همچنین دقت پیش‌بینی سود در شرکت‌هایی که مدیریت سود داشته‌اند (پرتفوی  $p_1$  و  $p_5$ ) کم‌تر از شرکت‌هایی است که مدیریت سود نداشته‌اند (پرتفوی  $p_3$ ).

### آزمون فرضیه‌ها - تشخیص نوع مدل

به دلیل آن که داده‌های مورد مطالعه بصورت ترکیبی از داده‌های مقطعی و سری زمانی هستند (یعنی اطلاعات هر شرکت در ۹ سال در دسترس است و در نتیجه ماتریس داده‌ها ترکیبی از مقاطع (شرکت‌ها) و زمان است)، لذا از روش داده‌های ترکیبی (پانل<sup>۱</sup>) استفاده شده و با توجه به وجود روش‌های مختلف برای برآورد داده‌های ترکیبی (اثر ثابت<sup>۲</sup>، اثر تصادفی<sup>۳</sup> و روش داده‌های تلفیق شده<sup>۴</sup>) برای تعیین روش مناسب از آزمون تشخیصی هاسمن و لیمر استفاده شده است. نتایج آزمون‌ها نشان می‌دهد داده‌های تلفیقی برای تحلیل داده‌ها مناسب است.

### نتایج آزمون فرضیه‌ها

در جدول ۲ مجموع ضرایب متغیرها برای بررسی فرضیه اول و دوم ارائه شده است.

- 
1. Panel Data
  2. Fixed Effects
  3. Random Effect
  4. Pooled

جدول ۲: واکنش بازار به مدیریت سود

ضرایب و آماره‌ها			متغیرهای توضیحی
سطح معنی‌داری	آماره t استیودنت	ضریب متغیرها	
۰/۰۰	۵/۸۰	۰/۰۸	عرض از مبدا $\alpha$
۰/۶۶۰	۰/۴۴	۰/۰۱	$DUM - EM - p_1$
۰/۱۶	-۱/۴۲	-۰/۰۳	$DUM - EM - p_5$
۰/۰۰	۶/۵۸	۰/۱۳	$C_1 FE_{i,t}$
۰/۰۲	۲/۱۹	۰/۰۳	$C_2 FE * DUM - EM - p_1$
۰/۰۱	-۲/۷۱	-۰/۰۷	$C_3 FE * DUM - EM - p_5$
ضریب تعیین تعدیل شد $(R^2) = ۰/۲۵$			آماره دوربین واتسن = $۱/۸۸$

همانطور که در جدول ۲ مشاهده می‌شود ضریب متغیر  $C_1$  (شرکت‌هایی که مدیریت سود نداشته‌اند) برابر با  $۰/۱۳$  و آماره  $t$  آن  $۶/۵۸$  با سطح معنی‌داری  $۰/۰۰$  است که از لحاظ آماری معنی‌دار است. برای آزمون فرضیه اول و دوم تحقیق جمع ضرایب  $(C_1 + C_2)$  مربوط به شرکت‌هایی که با مدیریت سود، کاهش در سود داشته‌اند  $(p_1)$  و  $(C_1 + C_3)$  مربوط به شرکت‌هایی که با مدیریت سود، افزایش در سود داشته‌اند  $(p_5)$  با ضریب  $C_1$  مربوط به شرکت‌هایی که مدیریت سود نداشته‌اند، مقایسه شده است. با توجه به نتایج جدول ۳ ضریب متغیر خطای پیش‌بینی سود مربوط به شرکت‌هایی که با مدیریت سود، افزایش در سود داشته‌اند برابر با  $۰/۰۶$  و آماره  $f$  آن  $۱۰/۰۳$  با سطح معنی‌داری  $۰/۰۴$  است. بنابراین ضریب متغیر خطای پیش‌بینی سود مدیریت مربوط به شرکت‌هایی که با مدیریت سود افزایش در سود داشته‌اند کم‌تر از شرکت‌هایی است که مدیریت سود نداشته‌اند. در نتیجه فرضیه اول تحقیق در سطح خطای  $۵\%$  تأیید می‌شود. ضریب متغیر خطای پیش‌بینی سود مدیریت مربوط به شرکت‌هایی که با مدیریت سود کاهش در سود داشته‌اند برابر با  $۰/۱۶$  و آماره  $f$  آن  $۳۱/۱۹$  با سطح معنی‌داری  $۰/۰۰$  است. همانطور که مشهود است ضریب متغیر خطای پیش‌بینی سود مدیریت مربوط به شرکت‌هایی که با مدیریت سود، کاهش در سود داشته‌اند بیش‌تر از شرکت‌هایی است که مدیریت سود نداشته‌اند. در نتیجه فرضیه دوم تحقیق در سطح خطای  $۱\%$  تأیید می‌شود.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

فرضیه اول تحقیق بیان می‌دارد که، واکنش سرمایه‌گذاران به سود غیرمنتظره شرکت‌هایی که با مدیریت سود، افزایش در سود داشته‌اند کم‌تر از شرکت‌هایی است که مدیریت سود نداشته‌اند. نتایج به دست آمده حاکی از این است که سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی که با مدیریت سود افزایش

در سود داشته‌اند تعدیلات بیش‌تری در پیش‌بینی خوش‌بینانه سود مدیریت اعمال کرده‌اند، در نتیجه واکنش کم‌تری به سود غیرمنتظره، نسبت به شرکت‌هایی که مدیریت سود نداشته‌اند از خود نشان داده‌اند. فرضیه دوم تحقیق بیان می‌دارد که، واکنش سرمایه‌گذاران به سود غیرمنتظره شرکت‌هایی که با مدیریت سود، کاهش در سود داشته‌اند بیش‌تر از شرکت‌هایی است که مدیریت سود نداشته‌اند. نتایج به دست آمده حاکی از این است که سرمایه‌گذاران شرکت‌هایی که با مدیریت سود کاهش در سود داشته‌اند تعدیلات کم‌تری در پیش‌بینی خوش‌بینانه سود مدیریت اعمال کرده‌اند، در نتیجه واکنش بیش‌تری به سود غیرمنتظره، نسبت به شرکت‌هایی که مدیریت سود نداشته‌اند از خود نشان داده‌اند. یافته‌ها تأثیر مدیریت سود بر واکنش بازار را تأیید می‌کند. بنابراین در واکنش به اخبار سود پیش‌بینی شده مدیریت سرمایه‌گذاران باید به مدیریت سود توجه داشته باشند. علاقه‌مندان می‌توانند در راستای تقویت این ادبیات "واکنش بازار به مدیریت سود فعالیت‌های واقعی" را مورد مطالعه قرار دهند.

## منابع

- اعتمادی، ح.، مؤمنی، م. و فرج‌زاده‌دهکردی، ح. (۱۳۹۱). "مدیریت سود، چگونه کیفیت سود شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد؟" *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال چهارم، (۱۲): ۱۰۱-۱۲۲.
- هژیرکیانی، ک. (۱۳۷۷). *اقتصادسنجی و کاربرد آن*، انتشارات ققنوس، صفحه ۱۹۴.
- آهنگری، ع. و شاکری، ا. (۱۳۸۸). "تأثیر مدیریت سود بر میزان مربوط بودن سود و ارزش دفتری با ارزش بازار سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله حسابداری مالی*، ۱ (۳): ۶۸-۵۳.
- حقیقت، ح. و ایرانشاهی، ع.ا. (۱۳۸۹). "بررسی واکنش سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به جنبه‌های پایداری اقلام تعهدی". *پژوهش‌های حسابداری مالی*، ۲ (۵): ۳۱-۴۷.
- کردستانی، غ. و سپیددست، س. (۱۳۹۱). کارآیی واکنش بازار نسبت به اعلان سود حسابداری. *دهمین همایش ملی حسابداری ایران*، ۱-۲۲.
- محمودی، و.، شیرکوند، س. و سالاری، م. (۱۳۹۰). "بررسی واکنش سرمایه‌گذاران به تغییرات سود سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار". *چشم‌انداز مدیریت مالی و حسابداری*، سال اول، (۱): ۱۱۵-۱۳۰.
- مهرانی، س. و نونهال‌نهر، ع.ا. (۱۳۸۷). "ارزیابی واکنش کم‌تر از حد مورد انتظار سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران". *مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۵ (۵۴): ۱۱۷-۱۳۶.

مشایخی، ب.، مهران، س. و کرمی، غ. (۱۳۸۴). "نقش اقلام تعهدی اختیاری در مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۱۲ (۴۲): ۶۱-۷۴.

مدرس‌سبزواری، ا. و محمدی، ج. (۱۳۸۸). "بررسی تأثیر مدیریت سود در تصمیمات سرمایه‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". *ماهنامه بورس*، ۸۷: ۳۴-۴۳.

نیکبخت، م.ر. و مرادی، م. (۱۳۸۴). "ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران، مجله بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ۱۲ (۴۰): ۹۷-۱۲۹.

Alexander Jr, J.C. (1992). "Earnings Surprise, Market Efficiency, and Expectations". *The Financial Review*, 27 (4): 475-502.

Albert, R.L. and Henderson, G.V. (1995). "Firm Size, Overreaction and Return Reversals". *Quarterly Journal of Business and Economics*, 34: 60-80.

Brown, L.D. and Higgins, H.N. (2001). "Managing Earnings Surprises in the US Versus 12 other Countries". *Journal of Accounting and Public Policy*, 20 (4): 373-398

Dechow, P.M. (1994). "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: the Role of Accounting Accruals". *Journal of Accounting & Economics*, 18 (1): 3-42.

Feroz, E.H., Park, K. and Pastena, V.S. (1991). "The Financial and Market Effects of the SEC's Accounting and Auditing Enforcement Releases". *Journal of Accounting Research*, 29: 107-42.

Peasnell, K.V., Pope, P.F. and Young, S. (1998). Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accrual models. Working Paper Lancaster University.

Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M. and Tuna, I. (2005) "Accrual Reliability, Earnings Persistence, and Stock Prices". *Journal of Accounting and Economics*, 39 (3): 437-485.

Ronen, J., Tzur, J. and Yaari, V. (2006). "The Effect of Directors Equity Incentive on Earnings Management". *Journal of Accounting and Public Policy*, 25 (4): 359-389.

Teoh, S.H., Welch, I. and Wong, T.J. (1998). "Earnings Management and the Long-run Market Performance of Initial Public Offerings", *Journal of Finance*, 53 (6): 1935-1974.

Woog, S., Kwag, A. and Stephens, A. (2010). "Investor Reaction to Earnings Management". *Managerial Finance*, 36 (1): 44-56.