





دانشگاه قم  
دانشکده مدیریت  
پایان نامه دوره کارشناسی ارشد حسابداری

**عنوان:**

## **رابطه شفافیت سود و بازده آتی سهام**

**استاد راهنما:**  
**دکتر حجت سرهنگی**

**نگارنده:**  
**مسلم قنبری**

زمستان ۱۳۹۲

## تقدیم به پدر و مادر عزیزم

به پاس تعبیر عظیم و انسانی‌شان از کلمه ایثار و از خودگذشتگی

به پاس عاطفه سرشار و گرمای امیدبخش وجودشان که در این سردترین روزگاران بهترین

پشتیبان است

به پاس قلب‌های بزرگشان که فریاد رس است و سرگردانی و ترس در پناهشان به شجاعت می‌-

گراید

و به پاس محبت‌های بی دریغشان که هرگز فروکش نمی‌کند.

و تقدیم به نامزد مهربانم که در این روزهای دشوار مشوقم بود.

## تشر و قدر دانی

سپاس خدای را که سخنوران، در ستودن او بمانند و شمارندگان، شمردن نعمت های او ندانند و کوشندگان، حق او را گزاردن نتوانند. اکنون که به یاری ایزد منان پایان نامه کارشناسی ارشد خویش را نگاشته‌ام بر خود لازم می‌دانم که از زحمات بی‌شائبه جناب آقای دکتر حجت سرهنگی که با راهنمایی‌های دلسوزانه خود در تمامی مراحل این پژوهش بنده را یاری نمودند قدر دانی کنم. و همچنین از خانم دکتر شیرازی و همسر گرامیشان که این حقیر را با کمک‌های ارزنده‌شان مورد لطف قرار دادند، سپاسگذاری می‌کنم.

در پایان از جناب آقای دکتر امید فرجی و سایر عزیزانی که به هر طریقی بنده را در مراحل مختلف انجام این پژوهش یاری نمودند، تشر می‌کنم.

## چکیده:

این پژوهش به بررسی رابطه بین شفافیت سود و بازده آتی سهام اختصاص دارد. شفافیت سود در این پژوهش به توان تبیین کنندگی رابطه بازده-سود بر می‌گردد و عبارت است از همسو بودن سود و تغییرات سودآوری با بازده سهام. هر چه قدر سود گزارش شده شفاف و فاقد ابهام باشد، میزان اطمینان سهامداران افزایش یافته و نرخ بازده مورد انتظار ایشان کاهش می‌یابد. در مقابل، فقدان شفافیت سود گزارش شده ریسک اطلاعاتی ایجاد می‌کند، در نتیجه سهامداران خواهان صرف ریسک بالاتری خواهند بود و به تبع آن بازده مورد انتظار ایشان افزایش می‌یابد. این پژوهش از نوع تحقیقات کاربردی و در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که با استفاده از روش رگرسیون چند متغیره انجام شده است. یافته‌های حاصل از بررسی اطلاعات مالی ۹۰ شرکت بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۱ نشان داد که رابطه معکوس و معناداری بین شفافیت سود و بازده غیرعادی آتی سهام عادی وجود دارد اما بین شفافیت سود و میانگین بازده آتی پرتفوی رابطه معناداری مشاهده نشد.

**واژگان کلیدی:** شفافیت سود- بازده غیرعادی آتی- میانگین بازده آتی پرتفوی

## فهرست مطالب

صفحه	عنوان
<b>فصل اول : کلیات پژوهش</b>	
۱-۱	مقدمه
۲-۱	بیان مسئله و سوال‌های اصلی تحقیق
۳-۱	پیشینه و سابقه پژوهش
۴-۱	اهمیت و ضرورت انجام پژوهش
۵-۱	اهداف پژوهش
۶-۱	چارچوب نظری پژوهش
۷-۱	مدل‌های تحلیلی پژوهش
۸-۱	فرضیه‌های پژوهش
۹-۱	قلمرو مکانی و زمانی پژوهش
۱۰-۱	طرح نمونه‌گیری
۱۱-۱	شیوه و ابزارهای گردآوری و تجزیه و تحلیل داده‌ها
۱۲-۱	محدودیت‌های پژوهش
۱۳-۱	شرح مفهوم‌ها، اصطلاح‌ها و متغیرهای پژوهش
۱۳-۱-۱	مفاهیم
۱۳-۱-۲	متغیرهای تحقیق و شیوه اندازه‌گیری آن‌ها
<b>فصل دوم : مبانی نظری و پیشینه پژوهش</b>	
۱-۲	مقدمه
۲-۲	کیفیت سود و بازده مورد انتظار

۳-۲	کیفیت سود و بازده غیرعادی	۲۸
۴-۲	سطوح افشا و هزینه سرمایه	۳۳
۵-۲	کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه بدهی	۳۷
۶-۲	شفافیت اطلاعات مالی	۳۸
۷-۲	شفافیت سود و هزینه سرمایه	۴۵
۸-۲	مطالعات داخلی	۴۹
۹-۲	نتیجه‌گیری	۵۳

### **فصل سوم: روش شناسی پژوهش**

۱-۳	مقدمه	۵۷
۲-۳	روش تحقیق	۵۷
۳-۳	جامعه آماری و دوره زمانی تحقیق	۵۸
۴-۳	نمونه آماری	۵۸
۵-۳	فرضیه‌های پژوهش	۶۰
۶-۳	مدل‌های پژوهش	۶۱
۷-۳	متغیرهای پژوهش	۶۴
۱-۷-۳	شفافیت سود	۶۴
۲-۷-۳	بازده آتی سهام	۶۷
۸-۳	روش گردآوری داده‌ها و اطلاعات	۷۱
۹-۳	روشهای آماری مورد استفاده	۷۱
۱۰-۳	خلاصه فصل	۷۱

### **فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه‌ها**

۱-۴	مقدمه	۷۳
۲-۴	بررسی ارتباط بین شفافیت سود و بازده غیرعادی آتی سهام	۷۳

۷۳	..... آمار توصیفی (۱-۲-۴)
۷۶	..... ضریب همبستگی (۲-۲-۴)
۷۷	..... آزمون فرضیه و بیان نتایج (۳-۲-۴)
۸۰	..... بررسی ارتباط بین شفافیت سود و میانگین بازده آتی پرتفوی (۳-۴)
۸۰	..... آمار توصیفی (۱-۳-۴)
۸۱	..... آزمون فرضیه و بیان نتایج (۲-۳-۴)
۸۲	..... خلاصه فصل (۴-۴)

### **فصل پنجم : نتیجه گیری و پیشنهادات**

۸۴	..... مقدمه (۱-۵)
۸۴	..... نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها (۲-۵)
۸۴	..... نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول (۱-۲-۵)
۸۵	..... نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم (۲-۲-۵)
۸۵	..... تحلیل و بررسی نتایج (۳-۵)
۸۸	..... محدودیت‌های پژوهش (۴-۵)
۸۹	..... پیشنهادهای کاربردی پژوهش (۵-۵)
۸۹	..... پیشنهاد برای پژوهش‌های آتی (۶-۵)

۹۰	..... <b>پیوستها</b>
----	----------------------

۹۴	..... <b>منابع و ماخذ</b>
----	---------------------------



## فهرست جداول

صفحه	عنوان
۵۹	جدول (۱-۳) نمونه پژوهش
۶۸	جدول (۲-۳) نرخ بهره اوراق مشارکت دولتی
۷۰	جدول (۳-۳) ترکیب پرتفوی‌های شش گانه بر مبنای اندازه و ارزشی بودن سهام
۷۴	جدول (۱-۴) آمار توصیفی متغیرهای تحقیق
۷۵	جدول (۲-۴) آمار توصیفی متغیرهای پژوهش در سطح صنایع
۷۷	جدول (۳-۴) ضریب همبستگی پیرسون
۷۹	جدول (۴-۴) نتایج برآورد مدل (۱)
۸۰	جدول (۵-۴) آمار توصیفی متغیرهای مدل (۲)
۸۲	جدول (۶-۴) میزان آلفای پرتفوی‌های پنج گانه در طی دوره پژوهش

**فصل اول:**

**کلیات پژوهش**

## ۱-۱) مقدمه

کیفیت صورت‌های مالی افشا شده توسط شرکت‌ها برای استفاده کنندگان این اطلاعات از اهمیت درخور توجهی برخوردار است. این اطلاعات مالی کمک می‌کند تا سهامداران عملکرد گذشته شرکت، توانایی‌ها، ضعف‌ها، نقدینگی، توانایی پرداخت دیون و اثر بخشی مدیریت را ارزیابی کنند. همچنین، صورت‌های مالی به سهامداران در ارزیابی جریان‌های نقدی مؤثر بر تعیین ارزش ذاتی سهام کمک می‌کند. تردیدی نیست که هیچ کس به اندازه خود شرکت‌ها از وضعیت مالی‌شان آگاهی کامل ندارد و عدم تقارن اطلاعاتی<sup>۱</sup> بین مدیران و مالکان همواره وجود دارد. این ناهمسانی در دانسته‌های طرفین و احتمال استفاده از این اطلاعات برای کسب منافع شخصی باعث ایجاد پدیده انتخاب نادرست<sup>۲</sup> و خطر اخلاقی<sup>۳</sup> می‌شود (قائمی و وطن پرست ۱۳۸۴).

هیئت استانداردهای حسابداری مالی (FASB) و هیئت تدوین استانداردهای حسابداری بین‌المللی (IABS) بیان می‌کنند که یکی از اهداف کلیدی صورت‌های مالی، بهبود تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، وام‌دهندگان و دیگر تامین‌کنندگان سرمایه است. به میزانی که

---

<sup>1</sup> Information Asymmetry

<sup>2</sup> Adverse Selection

<sup>3</sup> Moral Hazard

صورت‌های مالی یک شرکت شفاف‌تر باشد، عدم اطمینان پیرامون ارزش ویژه آن کاهش می‌یابد؛ در نتیجه استفاده‌کنندگان صورت مالی می‌توانند تصمیمات کاراتری اتخاذ نمایند. از نگاه نظریه مباشرت نیز برای ارزیابی عملکرد مدیریت به اطلاعاتی نیاز است که از آن طریق بتوان عملکرد مدیریت را ارزیابی کرد. در صورتی که این اطلاعات غیرواقعی و واهی باشد، تصمیمات سرمایه‌گذاری و ارزیابی عملکرد نیز نادرست خواهد بود. افشای شفاف اطلاعات مالی نه تنها درباره یک شرکت بلکه در مجموع بر کل بازار سرمایه نیز مؤثر است. شفافیت در بهبود و افزایش کارایی اطلاعات بازار نقش بسزایی دارد. نوسان‌ها در ریسک مرتبط با تصمیم‌گیری و اعتماد مشارکت‌کنندگان بازار به جریان اطلاعاتی مرتبط با شرکت‌ها را می‌توان با افزایش شفافیت اطلاعات ارائه شده به بازار بهبود بخشید (چونگ<sup>۱</sup> و دیگران ۲۰۱۰). بوشمن<sup>۲</sup> و دیگران (۲۰۰۴)، شفافیت اطلاعات شرکت را وضعیتی می‌دانند که اطلاعات به طور گسترده‌ای در دسترس، قابل اتکا، با کیفیت جامع و به موقع باشد.

یکی از اطلاعات مهم و کلیدی در فرایند گزارشگری مالی شرکت‌ها سود حسابداری است که معمولاً به عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد شرکت‌ها و موسسات مورد استفاده قرار می‌گیرد. تلقی سود به عنوان اصلی‌ترین منبع اطلاعات مختص شرکت توسط تحقیقات تجربی مختلف مورد پشتیبانی قرار گرفته است. همچنین نتایج تحقیقات نشان می‌دهد که مدیران سود را به عنوان معیار کلیدی مورد توجه سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی در نظر می‌گیرند. (فرانسیس<sup>۳</sup> و دیگران ۲۰۰۴). مادامی سود برای تصمیم‌گیری سودمند است که دارای شفافیت باشد. بارت<sup>۴</sup> و دیگران (۲۰۱۳) شفافیت را بر اساس قدرت تبیین‌کنندگی رابطه بازده-سود می‌سنجند؛ یعنی میزانی که سود و تغییرات آن به طور همزمانی با بازده تغییر می‌کنند. آن‌ها همچنین بیان می‌کنند که شرکت‌های دارای سود شفاف‌تر، آن‌هایی هستند که سودشان به نحو

---

<sup>1</sup> Cheung

<sup>2</sup> Bushman

<sup>3</sup> Francis

<sup>4</sup> Barth

بهتری تغییرات در ارزش اقتصادی شرکت را منعکس می‌کند. فرانسیس و دیگران (۲۰۰۵) بیان کرده‌اند که فقدان شفافیت سود گزارش شده ریسک اطلاعاتی ایجاد می‌کند، در نتیجه سهامداران خواهان صرف ریسک بالاتری خواهند بود و به تبع آن هزینه سرمایه سهام عادی شرکت افزایش می‌یابد و برعکس، هر چه قدر سود گزارش شده شفاف و فاقد ابهام باشد، میزان اطمینان سهامداران افزایش یافته و نرخ بازده مورد انتظار ایشان کاهش می‌یابد. از این رو این مطالعه به بررسی رابطه بین شفافیت سود و بازده آتی سهام می‌پردازد.

## ۱-۲) بیان مسئله و سوال‌های اصلی تحقیق

سرمایه‌گذاران به منظور بالا بردن کارایی تصمیمات اقتصادی خویش به اطلاعات مربوط و قابل اتکای حسابداری نیاز دارند. یکی از مهم‌ترین معیارهای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، سود حسابداری است. به میزانی که صورت‌های مالی یک شرکت شامل سودهای آن، شفاف‌تر باشند، عدم اطمینان پیرامون ارزش حقوق صاحبان سهام آن کاهش می‌یابد؛ در نتیجه استفاده کنندگان صورت‌های مالی می‌توانند تصمیمات کاراتری اتخاذ کنند. به عقیده بارت و دیگران (۲۰۱۳)، زمانی که شفافیت سود پایین است، سود نمی‌تواند به خوبی تغییرات در ارزش شرکت را تبیین کند؛ در نتیجه سرمایه‌گذاران در مورد ارزش شرکت با ابهام روبه‌رو می‌شوند. در این حالت برخی از سرمایه‌گذاران شخصا اقدام به تحصیل اطلاعات در مورد شرکت می‌کنند. کسب اطلاعات در مورد ارزش شرکت، غیر از آن چیزی که در سود منعکس شده است با هزینه همراه خواهد بود؛ هنگامی که این هزینه در میان سرمایه‌گذاران متفاوت باشد، هر یک از آن‌ها به میزان متفاوتی اطلاعات کسب خواهد کرد که این امر منجر به عدم تقارن اطلاعاتی در بین سرمایه‌گذاران می‌شود. در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی، سرمایه‌گذاران به دلیل تحمل ریسک اطلاعاتی بالاتر، بازده بیشتری را مطالبه می‌کنند (بارت و دیگران ۲۰۱۳). با توجه به اهمیت

موضوع، این تحقیق با هدف بررسی رابطه بین شفافیت سود و بازده آتی سهام و نیز یافتن پاسخی برای پرسش‌های زیر انجام می‌شود:

- شفافیت سود چه رابطه‌ای با بازده‌های غیر عادی آتی دارد؟
- شفافیت سود چه رابطه‌ای با میانگین بازده‌های آتی پرتفوی دارد؟

### ۱-۳) پیشینه و سابقه پژوهش

فاما<sup>۱</sup> و فرنچ<sup>۲</sup> (۱۹۹۳) و (۱۹۹۷)، در تحقیقات خود دریافتند که ارزش بازار و درجه اهرم مالی از متغیرهای موثر بر بازده غیر عادی آتی سهام می‌باشند.

بوتوسان<sup>۳</sup> و پلاملی<sup>۴</sup> (۲۰۰۲) به بررسی ارتباط بین هزینه سرمایه و سطوح افشا (به‌هنگام و گزارش سالانه) و فعالیت‌های مرتبط سرمایه‌گذار پرداختند. آن‌ها هزینه سرمایه را با استفاده از مدل کلاسیک کسر سود سهام برآورد کردند. آن‌ها دریافتند که هزینه سرمایه در سطح افشای گزارش سالانه کاهش و در سطح افشای به‌هنگام افزایش می‌یابد. یافته‌های مربوط به افشای به‌هنگام با تئوری مغایرت دارد؛ اما با ادعاهای مدیران، که افشائات به‌هنگام بیش‌تر ممکن است هزینه سرمایه و نیز فراریت قیمت سهام را افزایش دهد، سازگار است. آن‌ها همچنین دریافتند که انباشتگی انواع متفاوت افشا سبب زیان اطلاعاتی می‌شود.

فرانسیس و دیگران (۲۰۰۴)، تاثیر هفت ویژگی کیفی سود شامل، کیفیت اقلام تعهدی، پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود، یکنواختی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع بودن سود و محافظه کارانه بودن سود را بر هزینه سرمایه سهام عادی مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های تحقیق موید این است که شرکت‌هایی که ویژگی‌های کیفی سود آن‌ها از

---

<sup>1</sup> Fama

<sup>2</sup> French

<sup>3</sup> Botosan

<sup>4</sup> Plumlee

مطلوبیت پایین‌تری برخوردار است در مقایسه با شرکت‌هایی که ویژگی‌های کیفی سود آن‌ها مطلوبیت بالاتری دارد، هزینه سرمایه سهام عادی بالاتری را تجربه کرده‌اند.

آکسا<sup>۱</sup> (۲۰۰۶)، بر مبنای تعریف S&P<sup>۲</sup> از شفافیت که عبارت است از به موقع بودن و کفایت افشای کارکردهای مالی و عملیاتی، آثار شفافیت افشا در بورس استانبول را مطالعه کرد. به نظر وی شفافیت و افشای مناسب از حقوق سرمایه‌گذاران، سهامداران و سایر ذی‌نفعان که به اطلاعات دست اول دسترسی ندارند، محافظت می‌کند. انتظار می‌رود با افزایش شفافیت اطلاعات، عدم تقارن اطلاعاتی و احتمال تقلب به حداقل برسد، هزینه سرمایه کاهش یافته و ارزش شرکت افزایش یابد.

بارت و دیگران (۲۰۱۳)، به بررسی رابطه بین شفافیت سود و هزینه سرمایه سهام عادی در میان شرکت‌های آمریکایی پرداختند. نتایج مطالعه آن‌ها نشان داد که شفافیت سود رابطه معکوسی با هزینه سرمایه سهام عادی دارد. آن‌ها همچنین دریافتند که بین شفافیت سود و نماینده هزینه سرمایه مورد انتظار نیز رابطه معکوسی وجود دارد.

طارمی (۱۳۸۵)، به آزمون مدل سه عاملی فاما و فرنچ پرداخته است. نتایج تحقیقات او نشان داد که بین صرف ریسک و میانگین بازده سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. همچنین میانگین بازده سهام با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار رابطه معکوس دارد. در شرکت‌های کوچک این رابطه قوی‌تر از شرکت‌های بزرگ است. همچنین عامل اندازه با میانگین بازده سهام رابطه معکوس دارد.

بهرامفر و شمس عالم (۱۳۸۳)، تاثیر اطلاعات حسابداری بر بازده غیرعادی آتی سهام را مورد مطالعه قرار دادند. آن‌ها با بیان این که تاثیر اطلاعات حسابداری بر بازده غیرعادی آتی سهام با ویژگی کیفی مربوط بودن این اطلاعات ارتباط منطقی دارد، دریافتند که اطلاعات

---

<sup>1</sup> Aksu

<sup>2</sup> Standard And Ports

مربوط به درجه اهرم مالی، ارقام تعهدی، نرخ بازده سرمایه‌گذاری، رشد دارایی ثابت، تغییر در وجوه نقد عملیاتی، ارزش بازار شرکت، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، هزینه استقراض و توزیع سود نقدی بر بازده غیرعادی آتی سهام تاثیرگذار است.

کردستانی و مجدی (۱۳۸۶) رابطه بین پنج ویژگی کیفی سود شامل پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به موقع بودن و محافظه کارانه بودن سود را با هزینه سرمایه سهام عادی بررسی کردند. آنها پس از کنترل متغیرهای اندازه شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام و ضریب تغییرات سود (ریسک عملیاتی) به این نتیجه رسیدند که بین ویژگی های کیفی سود شامل، پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام و به موقع بودن سود و هزینه سرمایه سهام عادی رابطه معکوس معناداری وجود دارد. یافته‌های تحقیق رابطه معناداری بین محافظه کارانه بودن سود و هزینه سرمایه سهام عادی نشان نمی‌دهد.

علوی (۱۳۸۹)، به بررسی رابطه بین شفافیت سود و هزینه سرمایه پرداخت. وی ضمن مطالعه اطلاعات مالی مربوط به ۹۰ شرکت بورسی طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۷، دریافت که شرکت‌هایی که شفافیت سود بالاتری دارند هزینه سرمایه سهام عادی کمتری را تجربه می‌کنند.

## **۴-۱) اهمیت و ضرورت انجام پژوهش**

از جنبه نظری، فقدان یک اندازه‌گیری تجربی از شفافیت سود که بتواند هم تفاوت‌های مقطعی و هم تفاوت‌های زمانی را پوشش دهد، در ادبیات مالی کشور احساس می‌شد. این مطالعه فقدان فوق را با معرفی معیار شفافیت سود خود جبران می‌کند.

از دیدگاه عمل، استفاده کنندگان صورت‌های مالی تصمیمات اقتصادی خود را بر مبنای ارقام حسابداری انجام می‌دهند. یکی از ارقام کلیدی صورت‌های مالی که سرمایه‌گذاران و



اعتباردهندگان آن را برای ارزیابی ریسک و بازده تصمیمات مالی خود به کار می‌برند، سود حسابداری است. هر قدر سود شفاف‌تر باشد برای تصمیم‌گیری مطلوب‌تر خواهد بود؛ زیرا عدم اطمینان پیرامون ارزش شرکت را کاهش می‌دهد که این امر موجب کارایی بیشتر تصمیمات سرمایه‌گذاران می‌شود. شفافیت اطلاعات از جمله سود در سطح کلان می‌تواند منجر به تخصیص بهینه منابع و رشد و شکوفایی اقتصاد شود. با توجه به اهمیت موضوع و این که تاکنون در ایران پژوهشی در زمینه بررسی رابطه شفافیت سود و بازده آتی سهام صورت نگرفته است، این مطالعه به بررسی این رابطه مهم می‌پردازد.

## **۱-۵) اهداف پژوهش**

هدف اصلی این پژوهش، بررسی رابطه بین شفافیت سود و بازده آتی سهام در میان شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. این پژوهش همچنین می‌کوشد ضمن سنجش شفافیت سود در سطح گروه‌های صنعتی مختلف و نیز پرتفوی سهام، به ارزیابی آثار اقتصادی آن از منظر سرمایه‌گذاران (سهامداران) بپردازد.

## **۱-۶) چارچوب نظری پژوهش**

ما پیش بینی می‌کنیم که شفافیت سود رابطه معکوسی با بازده آتی سهام داشته باشد. ادبیات وسیعی وجود دارد که نشان می‌دهد عدم تقارن اطلاعاتی رابطه مستقیمی با بازده مورد انتظار دارد (مانند دیاموند و ورچیا ۱۹۹۱). یکی از اندیشمندان حسابداری به نام اسپنسن بیان می‌کند که عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای سرمایه موجب افزایش ریسک سرمایه‌گذاران و سهامداران می‌شود و بخش عمده‌ای از این عدم تقارن اطلاعاتی، وجود اطلاعات نهانی است. اطلاعات نهانی در بازار که نشان دهنده فقدان شفافیت است، موجب نگرانی سهامداران بالقوه است و از طرفی، دارنده این اطلاعات می‌تواند بازدهی بیش از بازده عادی سهام کسب نماید و

اصولا کسب بازده غیرعادی نیز موقعی ممکن خواهد بود که اطلاعات شفاف و درستی درباره عملکرد شرکت‌ها وجود نداشته باشد (علوی ۱۳۸۹). به عبارت دیگر، ابهام و شفاف نبودن اطلاعات است که به بازده غیرعادی منجر می‌شود. از این رو، اگر شفافیت سود رابطه عکسی با عدم تقارن اطلاعاتی داشته باشد، ارتباط شفافیت سود با بازده آتی سهام نیز معکوس خواهد بود.

سود حسابداری حاوی اطلاعات مفیدی در مورد ارزش شرکت است که این اطلاعات با صرف هزینه اندکی یا حتی بدون انجام هزینه به دست می‌آید. هنگامی که شفافیت سود پایین است، رقم سود نمی‌تواند دامنه وسیعی از تغییرات ارزش اقتصادی شرکت را منعکس کند. این امر سبب می‌شود که تعدادی از سرمایه‌گذاران به طور شخصی اقدام به تحصیل اطلاعات در مورد شرکت کنند. تحصیل اطلاعات پیرامون ارزش اقتصادی شرکت، غیر از آن چه که در سود منعکس شده است، هزینه بر خواهد بود؛ زمانی که هزینه نهایی تحصیل اطلاعات در بین سرمایه‌گذاران متفاوت باشد، این احتمال وجود دارد که هر یک از آنان مقدار متفاوتی از اطلاعات را به دست آورند، که این مسئله در نهایت منجر به عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه می‌شود. بنابراین شفافیت سود رابطه معکوسی با عدم تقارن اطلاعاتی دارد (بارت و دیگران ۲۰۱۳). پس، پیش بینی می‌شود، در دامنه‌ای که شفافیت سود رابطه عکسی با عدم تقارن اطلاعاتی دارد، رابطه بین شفافیت سود و بازده آتی سهام نیز معکوس باشد.

## ۷-۱) مدل‌های تحلیلی پژوهش

ما رابطه بین شفافیت سود و بازده آتی سهام را با استفاده از بازده‌های غیرعادی آتی و میانگین بازده‌های آتی پرتفوی آزمون می‌کنیم. برای بررسی ارتباط شفافیت سود و بازده‌های غیرعادی سهام از مدل زیر استفاده می‌شود:

$$FFRET_{i,t+1} = \gamma_0 + \gamma_1 TRANS_{i,t} + \gamma_2 DBTA_{i,t+1} + \varepsilon_{i,t+1}$$

FFRET = بازده غیرعادی سهام که عبارت است از بازده شناسایی شده شرکت منهای بازده مورد انتظار آن

DBTA = نسبت بدهی‌های بلند مدت به کل دارایی‌ها در سال  $t+1$ ، که برای کنترل متغیر اهرم مالی شرکت لحاظ شده است.

TRANS = شفافیت سود که بر حسب توان تبیین کنندگی رابطه بازده- سود محاسبه می‌شود.

برای آزمون رابطه بین شفافیت سود و میانگین بازده‌های آتی پرتفوی، ابتدا شرکت‌ها را بر اساس میزان شفافیت سودشان در یکی از پرتفوی‌های پنج‌گانه دسته‌بندی می‌کنیم. شرکت‌های دارای بالاترین (پایین‌ترین) TRANS در پرتفوی شماره پنج (یک) جای می‌گیرند. سپس مدل رگرسیون زیر را با استفاده از ارزش موزون بازده پرتفوی در سال  $t$  برآورد می‌کنیم:

$$R_{p,t} - R_{f,t} = \alpha_p + \beta_{1,p}(R_{m,t} - R_{f,t}) + \beta_{2,p}SMB_t + \beta_{3,p}HML_t + \varepsilon_{p,t}$$

$R_{p,t} - R_{f,t}$  = تفاوت بازده ماهانه پرتفوی  $p$  در ماه  $t$  و نرخ بازده بدون ریسک.

$R_{m,t} - R_{f,t}$  = تفاوت بازده بازار و نرخ بازده بدون ریسک، در هرماه (عامل بازار).

$SMB_t$  = عامل ریسک بازده سهام که به اندازه شرکت‌ها مربوط است.

$HML_t$  = عامل ریسک بازده سهام که مربوط به نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار شرکت‌ها در ماه  $t$  است.

$\alpha_p$  = میانگین بازده آتی مازاد بر نرخ بدون ریسک پرتفوی  $p$ 's است.

## ۱-۸) فرضیه‌های پژوهش

- فرضیه اول: شفافیت سود با بازده غیرعادی آتی سهام رابطه معکوسی دارد.

- فرضیه دوم: شفافیت سود با میانگین بازده‌های آتی پرتفوی رابطه معکوسی دارد.
- آزمون میانگین بازده‌ها بر این فرض متکی است که بتاهای عامل<sup>۱</sup> بازتابی از میانگین ریسک طی دوره برآورد می‌باشند. یکی از مزایای انجام آزمون میانگین بازده‌های پرتفوی این است که ریسک همزمان با بازده برآورد می‌شود. در فرضیه اول ما به دنبال بررسی رابطه شفافیت سود و بازده‌های غیرعادی سهام در سطح شرکت‌ها می‌باشیم حال آنکه برای آزمون فرضیه دوم ابتدا سهام شرکت‌های مختلف را بر اساس میزان شفافیت سودشان در پرتفوی‌های پنج گانه دسته بندی کرده و سپس حساسیت میانگین بازده آتی پرتفوی را نسبت به این طبقه بندی می‌سنجیم.

## ۹-۱) قلمرو مکانی و زمانی پژوهش

- قلمرو مکانی: شرکت های بورس اوراق بهادار تهران
- قلمرو زمانی: از ابتدای سال ۱۳۸۷ تا پایان سال ۱۳۹۱

## ۱۰-۱) طرح نمونه گیری

- نمونه آماری این تحقیق آن دسته از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار است که دارای شرایط زیر باشند :
- ۱- تا پایان اسفند ۱۳۸۶ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند.
  - ۲- بیش از سه ماه توقف معاملاتی نداشته باشد.
  - ۳- داده‌های مورد نیاز آنها در دسترس باشد.
  - ۴- تحقیق برای شرکت های غیر مالی انجام می شود، لذا بانک‌ها و کلیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ ها و موسسات مالی از نمونه حذف می‌شوند.

<sup>1</sup> Factor Betas