

بررسی تاثیر کاهش در حجم معاملات و معاملات سهامداران نهادی و بازده انباشته قبل از انتشار اعلامیه های سودهای غیر منتظره

محسن حمیدیان^۱

ندا رضازاده^۲

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۷/۰۱ تاریخ چاپ: ۱۴۰۳/۱۰/۰۷

چکیده

هدف اصلی این بررسی تاثیر کاهش در حجم معاملات و معاملات سهامداران نهادی و بازده انباشته قبل از انتشار اعلامیه های سودهای غیر منتظره می باشد. جهت آزمون این دو فرضیه با استفاده از روش حذف سامانمند نمونه ای مشتمل بر ۱۲۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بوده که از طریق نمونه گیری به روش حذف سیستماتیک برای بازه زمانی ۱۳۹۵-۱۴۰۲ مورد مطالعه قرار گرفته اند. یافته های پژوهش با استفاده از روش رگرسیون خطی چند متغیره، استفاده از داده های تابلویی و روش اثرات ثابت، حاکی از این امر بود که در بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران اخبار مثبت به موقع تر و سریع تر از اخبار منفی منتشر شده که استفادکننده گان قبل از انتشار اعلامیه های سودهای غیر منتظره مثبت از آن مطلع شده و واکنش مناسب را از خود نشان می دهند. اما قبل از انتشار سودهای غیر منتظره منفی عمدتاً کتمان اخبار صورت گرفته و یا دیر منتشر شده است که واکنش مناسبی از سوی سرمایه گذاران صورت نگرفته است.

واژگان کلیدی

حجم معاملات، معاملات سهامداران نهادی، بازده انباشته

۱- استاد حسابداری گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

۲- دانشجوی دکترا حسابداری گروه حسابداری، واحد تهران جنوب، دانشگاه آزاد اسلامی، تهران، ایران.

مقدمه

زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه برای سهام مورد نظر قابل می‌شوند متفاوت خواهد بود. در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکت‌ها با ارزش مورد انتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت (دیاموند و ورجیا^۱، ۱۹۹۱).

آنچه در بازارهای سرمایه باید مورد توجه قرار گیرد این است که بسیاری از افرادی که اقدام به سرمایه‌گذاری می‌کنند، مردم عادی هستند که تنها راه دسترسی آن‌ها به اطلاعات مهم، اطلاعیه‌هایی است که از جانب شرکت‌ها منتشر می‌شود. یک نمونه از این نوع اطلاعیه‌ها را می‌توان اعلان سود برآوردی هر سهم دانست که در آن سود پیشنهادی هر سهم از جانب شرکت پیش‌بینی شده و به اطلاع عموم رسانده می‌شود. حال اگر در بین سرمایه‌گذارانی که در بازارهای سرمایه مشغول فعالیت بوده، افرادی باشند که از نظر اطلاعاتی نسبت به سایرین در موقعیت بهتری قرار داشته باشند و به عنوان مثال از اعلان‌هایی که قرار است درباره سود صورت پذیرد مطلع باشند قادر خواهند بود تا بر عرضه و تقاضای بازار تأثیر گذاشته و به اصطلاح، منجر به بروز شکاف قیمت‌ها^۲ شوند. دلیل اصلی آن نیز وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه است که بر طبق آن افراد مطلع از اعلان سود (و یا هر خبر با اهمیت دیگر) را نسبت به سایرین در موقعیت تصمیم‌گیری مناسب‌تری قرار می‌دهد.

سودهای غیرمنتظره عاملی است که موجب نگرانی سهامداران شده و امنیت سرمایه‌گذاری در بورس اوراق بهادار تهران را تحت تأثیر قرار می‌دهد، در صورت بالا بودن نوسانات سود خروج سرمایه‌گذاران از بورس اتفاق افتاده و رکود سرمایه‌گذاری و در نهایت عدم تخصیص بهینه منابع و رکود اقتصادی کشور را به دنبال خواهد داشت (لشکری و بخشایش، ۱۳۹۲).

یکی از نکات مهمی که همواره در مورد بازارهای سرمایه به ویژه بورس‌های اوراق بهادار مطرح می‌شود، بحث کارایی بازار است که بر طبق آن تمامی اطلاعات موجود در بازار، اثرات خود را بر روی قیمت سهام منعکس می‌کنند. شاید بتوان از دیدگاه فرضیه بازار کارا، دلیل وجودی حسابداری را عدم تقارن اطلاعاتی بیان کرد که در آن یکی از طرفین مبادله، اطلاعات بیشتری را نسبت به طرف مقابل در اختیار دارد. این امر به علت وجود معاملات و اطلاعات درونی به وجود می‌آید.

معمولاً زمانی که اطلاعات تازه‌ای از وضعیت شرکت‌ها در بازار منتشر می‌شود، این اطلاعات توسط تحلیل‌گران، سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته و بر مبنای آن، تصمیم‌گیری نسبت به خرید و یا فروش سهام صورت می‌پذیرد. این اطلاعات و نحوه واکنش به آن‌ها بر رفتار استفاده‌کنندگان، به ویژه سهامداران بالفعل و بالقوه تأثیر گذاشته و باعث افزایش و یا کاهش قیمت و حجم مبادلات سهام می‌شود، زیرا نحوه برخورد افراد با این اطلاعات جدید نوسانات قیمت-ها را شکل می‌دهد. بنابراین، در صورت انتشار محرمانه و ناهمگون اطلاعات، واکنش‌های متفاوتی را از سوی سرمایه‌گذاران به واسطه وجود عدم تقارن اطلاعاتی در بازار سرمایه شاهد می‌باشیم که این امر تحلیل‌های نادرست و گمراه‌کننده‌ای را از وضعیت جاری بازار به همراه خواهد داشت.

از این رو پژوهش حاضر به دنبال یافتن پاسخی به این سؤال اصلی است که آیا بین تأثیر کاهش در حجم معاملات و معاملات سهامداران نهادی و بازده انباشته قبل از انتشار اعلامیه‌های سودهای غیر منتظره ارتباطی وجود دارد؟

مبانی نظری

حجم معاملات

یعنی مقدار معامله‌ای که در یک زمان مشخص انجام می‌شود. در واقع همان میزان تقاضا و معاملاتی است که در خرید سهام یک کالا انجام شده و سپس واگذار می‌گردد (تقاضا- عرضه). حجم معاملات غالباً به‌طور روزانه و هفتگی مورد توجه است. توجه به این نکته ضروری است که هر اندازه قیمت سهام بالاتر رود، باید حجم معاملات آن نیز افزایش یابد و بر عکس، هر اندازه قیمت

1. Diamond & Verrecchia

2. Spread

سهام پایین تر بیاید باید حجم معاملات در جهت منفی (فروش) بیشتر شود. حجم معیاری است که قدرت یا ضعف بازار را می سنجد.

اگر حجم روبه بالا باشد و در آن حال، قیمت ها روند افزایشی را نشان دهند، نشان دهنده ی ثبوت روند جاری است ولی زمانی که حجم کاهش یابد، نشانه تغییر مسیر روند خواهد بود هر اندازه حجم معاملات بیشتر باشد، بیانگر تقاضا برای خرید سهام است. با بررسی حجم معاملات تحلیلگران می توانند درک کنند که رشد قیمت سهام واقعی و متناسب با حجم است، یا حرکت قیمت، کاذب می باشد. در روندهای صعودی حجم معاملات همراه با صعود قیمت بالا می رود و در روندهای نزولی با کاهش قیمت کم می شود (حیدری، ۱۳۹۰).

سودهای غیر منتظره

سودهای غیر منتظره سودهای مازاد و یا کمتر بر سود پیش بینی شده ای هستند که توسط مدیریت مجموع در گزارش های سالانه پیش بینی و منتشر نشده است. سودهای غیر منتظره با توجه به تغییر ناگهانی و علل پیش بینی نشده از خارج محیط سازمانی حاصل می شود (سجادی، ۱۳۷۷).

برای محاسبات سود غیر منتظره، سود واقعی از سود پیش بینی شده کسر میشود تا میزان انحراف (پیش بینی نشده) محاسبه شود. برای اینکه برخی از شرکتها دارای رقم ریالی سود و زیان بیشتر و یا کمتر هستند باید مقیاس زدایی صورت گیرد که در اینصورت تقسیم بر قیمت میشود و و تیاگارا جان و هالیوان و همکارانش در تحقیقات خود برای محاسبه سود غیر منتظره از تفاوت سود هر سهم سال جاری و سود هر سهم سال قبل استفاده کردند.

مروری بر پیشینه پژوهش

رضوان و زارع (۱۴۰۳) به مطالعه حقوق سهامداران نهادی و سهامداران خرد در بازار سرمایه ایران پرداختند. یافته های پژوهش نشان می دهد که حق در سود، حق تقدم در خرید سهم، حق در دارایی شرکت و حق انتقال سهام از جمله حقوق مالی سهامداران نهادی و سهامداران خرد و حق رای، حق کسب اطلاع، حق اقامه دعوی، حق سهام ماندن در شرکت، حق تقاضای تشکیل مجامع، حق دعوت و حق شرکت در جلسه مجمع از جمله حقوق غیر مالی سهامداران نهادی و سهامداران خرد در بازار سرمایه ایران به شمار می روند.

فقیه و فخاری (۱۴۰۲) به مطالعه حمایت از سهامداران و بازده غیر عادی سهام پرداختند. نتایج نشان داد که اگرچه حمایت از سهامداران بر بازده غیر عادی سهام شرکت هایی که تغییر مالکیت نهادی داشته اند، منفی بوده است، اما در همه صنایع به ویژه صنایع سیاسی چنین پیوندی برقرار نیست. همچنین، این اثرگذاری در سال های بعد از شکست ساختاری نسبت به قبل از آن متفاوت بوده است.

ابراهیم نژاد و همکاران (۱۴۰۲) به مطالعه بررسی رفتار معاملاتی سرمایه گذاران نهادی در نوسانات شدید بازار پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که سرمایه گذاران نهادی در نوسانات شدید بازار، خلاف جهت بازار عمل نموده و نقد شوندگی سهام تحت تملک خود را افزایش می دهند و شواهدی از رفتار گله ای در استراتژی معاملاتی آنها در این روزها دیده نمی شود. همتی و همکاران (۱۴۰۲) به مطالعه همزمانی قیمت سهام و توده واری رفتاری تصمیم گیری در بازار سرمایه: آزمون نقش تعدیل کننده سهامداران نهادی پرداختند. نتیجه آزمون فرضیه های پژوهش نشان داد، همزمانی قیمت سهام بر رفتارهای توده وار سهامداران تاثیر منفی و معناداری دارد و باوجود سهامداران نهادی به عنوان متغیر تعدیل کننده، این تاثیر در جهت منفی تشدید می شود.

هونگ و کانو (۲۰۲۳) به بررسی انحراف توجه سرمایه گذاران نهادی و چسبندگی پاداش مدیران با روش تحلیل رگرسیون چند گانه در شرکتهای چینی طی سالهای ۲۰۱۱ تا ۲۰۲۰ پرداختند. نتایج مطالعه آنها نشان داد که انحراف توجه سهامداران نهادی چسبندگی پاداش مدیران را افزایش میدهد. همچنین آنها به این نتیجه رسیدند که حاکمیت شرکتی خارجی، محتوای اطلاعاتی

قیمت سهام و اضطراب مدیریت در رابطهی بین انحراف توجه سرمایه‌گذاران نهادی و چسبندگی پاداش مدیران نقشی ندارند. علاوه بر این، پژوهش آنها نشان داد که انحراف رفتار سهامداران نهادی در شرکتهای غیردولتی و غربی تأثیر بیشتری دارد. شمس الدینی و همکاران (۱۴۰۱) به مطالعه کیفیت اطلاعات حسابداری و بازده غیرعادی انباشته با تأکید بر مالکیت نهادی و حجم معاملات: رویکرد خطی و غیرخطی پرداختند. یافته‌های این پژوهش حاکی از تأثیر مثبت کیفیت اطلاعات حسابداری بر بازده غیرعادی انباشته است. اما سهامداران نهادی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر بازده غیرعادی انباشته را به صورت نامتقارنی تعدیل می‌کنند. بدین معنا که سهامداران نهادی تا سطح مالکیت ۴۱ درصد باعث تقویت تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر بازده غیرعادی انباشته و در سطوح مالکیت نهادی بیشتر از ۴۱ درصد، باعث تضعیف تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر بازده غیرعادی انباشته می‌شود. همچنین، حجم معاملات نیز تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر بازده غیرعادی انباشته را به صورت معناداری تضعیف می‌کند.

یینگ و همکاران^۳ (۲۰۲۱) به بررسی ارتباط بین انحراف توجه سهامداران نهادی و اجتناب مالیاتی شرکتهای طی بازه زمانی ۲۰۰۱ الی ۲۰۱۴ پرداختند نتایج آنان نشان داد هنگامی که توجه سهامداران نهادی منحرف میشود شرکتهای سرمایه پذیر اجتناب مالیاتی بیشتری انجام میدهند یعنی هنگامی که حاکمیت داخلی یک شرکت ضعیف میشود اجتناب مالیاتی شرکت افزایش میابد. گارل و همکاران^۴ (۲۰۲۱) طی پژوهشی در شرکت های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار آمریکا، که در بازه زمانی ۱۹۹۶ الی ۲۰۱۶ انجام شده است به بررسی ارتباط میان انحراف توجه سهامداران نهادی و مدیریت سود پرداختند. نتایج حاصل از پژوهش نشان داد که مدیران از فرصت کاهش توجه سرمایه گذاران نهادی سوء استفاده نموده و حجم مدیریت سود در آن شرکتهای افزایش یافت، زیرا در این شرایط بعد نظارتی این سرمایه گذاران کم اثر بوده و فضا برای انجام مدیریت سود گسترش میابد. تحقیق میشل و همکاران^۵ (۲۰۱۹) در باره نقش سرمایه گذاران نهادی در عملکرد شرکت های دارای عرضه اولیه سهام نشان می دهد عملکرد عملیاتی شرکت ها پس از عرضه اولیه سهام با سرمایه گذاران نهادی مرتبط است، اما این رابطه در سال سوم پس از عرضه اولیه سهام فروکش می کند. به طور کلی یافته ها نشان می دهد مالکیت نهادی یک شاخص معتبر از عملکرد عملیاتی شرکت در سال های اولیه پس از عرضه اولیه سهام می باشد.

فرضیه‌های پژوهش

فرضیه اول: کاهش در حجم معاملات قبل از انتشار اعلامیه های سودهای غیر منتظره منفی بیشتر از انتشار اعلامیه های سودهای غیر منتظره مثبت می باشد.

فرضیه دوم: بین معاملات سهامداران نهادی و بازده انباشته در دوره انتشار خبر سودهای غیر منتظره رابطه معناداری وجود دارد.

روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر براساس روش مطالعات کتابخانه ای بوده و اطلاعات لازم جهت انجام پژوهش با استفاده از کتب، نشریات، مقالات و مجلات جمع آوری گردیده است. از آنجایی که موضوع تحقیق در ارتباط با شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد، لذا نمونه آماری نیز از این شرکت ها بوده و به گونه ای انتخاب شده است که از کلیه صنایع فعال در بورس، نمونه انتخاب شده و این نمونه قابلیت تعمیم نتایج حاصله از تحقیق بر کل جامعه آماری (شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران) را دارا می باشد.

³ Bing

⁴ Garel

⁵ Michel et al

در این تحقیق برای جمع آوری داده ها از نرم افزار ره آورد نوین استفاده شده است، جامعه آماری این پژوهش، کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار طی دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۲ است، از میان این شرکتها، شرکتهایی که طی دوره پژوهش فعالیت مستمر داشته و وقفه معاملاتی بیشتر از شش ماه نداشته باشند در نظر گرفته شدند.

مدل و متغیرهای پژوهش

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها از مدل های رگرسیون چند متغیره و داده های ترکیبی به شرح زیر استفاده می شود.

فرضیه اول پژوهش، بیان می کند که کاهش در حجم معاملات قبل از انتشار اعلامیه های سودهای غیر منتظره منفی بیشتر از انتشار اعلامیه های سودهای غیر منتظره مثبت می باشد؛ برای آزمون این فرضیه نیاز به محاسبه تغییرات در حجم معاملات می باشد که از مدل زیر برای محاسبه آن استفاده می کنیم (پارک و همکاران، ۲۰۱۴):

$$TO_{i,t} = \log \left(\frac{Trading\ Volume_{i,t}}{Outstanding_{i,t}} + 0.00000255 \right)$$

TO = نشان دهنده گردش سهام شرکت i در روز t می باشد.

Trading Volume = نشان دهنده حجم معاملات شرکت i در روز t می باشد.

Outstanding = نشان دهنده تعداد سهام منتشر شده شرکت i در روز t می باشد.

برای آزمون فرضیه شماره دوم که بیان می کند بین معاملات سهامداران نهادی و بازده انباشته در دوره انتشار خبر سودهای غیر منتظره رابطه معناداری وجود دارد. از مدل زیر استفاده می شود (پارک و همکاران، ۲۰۱۴):

$$CAR[0,5]_{it} = \beta_0 + \beta_1 STI[-5, -1]_{it} + \beta_2 CAR[-5, -1]_{it} + \beta_3 Firm\ Size_{it} + \beta_4 IA\ Dummy[-5, -1]_{it} + \beta_5 STI[-5, -1]_{it} \times IA\ Dummy_{it} + \varepsilon_{it}$$

$CAR[-5, -1]_{it}$ = بازده غیر نرمال انباشته در طول دوره ۵ روزه قبل از انتشار سودهای غیر منتظره

$STI[-5, -1]_{it}$ = معاملات غیر متعادل استاندارد شده در دوره ۵ روزه قبل از انتشار سودهای غیر منتظره

$IA\ Dummy[-5, -1]_{it}$ = میزان عدم تقارن اطلاعاتی در دوره ۵ روزه قبل از انتشار سودهای غیر منتظره می باشد.

$STI[-5, -1]_{it} \times IA\ Dummy_{it}$ = متغیر تعاملی از میزان عدم تقارن اطلاعاتی و بازده غیر نرمال می باشد.

$Firm\ Size_{it}$ = اندازه شرکت که از لگاریتم ارزش بازار شرکت حاصل می شود.

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته

متغیر اصلی مورد نظر پژوهشگر است این متغیر پاسخ یا برون داد است که با اندازه گیری آن تأثیر متغیر مستقل بر آن مشخص می گردد؛ بنابراین در این پژوهش هدف، تشریح و پیش بینی تغییر پذیری متغیر وابسته عدم تقارن اطلاعاتی است که با شاخص هایی چون قیمت سهام و حجم معاملات اندازه گیری می شود. متغیر وابسته مدل عبارت است از:

$CAR[0,5]$ = بازده غیر نرمال انباشته در طول دوره ۵ روزه بعد از انتشار سودهای غیر منتظره

متغیر مستقل

متغیر مستقل، متغیری است که به وسیله پژوهشگر اندازه گیری، انتخاب یا دستکاری می شود تا تأثیر یا ارتباط آن با متغیر وابسته معین گردد. به عبارتی تشریح و پیش بینی متغیر وابسته، از اندازه گیری متغیر مستقل حاصل می شود. متغیر مستقل سود غیر منتظره می باشد. متغیر مستقل مدل عبارت است از:

$STI [-5, -1]$ = معاملات غیرمتعادل استاندارد شده در دوره ۵ روزه قبل از انتشار سودهای غیرمنتظره (پارک و همکاران، ۲۰۱۴).

متغیر کنترلی

متغیرهای کنترلی با پیروی از پژوهش پارک و همکاران، (۲۰۱۴) به شرح زیر می باشند:

$CAR[-5, -1]_{it}$ = بازده غیر نرمال انباشته در طول دوره ۵ روزه قبل از انتشار سودهای غیرمنتظره

$IA Dummy[-5, -1]_{it}$ = میزان عدم تقارن اطلاعاتی در دوره ۵ روزه قبل از انتشار سودهای غیرمنتظره می باشد.

$STI[-5, -1]_{it} \times IA Dummy_{it}$ = متغیر تعاملی از میزان عدم تقارن اطلاعاتی و بازده غیرنرمال می باشد.

$Firm Size_{it}$ = اندازه شرکت که از لگاریتم ارزش بازار شرکت حاصل می شود.

یافته های پژوهش

آمار توصیفی

جدول شماره ۱- آمار توصیفی متغیرهای فرضیه های پژوهش

شاخص	متغیر	تعداد	کشیدگی	چولگی	انحراف معیار	کمینه	بیشینه	میانه	میانگین
بازده غیر عادی انباشته		۱۲۴۰	۱۴/۵۰۴	-۲/۶۷۸	۰/۲۳۶	۰,۱۶	۰/۷۱	۰/۴۳	۰/۵۹
حجم معاملات سهام		۱۲۴۰	۲/۵۵	-۱/۰۲	۰/۱۶	۱۲۳۷	۵۳۲۷	۳۰۱۴	۳۲۱۴
معاملات غیر متعادل استاندارد شده		۱۲۴۰	۱۰/۹۹	-۲/۰۳	۰/۲۰	۰/۱۸	۰/۵۹	۰/۳۸	۰/۴۲
اندازه شرکت		۱۲۴۰	۱۲/۳۲۱	-۳/۲۰	۰/۴۳۶	۰/۱۶	۰/۸	۰/۴	۰/۶

آزمون فرضیه های پژوهش

فرضیه شماره اول پژوهش بیان می کند که " کاهش در حجم معاملات قبل از انتشار اعلامیه های سودهای غیرمنتظره منفی بیشتر از انتشار اعلامیه های سودهای غیر منتظره مثبت می باشد." برای آزمون این فرضیه، ابتدا در یک دوره ۵ روزه قبل از انتشار اعلامیه های سودهای غیرمنتظره منفی و مثبت تغییرات حجم معاملات سهام اندازه گیری شده و سپس با استفاده از آزمون مقایسه میانگین دوجامعه (تغییرات حجم معاملات قبل از انتشار اعلامیه سودهای غیرمنتظره منفی و تغییرات حجم معاملات قبل از انتشار اعلامیه سودهای غیر منتظره مثبت) تفاوت این دوجامعه مقایسه شده و نتایج در جدول (۲) ارائه شده است.

جدول (۲) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول

	آزمون تساوی میانگین								آزمون لوین
	حد بالا	حد پایین	اختلاف خطای استاندارد	اختلاف میانگین	معناداری	درجه آزادی	آماره t	معناداری	فیشر
با فرض تساوی واریانس ها	۲۶/۰۱	۱۵/۲۱	۱۰/۳۴	۶/۰۳	۰/۰۰۰	۱۱۳	-۳/۴۵	۰/۰۰۰	۹۹/۱۴
با فرض عدم تساوی واریانس ها	۲۵/۳۱	۱۸/۰۰۳	۱۹/۳۱	۵/۵۵	۰/۰۰۰	۱۰۲	-۳/۰۱		

نتایج جدول فوق نشان می دهد که آزمون معناداری مربوط به آزمون لوین برابر با صفر و کوچکتر از سطح معناداری ۰/۰۵ می باشد، در نتیجه فرض برابری واریانس ها رد می شود و از سطر دوم برای نتیجه گیری در مورد میانگین مورد بررسی استفاده می کنیم. آزمون معناداری تساوی میانگین با فرض عدم تساوی واریانس برابر با ۰/۰۰۰ و کمتر از ۰/۰۵ است. پس فرض ادعای عدم تساوی میانگین حجم معاملات قبل از انتشار اعلامیه های سودهای غیرمنتظره منفی و مثبت مورد تأیید می باشد. با توجه به اینکه فرض عدم تساوی میانگین تأیید شده است برای مشخص کردن اینکه میانگین کدام جامعه بیشتر است، آیا حجم معاملات قبل از انتشار پیش بینی های سود غیرمنتظره منفی بیشتر است یا مثبت، برای اینکار از قسمت حد پایین و حد بالا (۱۸/۰۳ و ۲۵/۳۱) در جدول (۲) استفاده می کنیم با توجه به اینکه حد بالا و پایین هر دو مثبت می باشد آنگاه تفاوت میانگین دو جامعه بزرگتر از صفر است و میانگین جامعه اول (حجم معاملات سهام قبل از انتظار اعلامیه های سودهای غیر منتظره منفی) بیشتر می باشد.

آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بیان می کند "بین معاملات سهامداران نهادی و بازده انباشته در دوره انتشار خبر سودهای غیر منتظره رابطه معناداری وجود دارد"

این فرضیه برای زمانی که شرکت سودهای غیرمنتظره منفی منتشر می کنند، بررسی می کند که آیا سهامداران نهادی از وجود چنین سودهای غیر منتظره منفی باخبر بودند یا خیر. باتوجه به این که شرکت ها در انتظار اخبار مثبت بسیار مشتاقانه عمل می کنند لذا انتظار می رود که علاوه بر سهامداران نهادی، سایر سهامداران نیز از این اطلاعات باخبر باشند اما اخبار منفی معمولاً دیر و یا اصلاً منتشر نمی شود.

با استفاده از آزمون روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته و شیوه داده های ترکیبی مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل از این بررسی در جدول ۳ نشان داده شده است.

جدول شماره (۳) نتایج برآورد مدل برای فرضیه دوم با استفاده از روش EGLS

متغیر	ضرایب برآورد شده	خطای استاندارد	آماره t	P-Value	عنوان
بازده غیرعادی انباشته	۵/۳۷	۰/۲۲۷	۱/۸۰۲	۰/۰۴۱	
STI[-5,-1]	۰/۱۹۶	۰/۲۱۹	۲/۸۰۷	۰/۰۲۱	
$CAR[-5, -1]_{it}$	-۰/۱۶۸	-۰/۲۳۴	۲/۷۹۸	۰/۰۳۴	
$IA Dummy[-5, -1]_{it}$	۰/۰۵۴	۰/۰۸۶	۳/۰۳۶	۰/۰۰۰	
$STI[-5, -1]_{it} \times IA Dummy_{it}$	۰/۰۲۱	۱/۶۴	۰/۹۱۹	۰/۱۳۸	
$Firm Size_{it}$	۰/۲۱	۰/۰۹۴	۳/۴۳۴	۰/۰۰۰	
ضریب تعیین: ۰/۲۸۳ ضریب تعیین تعدیل شده: ۰/۲۷۴ دوربین واتسون: ۱/۸۴					آماره F: ۲۹/۲۳۸ معناداری آماره F: ۰/۰۰۰

منبع: یافته های پژوهش

پس از اطمینان از برقراری فروض کلاسیک، به منظور برآورد فرضیه دوم پژوهش با توجه به وجود ناهمسانی واریانس از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته و شیوه داده های ترکیبی استفاده شد. جدول (۳) نتایج برآورد مدل اول برای فرضیه دوم را به طور خلاصه نشان می دهد. بر طبق نتایج مندرج در این جدول P-Value آماره F، کوچکتر از ۰/۵ می باشد، می توان گفت که

مدل اصلی برای فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪، معنی دار می باشد و با توجه به ضریب تعیین (۰/۲۸۳) مدل از اعتبار برخوردار است. همچنین P-Value بدست آمده برای متغیرهای مستقل در صورتی که کوچکتر از ۵٪ باشد با متغیر وابسته (بازده انباشته غیر عادی بعد از انتشار سود غیر منتظره منفی) رابطه معناداری دارند. بنابراین ابتدا معناداری مشخص می شود و سپس میزان تأثیرگذار بودن متغیرهایی که معنادار می باشند با استفاده از ضرایب برآوردی مشخص می گردند. لذا از آنجایی که میزان سطح معناداری (P-value) برای متغیرهای معاملات غیر متعادل استاندارد شده سهامداران نهادی در دوره قبل از انتشار سودهای منفی برابر با (۰/۰۲۱) و کمتر از ۰/۰۵ می باشد و ضریب آن برابر با ۰/۱۹۶ می باشد می توان گفت بین متغیر معاملات غیر متعادل استاندارد شده سهامداران نهادی و بازده غیرعادی انباشته شده رابطه مثبت و معناداری وجود دارد.

نتیجه گیری

فرضیه اول پژوهش بیان می کند که "کاهش در حجم معاملات قبل از انتشار اعلامیه های سودهای غیرمنتظره منفی بیشتر از انتشار اعلامیه های سودهای غیر منتظره مثبت می باشد" برای آزمون این فرضیه نیاز به آزمون مقایسه میانگین دو جامعه وجود دارد که نتایج این آزمون به شرح زیر می باشد:

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان می دهد که آزمون معناداری مربوط به آزمون لوین برابر با صفر و کوچکتر از سطح معناداری ۵ درصد می باشد، در نتیجه فرض برابری واریانس ها رد می شود همچنین آزمون معناداری تساوی میانگین با فرض عدم تساوی واریانس کمتر از ۵ درصد است. پس فرض ادعای عدم تساوی میانگین حجم معاملات قبل از انتشار اعلامیه های سودهای غیرمنتظره منفی و مثبت مورد تأیید می باشد. و با توجه به اینکه حد بالا و پایین هر دو مثبت می باشد آنگاه تفاوت میانگین دو جامعه بزرگتر از صفر است و میانگین جامعه اول (حجم معاملات سهام قبل از انتشار اعلامیه های سودهای غیر منتظره منفی) بیشتر می باشد.

حجم معاملات با آگاهی سرمایه گذاران رابطه مستقیمی دارد هرچه سرمایه گذار وضعیت بازار شرکت را قابل پیش بینی تر ارزیابی کند ریسک آن را پایین برآورد کرده و اقدام به خرید و فروش و سرمایه گذاری در سهام می کند. لذا چنانچه اخبار مثبت و خوب منتشر شده باشد حجم خرید و در نتیجه حجم معاملات خرید افزایش می یابد اما اگر اخبار منفی منتشر شده باشد باز حجم فروش و حجم معاملات فروش سهام افزایش می یابد اما اگر حجم معاملات قبل از انتشار سودهای غیر منتظره تغییر نکند و سرمایه گذار بی خبر از وجود اطلاعات منفی باشد هیچ اقدامی نمی کند در واقع زمانی که حجم معاملات قبل از انتشار سودهای غیرمنتظره مثبت افزایش یابد نشان دهنده آگاهی سرمایه گذاران از این اخبار و اطلاعات بوده است و اگر قبل از انتشار سودهای غیر منتظره منفی حجم معاملات تغییری پیدا نکند نشان دهنده بی اطلاعی بازار و سرمایه گذاران می باشد.

نتایج نشان می دهد که در بازار بورس ایران سرمایه گذاران از اخبار منفی تا زمان انتشار سودهای غیر منتظره منفی بی اطلاع هستند و واکنش مناسبی از خود نشان نمی دهند و بالعکس شرکت اخبار مثبت خود را سریع منتشر می کند بطوری که قبل از انتشار سودهای مثبت واکنش افزایشی به خرید سهام می کنند که در نتیجه حجم معاملات در مجموع افزایش می یابد. با مقایسه نتیجه فرضیه دوم با نتیجه پژوهش پارک و همکاران (۲۰۱۴) با عنوان "معاملات آگاهانه قبل از سودهای غیر منتظره منفی و مثبت" وجود تطابق بین نتایج حاصل از آزمون فرضیه روشن می شود.

فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بیان می کند "بین معاملات سهامداران نهادی و بازده انباشته در دوره انتشار خبر سودهای غیر منتظره رابطه معناداری وجود دارد" که برای آزمون این فرضیه از روش رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته استفاده شده است نتایج آماری این فرضیه به شرح زیر می باشد:

آماره F مدل فرضیه دوم، کوچکتر از ۵٪ می باشد، که می توان گفت که مدل اصلی برای فرضیه دوم پژوهش در سطح اطمینان ۹۵٪، معنی دار می باشد و با توجه به ضریب تعیین (۰/۲۸۳) مدل از اعتبار برخوردار است. از آنجایی که میزان سطح معناداری (P-

value) برای متغیرهای معاملات غیر متعادل استاندارد شده سهامداران نهادی در دوره قبل از انتشار سودهای منفی کمتر از ۰/۰۵ می باشد و ضریب آن برابر با ۰/۱۹۶ می باشد می توان گفت بین متغیر معاملات غیر متعادل استاندارد شده سهامداران نهادی و بازده غیر عادی انباشته شده رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. با مقایسه نتیجه فرضیه دوم با نتیجه پژوهش پارک و همکاران (۲۰۱۴) با عنوان "معاملات آگاهانه قبل از سودهای غیر منتظره منفی و مثبت" وجود تطابق بین نتایج حاصل از آزمون فرضیه روشن می شود.

با توجه به این که سهامداران نهادی عمدتاً درصد مالکیت بالایی در شرکت ها دارند و از سوی دیگر به عنوان سهامداران دارای نفوذ و همچنین اطلاعات کافی در زمینه تحلیل گزارشات مالی شناخته شده هستند انتظار می رود که این سهامداران به عنوان استفاده کنندگان با تجربه و دارای نفوذ از اخبار منفی آگاهی به نسبت بیشتری در مقایسه با سایر استفاده کنندگان صورت های مالی داشته باشند. لذا این فرضیه شکل گرفت تا صحت این ادعا را بررسی و آزمون کند. نتایج این فرضیه نشان داد که سهامداران نهادی از اخبار و اطلاعات بد و منفی باخبر بوده و معاملاتی که قبل از انتشار سودهای غیر منتظره منفی انجام داده اند با بازده انباشته سهام در دوره بعد از انتشار سودهای غیر منتظره منفی همبستگی و رابطه مثبتی دارد.

بعد از انتشار اعلامیه های سودهای غیر منتظره منفی و مطلع شدن عموم سرمایه گذاران و استفاده کنندگان واکنش منفی و کاهش قیمت سهام روی می دهد که باعث کاهش بازده انباشته سهام می شود که با معاملاتی که سهامداران نهادی قبل از انتشار این اعلامیه ها روی داده است رابطه مثبت و معناداری دارد.

پیشنهادهای حاصل از یافته های پژوهش

در خصوص نتایج حاصل از فرضیه های پژوهش، پیشنهاد می شود:

طبق نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش مبنی بر کاهش در حجم معاملات قبل از انتشار اعلامیه های سودهای غیر منتظره منفی بیشتر از انتشار اعلامیه های سودهای غیر منتظره مثبت به سازمان ها و ارگان های قانون گذار پیشنهاد می شود قوانین و مقرراتی جهت افشای بیشتر و مناسب تر اطلاعات شرکت های پذیرفته شده در بازار بورس و اوراق بهادار تهران وضع نمایند تا با شفافیت بیشتر بازار، واکنش بازار به اطلاعات از حالت ناکارا به کارا تبدیل شود و سرعت واکنش بازار به اطلاعات افزایش یابد.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش مبنی بر معاملات سهامداران نهادی و بازده انباشته در دوره انتشار خبر سودهای غیر منتظره توصیه می شود که معاملات سهامداران نهادی را نیز همواره در نظر داشته و کنترل و بررسی لازم را در این خصوص انجام دهند و در صورتی که با تحلیل های سرمایه گذاری خود معاملات سهامداران نهادی تناقضی مشاهده کردند جانب احتیاط را به کار بگیرند.

تأثیر سودهای غیر منتظره بر مدیریت واقعی سود

بررسی تأثیر تورم یا رکود بر سودهای غیر منتظره

تأثیر رقابت در بازار محصول بر سودهای غیر منتظره

تأثیر معاملات با اشخاص وابسته بر سودهای غیر منتظره

منابع

ابراهیم نژاد، علی، اهرابی، حمیدرضا، حیدری، مهدی. (۲۰۲۳). بررسی رفتار معاملاتی سرمایه گذاران نهادی در نوسانات شدید بازار. دانش مالی تحلیل اوراق بهادار، ۵۸(۱۶)، ۱۴۰-۱۵۳.

رضوان، پریسا & زارع، علی. (۱۴۰۳). حقوق سهامداران نهادی و سهامداران خرد در بازار سرمایه ایران. فصلنامه تمدن حقوقی، 7(21)، -. doi: 10.22034/lc.2024.469030.1519

سجادی، حسین (۱۳۷۷). عوامل مرتبط با سود غیر منتظره و رابطه آن با قیمت سهام. بررسی های حسابداری و حسابرسی. سال ۶، شماره ۲۴ و ۲۵، ص ۶۰-۳۴.

- شمس الدینی، کاظم، سعادت بخت، کیمیا &، عسکری شاهم اباد، مهدی. (۱۴۰۱). کیفیت اطلاعات حسابداری و بازده غیرعادی انباشته با تأکید بر مالکیت نهادی و حجم معاملات: رویکرد خطی و غیرخطی. پیشرفت‌های حسابداری. 14(1), 151-188. doi: 10.22099/jaa.2022.43213.2223
- فقیه، محسن &، فخاری، حسین. (۱۴۰۲). حمایت از سهامداران و بازده غیرعادی سهام. دانش حسابداری مالی-10(2), 39-66. doi: 10.30479/jfak.2023.18405.3068
- لشکری، زهرا و بخشایش، الهام (۱۳۹۲). تأثیر متقابل سودهای غیرمنتظره و ویژگی‌های کیفی سود بر واکنش بازار سرمایه. تحقیقات حسابداری و حسابرسی. نشریه ۲۴.
- همتی، داود، اسماعیل زاده، علی &، کردلوئی، حمید رضا. (۱۴۰۲). همزمانی قیمت سهام و توده‌واری رفتاری تصمیم‌گیری در بازار سرمایه: آزمون نقش تعدیل‌کننده سهامداران نهادی. دانش سرمایه‌گذاری. 12(48), 171-192.
- Bing Li, Zhenbin Liu, Rui Wang. (2021). When dedicated investors are distracted: The effect of institutional monitoring on corporate tax avoidance. *Journal of Accounting and Public Policy*. 40: 122-141.
- Diamond, D and Verrecchia, R. (1991). Disclosure, liquidity and the cost of equity capital, *The journal of finance*, 46(4), pp 1325–1359.
- Garel, A., J. M. Martin-Flores, A. Petit-Romec, and A. Scott, (2021), Institutional investor distraction and earnings management. *Journal of Corporate Finance*, 66(2), 1-22.
- Michel, A., Oded, J. and Shaked, I., (2019), “Institutional investors and firm performance: Evidence from IPOs”, *North American Journal of Economics & Finance*, doi: <https://doi.org/10.1016/j.najef.2019.101099>
- Park, Tae-Jun, Lee, Youngjoo and Song, Kyojik (2014). Informed trading before positive vs. negative earnings surprises. *Journal of Banking & Finance*. 49, 228–241

Investigating the Impact of the Reduction in the Volume of Transactions and Transactions of Institutional Shareholders and Accumulated Returns before the Announcement of Unexpected Profits

Abstract

The main purpose of this review is the impact of the decrease in the volume of transactions and transactions of institutional shareholders and accumulated returns before the announcement of unexpected profits. In order to test these two hypotheses, using the method of systematic elimination, a sample consisting of 124 companies admitted to the Tehran Stock Exchange was studied through systematic elimination sampling for the period of 2016-2023. The findings of the research using the multivariate linear regression method, the use of panel data and the fixed effects method indicated that among the companies admitted to the Tehran Stock Exchange, positive news is more timely and faster than news. The negative has been published that the users are informed about before the announcement of positive unexpected profits and they show the appropriate reaction. But before the release of unexpected negative profits, the news was mostly hidden or published late, which did not have a proper reaction from the investors.

Keywords

volume of transactions, transactions of institutional shareholders, cumulative return
