

تأثیر عملکرد اقتصاد کلان بر رابطه سود- بازده غیرعادی

سید مصطفی علوی^۱

چکیده

یکی از پرسش‌های متداولی که طی سالیان متمادی بیان می‌شود، آگاهی از این مطلب است که آیا نوسانات زمانی و مقطعی اقتصاد کلان بر روابط حسابداری تأثیرگذار است یا خیر؟ بسیاری از تحقیقات صورت گرفته در حوزه مباحث مالی که روابط حسابداری را بررسی می‌کنند، آثار عملکرد اقتصاد کلان را در نظر نمی‌گیرند. در این میان رابطه سود - بازده غیرعادی یکی از مسائل مهمی است که از گذشته به ویژه دهه ۶۰ میلادی به بعد جایگاه قابل توجهی در مباحث مالی داشته و پژوهش‌های بسیاری نیز در این مورد و تأثیر ویژگی‌های شرکت بر این رابطه صورت گرفته است. این مقاله به طور تجربی به تعیین رابطه بین سود - بازده غیرعادی، در شرایط مختلف اقتصاد کلان (عملکرد قوی و ضعیف اقتصاد کلان) می‌پردازد. برای آزمون فرضیه‌های تحقیق از روش رگرسیون چند متغیره، با بکارگیری اطلاعات مالی ۱۰۸ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال‌های ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۸ استفاده شده است. یافته‌های تحقیق نشان می‌دهد که سود و بازده غیرعادی شرکت با یکدیگر دارای رابطه مثبت و معنی‌داری هستند ولی با اضافه کردن عامل عملکرد اقتصاد کلان به عنوان متغیر کنترلی معنی‌داری خود را از دست می‌دهد.

واژگان کلیدی: عملکرد اقتصاد کلان، عملکرد مثبت و قوی اقتصاد کلان، عملکرد منفی اقتصاد

کلان، رابطه سود - بازده غیرعادی سهام.

طبقه‌بندی موضوعی: M41, E44, G14.

۱. کارشناس ارشد حسابداری و عضو باشگاه پژوهش‌گران دانشگاه آزاد اسلامی تهران مرکز Seyedalavi110@yahoo.com.

۱- مقدمه

عدم ثبات اقتصادی از مضرترین مشخصه‌ها برای اقتصاد است. راه اندازی و توقف در سیستم‌های اقتصادی، به منزله رونق و رکود تلقی می‌شود. این نوسانات، از رونق به رکود اقتصادی و بالعکس هزینه‌های گزافی دارند که در نهایت بر سودآوری شرکت‌ها، قیمت سهام و بازده آن تأثیرات نامطلوبی می‌گذارند و ریسک سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها را افزایش داده و بازده را کاهش می‌دهند (برادران شرکاء و همکاران، ۱۳۸۶). وقوع بحران‌های مالی جهانی اخیر نیز با افزایش نوسان‌پذیری بازارهای سرمایه مرتبط است که این امر می‌تواند منجر به حساس شدن سرمایه‌گذاران و سهامداران به اخبار مربوط به بازار شود. بعنوان مثال ورونسی (Veronesi, 1999) اظهار می‌دارد که در شرایط عدم اطمینان اقتصادی، انتظارات سرمایه‌گذاران از جریان‌های نقدی آتی، نسبت به اخباری که از بازار می‌رسد حساس‌تر خواهد بود. مشخص و مستدل است که چنین اطلاعاتی به ویژه در دوره‌های زمانی از قبیل بحران‌های مالی ممکن است از اهمیت بیشتری برخوردار باشد. با توجه به آنچه بیان شد می‌توان اظهار داشت که به طور کلی نوسانات شدید اقتصاد کلان علاوه بر حساس نمودن کاربران صورت‌های مالی بر بسیاری از روابط و متغیرهای مالی نیز مؤثر است. در اکثر تحقیقات و پژوهش‌هایی که در حوزه مباحث مالی صورت می‌گیرد و مدل‌های مختلفی آزمون می‌شود، عامل تأثیرات عملکرد اقتصاد کلان نادیده گرفته می‌شود. بسیاری از مدل‌های رگرسیونی هنگامی که رابطه متغیر وابسته را با متغیرهای مستقل ارزیابی می‌کنند، بیشتر به عوامل اقتصاد خرد و ارقام حسابداری توجه می‌کنند.

یکی از این روابطی که از دیرباز مورد توجه بسیاری از تحقیقات مالی بوده و پژوهش‌های بسیاری بر روی این رابطه با استفاده از متغیرهای گوناگون صورت پذیرفته، رابطه سود و بازده سهام شرکت است که متأثر از عملکرد اقتصاد کلان می‌باشد. بال و همکاران (Ball, et al., 1986) برای اولین بار به بررسی این رابطه پرداخته و نشان دادند بین این دو متغیر رابطه معنی‌داری وجود دارد. پس از آن نیز پژوهش‌های دیگری درباره این رابطه صورت گرفت و از معنی‌داری این رابطه به عنوان معیارهای شفافیت و یا محتوای اطلاعاتی سود استفاده شد [(کرمی ۱۳۸۷) و (کردستانی و همکاران ۱۳۸۹)]. به طور کلی می‌توان اظهار داشت که این رابطه یکی از پرکاربردترین روابط موجود در حوزه حسابداری و مالی است. از این رو بهتر است از این رابطه برای بررسی تأثیر عملکرد اقتصاد کلان بر روابط حسابداری استفاده شود. علاوه بر این کالینز و همکاران (Collins, et al., 1989) نشان دادند که پایداری سود، ریسک سیستماتیک و فرصت‌های رشد نوسانات مقطعی رابطه سود - بازده را تبیین می‌کنند. ریتز (Ritter, 2005) نشان داد کشورهایی که در بلند مدت رشد تولید ناخالص داخلی بالایی

دارند، بازده بازار بالایی نیز خواهند داشت. با توجه به آنچه گفته شد، می‌توان یک سؤال اساسی مطرح کرد:

آیا عملکرد اقتصاد کلان به عنوان متغیر کنترلی بر رابطه سود - بازده غیر عادی سهام مؤثر است. بررسی صورت گرفته نشان می‌دهد که تاکنون در پاسخ به این سؤال، تحقیقات بسیار کمی صورت گرفته است. بر عکس، افراد بسیاری درباره رابطه سود و بازده و سایر ویژگی‌های شرکت تحقیقات انجام داده‌اند. به اعتقاد هامپ و همکاران (Humpe, et al., 2007) شرایط اقتصاد کلان بر بازار سهام و قیمت‌های سهام شرکت‌ها تأثیرگذار است. در شرایط رکود شدید و یا رشد فزاینده اقتصادی، سودآوری بنگاه‌های اقتصادی و بازده آنها تحت تأثیر قرار گرفته و با افزایش (کاهش) روبرو است. هنگامی که عملکرد اقتصاد کلان با شدت و ضعف بیش از اندازه روبرو می‌شود بر معنی‌داری برخی از روابط بازار سرمایه تأثیر می‌گذارد (Ross, 1976). این مقاله به دنبال یک هدف ساده است: پیدا کردن نتایج درباره ارتباط بین سود و بازده و اینکه در طی شرایط مختلف اقتصاد کلان (عملکرد منفی و عملکرد مثبت قوی اقتصاد)، این رابطه تغییر می‌کند یا خیر؟ به منظور بررسی دقیق‌تر موضوع تحقیق، عملکرد اقتصاد کلان با دو معیار متفاوت اندازه‌گیری و آزمون می‌شود. نرخ تورم و تولید ناخالص داخلی دو معیار برای ارزیابی عملکرد و نوسانات اقتصاد کلان خواهند بود.

۲- پیشینه پژوهش

۲-۱- تحقیقات خارجی

اولین تحقیق صورت گرفته درباره رابطه سود - بازده، پژوهش بال و همکاران (Ball, et al., 1968) است که ادبیاتی قوی در حسابداری ایجاد کرده و به آزمون عواملی که بر رابطه بین سود و بازده مؤثرند، پرداختند. پس از آن تحقیقات دیگر نشان دادند که پایداری سود، ریسک سیستماتیک، فرصت‌های رشد و اندازه شرکت بر این رابطه مؤثر هستند. همان‌طور که مشخص است هر یک از این مطالعات، ویژگی‌های خاص شرکت هستند و تحقیقی که آثار اقتصاد کلان را بر این رابطه بررسی کرده باشد، معمول نبوده است. در یک بررسی جدی لیو (Lev, 1989) نشان داد در این رابطه نوسان قابل ملاحظه‌ای (در طول زمان) وجود داشته است و می‌توان حدس زد که این عامل، عملکرد اقتصاد کلان باشد.

صادقی (Sadeghi, 1992) در تحقیقی با عنوان واکنش بازار سهام به خبرهای غیر مترقبه کلان اقتصادی که برای صندوق بین المللی پول در بورس استرالیا و برای دوره یازده ساله ۱۹۸۰-۱۹۹۱ انجام

داده بود به این نتیجه دست یافت که تحول یا خبری که مورد انتظار باشد، بر قیمت‌های سهام بورس اثرگذار نیست. اما، خبرهای واقعی غیر منتظره‌ای که از سطح اقتصاد کلان کشور برسد، قیمت‌های بورس را تکان می‌دهد.

ماخرجی و همکاران (Mukherjee, et al., 1995) برای بررسی همجمعی شاخص سهام توکیو با مجموعه‌ای از متغیرهای کلان اقتصادی ژاپن، آزمون همجمعی یوهانسون را در مدل تصحیح خطای برداری^۱ برای ۲۴۰ مشاهده ماهانه برای هر یک از متغیرها، از ژانویه ۱۹۷۱ تا دسامبر ۱۹۹۰ به کار گرفتند. آنان دریافتند که بازار سهام ژاپن با شش متغیر کلان اقتصادی مانند نرخ ارز، عرضه پول، نرخ تورم، تولیدات صنعتی، نرخ اوراق دولتی بلندمدت، و نرخ بهره وام کوتاه‌مدت، همجمع بوده است. جانسن (Johnson, 1999) به بررسی حدس و گمان ليو پرداخت و بررسی کرد که آیا ناپایداری رابطه سود - بازده می‌تواند به وسیله «نرمال بودن» مراحل چرخه تجاری (دوره‌های انبساطی و انقباضی) توضیح داده شود یا خیر. نتایج جانسن نشان داد که در دوره‌های انبساطی اقتصاد کلان (در مقایسه با دوره‌های انقباضی) این رابطه قوی‌تر است.

مدسن (Madsen, 2002) به بررسی رابطه علی شاخص قیمت سهام بمبئی و متغیرهای کلان اقتصادی از قبیل نرخ ارز، ذخایر ارزی و تراز تجاری پرداختند. آنان در مطالعه خود متغیرهای نرخ ارز، ذخایر ارزی و تراز تجاری را به عنوان متغیرهای تأثیرگذار بر شاخص قیمت سهام هند و به صورت ماهانه برای دوره آوریل ۱۹۹۰ تا مارس ۲۰۰۱ مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که بین متغیرهای کلان مزبور و شاخص قیمت سهام بورس رابطه علیت وجود ندارد.

کند (Kened, 2005) به بررسی نقش عدم اطمینان بر رابطه سود - بازده با جمع آوری ۴۳۸۹۹ مشاهده سال - شرکت در طی دوره ۱۹۹۰-۲۰۰۳ پرداخت. او نشان داد، هنگامی که آگاهی کاملی درباره وضعیت دقیق اقتصادی وجود ندارد، سرمایه‌گذاران به اطلاعات افشاء شده واکنش نشان می‌دهند.

گان و همکاران (Gan, et al., 2006)، اثرات متقابل بین شاخص سهام نیوزلند و مجموعه‌ای هفت‌گانه از متغیرهای کلان اقتصادی را برای داده‌های ماهانه از ژانویه ۱۹۹۰ لغایت ژانویه ۲۰۰۳، و با استفاده از آزمون‌های همجمعی آزمون کردند. متغیرهای اقتصادی استفاده شده شامل نرخ تورم، نرخ ارز، تولید ناخالص داخلی، عرضه پول، نرخ بهره بلندمدت، نرخ بهره کوتاه‌مدت و قیمت خرده

1. Vector Error Correction Model (VECM).

فروشی نفت محلی^۱ بود. نتایج آزمون همجمعی یوهانسون نشان داد که بین شاخص قیمت سهام نیوزلند و متغیرهای اقتصادی مورد آزمون، رابطه‌ای بلندمدت وجود دارد. نتایج آزمون علیت گرنجری نیز نشان داد که شاخص قیمت سهام نیوزلند علیت گرنجری برای تغییرات در متغیرهای اقتصادی نیست. علت آن کوچک بودن بازار سهام نیوزلند در مقایسه با بازارهای سهام کشورهای توسعه‌یافته است.

هامپ و همکاران (Humpe, et al., 2007) بررسی کردند که آیا عملکرد اقتصاد کلان بر قیمت سهام تأثیرگذار است یا خیر. آنها با جمع آوری اطلاعات طی دوره ۱۹۶۵ تا ۲۰۰۳ نشان دادند که بین شرایط اقتصاد کلان و قیمت سهام رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

کوکران (Cochrane, 2007) به بررسی فعل و انفعال بین وضعیت کلان اقتصادی و مسائل مالی پرداخت و نشان داد که نوسانات بازده مورد انتظار سهامداران با چرخه اقتصادی (رکود، رشد) مرتبط است، به گونه‌ای که در شرایط رکود اقتصادی بازده مورد انتظار افزایش می‌یابد؛ چراکه سرمایه‌گذاران کمتر تمایل دارند دارایی‌های پر ریسک نگه دارند و در شرایط رشد و شکوفایی اقتصادی پایین تر است.

لین و همکاران (Lin, et al., 2007) به بررسی رابطه بین سود و بازده در محیط آسیای شرقی پرداختند و نشان دادند بین سود و بازده غیر عادی رابطه معنی داری وجود دارد. آنها از معنی داری مدل رگرسیونی سود - بازده به عنوان معیاری برای ارزیابی محتوای اطلاعاتی سود استفاده کردند و بیان داشتند وجود رابطه معنی دار بین سود و بازده غیرعادی نشان دهنده محتوای اطلاعاتی سود است. کمپل (Campel, 2010) نشان داد که بین رشد تولید ناخالص داخلی به عنوان شاخصی برای ارزیابی عملکرد اقتصاد کلان و بازده سهام رابطه مثبت و معنی داری وجود دارد.

اوهانیان و همکاران (Ohanian, et al., 2010) به بررسی رابطه بین جریان‌های سرمایه و عملکرد اقتصاد کلان در طی دوران طلایی اقتصادی (رشد اقتصادی بالا) پرداختند و نشان دادند که جریان‌های سرمایه در شرایط رشد و توسعه اقتصادی با عملکرد بالای اقتصاد کلان مرتبط است و بالعکس.

کلینچ و همکاران (Clinch, et al., 2011) رابطه سود - بازده و نوسانات اقتصاد کلان را بررسی نمودند. آنها با بررسی تأثیر عملکرد شدید اقتصاد کلان شامل رکود و یا رشد اقتصادی بیشتر از متوسط، رابطه سود و بازده را مورد ارزیابی قرار دادند. نتایج پژوهش آنها بیانگر این مطلب است که عملکرد اقتصاد کلان رابطه سود - بازده را قوی تر نشان می‌دهد.

1. Domestic Retail Oil Price (ROIL).

۲-۲- تحقیقات داخلی

برازنده (۱۳۷۶) با استفاده از اطلاعات متغیرهای شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران و متغیرهایی مانند نرخ ارز، شاخص قیمت وسایط نقلیه و شاخص قیمت مسکن برای دوره زمانی ۱۳۶۹ لغایت ۱۳۷۶ به بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص قیمت سهام پرداخت. او برای تجزیه و تحلیل داده‌های خود از روش خود توضیح برداری استفاده کرد. نتایج تحقیق وی نشان داد که سهم متغیرهای یاد شده در تغییرات شاخص قیمت سهام اندک است. این نتیجه بیانگر این است که وجود اختلال‌ها و نوسانات مربوط به بازارهای وسایط نقلیه و ارز به صورت قوی قابل تسری به بازار سهام نیست.

کریم زاده (۱۳۸۵) به بررسی رابطه بلندمدت شاخص قیمت سهام بورس اوراق بهادار تهران با متغیرهای کلان اقتصادی پرداخت و برای رسیدن به این هدف از داده‌های ماهانه سال‌های ۱۳۶۹ تا ۱۳۸۱ برای متغیرهای شاخص قیمت سهام بورس، نقدینگی، نرخ ارز، و نرخ سود واقعی بانکی استفاده کرد. او برای برآورد اقتصادسنجی معادله از روش خودرگرسیون برداری با وقفه‌های توزیعی استفاده نمود. نتیجه برآورد نشان داد که یک بردار همجمعی بین شاخص قیمت سهام بورس و متغیرهای کلان پولی وجود دارد. رابطه بلندمدت برآورد شده تأثیر مثبت معنی‌دار نقدینگی و تأثیر منفی معنی‌دار نرخ ارز و نرخ سود واقعی بانکی بر شاخص قیمت سهام بورس را نشان می‌دهد.

سجادی و غلامی (۱۳۸۶) به بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تقاضای بیمه عمر پرداختند. نتایج پژوهش آنها نشان می‌دهد تولید ناخالص داخلی به عنوان یک متغیر اقتصاد کلان با بیمه عمر رابطه معنی‌داری دارد.

برادران شرکاء و همکاران (۱۳۸۷) به بررسی رابطه متغیرهای مهم کلان اقتصادی با متغیرهای عمده حسابداری در ایران طی دوره ۱۳۷۶ تا ۱۳۸۵ در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج به دست آمده نشان می‌دهد رشد اقتصادی با نسبت حاشیه سود عملیاتی، بازده دارایی‌ها و بازده حقوق صاحبان سهام رابطه معنی‌داری ندارد. ولی تولید ناخالص داخلی (بدون نفت) دارای رابطه مثبت و معنی‌داری با سه متغیر حسابداری درآمد فروش، بهای تمام شده کالای فروش رفته و سود عملیاتی دارد.

سجادی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازده نقدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. تحقیق آنها با هدف تعیین رابطه بلندمدت بین نرخ رشد شاخص بازده نقدی سهام و مجموعه‌ای از متغیرهای کلان اقتصادی از قبیل نرخ تورم، نرخ رشد

نقدینگی، نرخ ارز و درآمد نفتی، انجام شده است. آنها داده‌ها را به صورت فصلی و برای دوره زمانی ۱۳۷۷-۱۳۸۶ و با استفاده از روش خود رگرسیون برداری با وقفه‌های توزیعی، مورد تجزیه و تحلیل قرار داده اند. نتایج آزمون آنها حاکی از وجود رابطه بلندمدت میان متغیرهای اقتصادی مزبور و نرخ رشد شاخص بازده نقدی است.

حجازی و همکاران (۱۳۸۹) به بررسی تأثیر رشد اقتصادی و آزادی اقتصادی (به عنوان معیاری برای ارزیابی وضعیت اقتصاد کلان) بر عدم شفافیت سود پرداختند. معیار آنها برای اندازه‌گیری رشد اقتصادی، رشد سالانه تولید ناخالص داخلی (GDP) بوده است. همچنین برای آزادی اقتصادی از داده‌های گزارش سالانه ۲۰۰۹ مؤسسه تحقیقاتی فریزر استفاده کردند. نتایج بررسی آنها برای یک دوره ده ساله از ۱۳۷۷ تا ۱۳۸۶ نشان می‌دهد که عدم شفافیت سود با رشد اقتصادی در سطح اطمینان ۹۵٪ رابطه معنی‌داری دارد. ولی بین عدم شفافیت سود و آزادی اقتصادی رابطه معنی‌داری وجود ندارد.

۳- فرضیه تحقیق

سود ده و یا زیان ده بودن واحدهای اقتصادی تحت تأثیر عوامل متفاوتی است. ویژگی‌های خاص شرکت، صنعت، مخاطرات روبروی آن برخی از این عوامل هستند. یکی از مهم‌ترین عواملی که بر سود یا زیان ده بودن شرکت‌ها مؤثر است، وضعیت اقتصادی در حالت کلان است. بدون شک در شرایطی که اقتصاد پویا و شکوفا باشد، حجم تولید و فروش بنگاه‌های اقتصادی بالا بوده و در نهایت سودآوری آنها نیز افزایش می‌یابد و بالعکس در حالت رکود اقتصادی بسیاری از واحدها با زیان‌های متوالی روبرو و در نهایت به ورشکستگی کشیده می‌شوند. بسیاری از مطالعات گذشته نشان داده‌اند که سود و یا زیان گزارش شده شرکت مبنای اساسی بسیاری از تصمیمات کاربران می‌باشد و دارای محتوای اطلاعاتی است. کلینچ (Clinch, 2010) اظهار داشته که سودآوری شرکت دربرگیرنده اطلاعاتی است که این اطلاعات از وضعیت جاری اقتصاد تأثیر می‌پذیرد و این اطلاعات در شرایط عدم اطمینان اقتصادی از قبیل بحران‌های مالی و یا رکود شدید اقتصادی از اهمیت بیشتری برخوردار است.

از طرفی مطالعات بسیاری درباره رابطه سود و بازده سهام شرکت‌ها صورت گرفته است. اولین تحقیق صورت گرفته مطالعه بال و همکاران (Ball, et al., 1968) است که بعد از آن مبنای بسیاری از تحقیقات قرار گرفت. طبق تعریف بال و براون اگر در هنگام اعلام سود، در قیمت سهام تغییری

مشاهده شود، این امر نشان دهنده بار اطلاعاتی سود خواهد بود. این موضوع یعنی داشتن بار اطلاعاتی^۱، زمینه ساز مجموعه‌ای از تحقیقات از دهه ۶۰ میلادی شده که از آن، تحت عنوان رابطه سود و بازده سهام نام برده می‌شود. پس از آنها بسیاری از تحقیقات صورت گرفته به بررسی معنی‌داری این مدل با بکارگیری متغیرهای گوناگونی از جمله ویژگی‌های خاص شرکت پرداخته‌اند. علی‌رغم آنچه گفته شد، تاکنون پژوهشی درباره رابطه سود و بازده تحت تأثیر عملکرد اقتصاد کلان صورت نگرفته است. این در حالی است که با کمی تمرکز، محققان بازارهای سرمایه و اقتصاد می‌توانند این سؤال را مطرح کنند که آیا بین بازده غیرعادی سهام و سود حسابداری رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد؟ آیا عملکرد اقتصاد کلان، هنگامی که به وسیله نرخ تورم اندازه‌گیری می‌شود، بر رابطه سود - بازده غیرعادی تأثیرگذار است؟ و آیا عملکرد اقتصاد کلان، هنگامی که به وسیله میزان تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری می‌شود، بر رابطه سود - بازده غیرعادی تأثیرگذار است؟

برای پاسخ به سؤالات مطرح شده، فرضیات زیر را می‌توان تدوین کرد:

فرضیه اصلی تحقیق: بین سود حسابداری و بازده غیرعادی سهام رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد.

فرضیه فرعی اول: عملکرد اقتصاد کلان، هنگامی که به وسیله نرخ تورم اندازه‌گیری می‌شود، بر رابطه سود - بازده غیرعادی تأثیرگذار است.

فرضیه فرعی دوم: عملکرد اقتصاد کلان، وقتی که به وسیله میزان تولید ناخالص داخلی اندازه‌گیری می‌شود، بر رابطه سود - بازده غیرعادی تأثیرگذار است.

۴- جامعه آماری و نمونه‌گیری

جامعه آماری تحقیق را شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل می‌دهد. قلمرو زمانی برای یک دوره ۱۰ ساله از ابتدای سال ۱۳۷۹ لغایت پایان سال ۱۳۸۸ تعیین شده است. نمونه آماری این تحقیق آن دسته از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار هستند که دارای شرایط زیر باشند:

۱- تا پایان اسفند ۱۳۷۹ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده باشند.

۲- بیش از سه ماه توقف معاملاتی نداشته باشند.

۳- داده‌های مورد نیاز آنها در دسترس باشد.

۴- تحقیق برای شرکت‌های غیر مالی انجام می‌شود، لذا بانک‌ها و کلیه شرکت‌های سرمایه‌گذاری، لیزینگ‌ها و مؤسسات مالی از نمونه حذف شدند. دلایلی که برای حذف شرکت‌های مالی از نمونه می‌توان ذکر کرد به صورت زیر است:

الف) نسبت‌های اهرمی بالای شرکت‌های غیر مالی نشانگر ریسک مالی این شرکت‌هاست، در حالی که برای شرکت‌های مالی این مسئله کاملاً عادی است؛ بنابراین اگر شرکت‌های مالی نیز در این تحلیل مورد بررسی قرار گیرند منجر به استنتاج‌های اشتباه در مورد ارتباط متغیرها خواهند شد.

ب) روش‌های حسابداری مورد استفاده در شرکت‌های مالی با روش‌های مورد استفاده در شرکت‌های غیر مالی متفاوت است. بنابراین تفسیرها و توجیه‌های به کار گرفته شده برای عوامل پایه‌ای این دو گروه متفاوتند.

۵- طی دوره تحقیق، سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

۶- سال مالی آنها منتهی به ۲۹ اسفند باشد.

بر این اساس نمونه تحقیق ۱۰۸ شرکت را شامل شد.

۵- روش تحقیق

این تحقیق از نوع تحقیقات کاربردی و در حوزه تحقیقات اثباتی حسابداری است که از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی بهره می‌گیرد. در این پژوهش برای آزمون فرضیه‌ها از داده‌های ترکیبی استفاده شده و برای انتخاب بین روش پانل^۱ و پولینگ^۲ آزمون چاو^۳ بکار گرفته می‌شود. تجزیه و تحلیل‌های آماری با استفاده از نرم افزار Eviews صورت می‌پذیرد.

۵-۱- مدل‌های استفاده شده برای آزمون فرضیه

۵-۱-۱- مدل (۱) رابطه سود و بازده غیر عادی سهام

به منظور بررسی رابطه سود و بازده غیرعادی سهام از مدل (۱) استفاده می‌شود.

$$ABRET_{it} = \alpha_0 + \beta_1 \text{Earnings}_{it} + \varepsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

1. Panel.
2. Pooling.
3. Chow.

۵-۱-۲- مدل (۲) تأثیر عملکرد اقتصاد کلان بر رابطه سود- بازده

برای بررسی تأثیر عملکرد اقتصاد کلان، مدل (۲) با دو معیار متفاوت اندازه گیری عملکرد اقتصاد کلان یعنی نرخ تورم و تولید ناخالص داخلی (GDP) آزمون می شود.

مدل (۲)

$$ABRET_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 NEG_t + \alpha_2 LARGEPOS_t + \alpha_3 EARNs_{i,t} + \alpha_4 EARNs_{i,t} * NEG_t + \alpha_5 EARNs_{i,t} * LARGEPOS_t + \varepsilon_{i,t}$$

۶- متغیرهای پژوهش

در این دو مدل متغیرها عبارتند از:

$EARNs_{i,t}$: سود هر سهم، قبل از اقلام غیرعادی شرکت i در سال t .

$ABRET_{i,t}$: بازده غیر عادی سهام شرکت i در سال t که برابر است با تفاوت بازده واقعی سهام

شرکت و بازده بازار.

NEG_t : متغیر مجازی است که اگر عملکرد اقتصاد کلان (که به وسیله نرخ تورم و یا تولید ناخالص داخلی اندازه گیری می شود) در سال t منفی باشد یک خواهد بود و در غیر این صورت صفر است.

$LARGEPOS_t$: متغیر مجازی برای ارزیابی عملکرد مثبت و مؤثر اقتصاد کلان است و در صورتی که عملکرد اقتصاد کلان (که به وسیله نرخ تورم و یا تولید ناخالص داخلی اندازه گیری می شود) در سال t از میانگین عملکرد اقتصاد کلان طی دوره ۱۰ ساله مورد آزمون مثبت و بزرگتر باشد، یک و در غیر این صورت صفر خواهد بود.

$EARNs_{i,t} * NEG_t$: فعل و انفعال بین سود شرکت و متغیر مجازی عملکرد منفی اقتصاد کلان

در سال t .

$EARNs_{i,t} * LARGEPOS_t$: فعل و انفعال بین سود شرکت و متغیر مجازی عملکرد مثبت اقتصاد

کلان در سال t .

GDP_t : نرخ تولید ناخالص داخلی در سال t .

۶-۱- محاسبه بازده سهام شرکت.

برای محاسبه بازده سالانه سهام شرکت از رابطه (۱) استفاده شده است.

رابطه (۱)

$$R_{i,t} = \frac{P_t(1 + \alpha + \beta) - (P_{t-1} + C\alpha) + D_t}{P_{t-1} + C\alpha}$$

که در آن :

P_t : قیمت سهام در پایان دوره t .

P_{t-1} : قیمت سهام در ابتدای دوره t یا پایان دوره $t-1$.

D_t : سود نقدی پرداختی در سال t .

α : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی.

β : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته.

C : مبلغ اسمی پرداخت شده توسط سرمایه گذار بابت افزایش سرمایه از محل آورده نقدی.

۷- یافته های تحقیق

نتایج آمار توصیفی در جدول ۱ و به شرح زیر می باشد:

جدول (۱): نتایج آمار توصیفی

متغیر	حداقل	حداکثر	میانگین	انحراف معیار
$R_{i,t}$	٪-۳۰.۹۴	٪۵۴.۵۰	٪۱۵.۵۱	٪۱۹.۳۱
GDP_t	٪-۵	٪۷	٪۳.۸	٪۴
$ABRET_{i,t}$	٪-۱۲	٪۱۸.۵	٪-۱۱.۴	٪۶.۶
$Earn_{i,t}$	-۱۹۹۷	۳۵۳۲	۱۱۱۶	۲۰۷۱
نرخ تورم	٪۱۰/۴	٪۲۵/۴	٪۱۴/۷۵	٪۴/۵۶
$R_{i,t}$: بازده سهام شرکت i در سال t .				
GDP_t : نرخ تولید ناخالص داخلی در سال t .				
$ABRET_{i,t}$: بازده غیرعادی سهام شرکت i در سال t .				
$Earn_{i,t}$: سود هر سهم، قبل از اقلام غیرعادی شرکت i در سال t .				

۷-۱- نتایج آزمون فرضیه تحقیق

۷-۱-۱- نتایج آزمون فرضیه اصلی تحقیق

فرضیه اصلی تحقیق بیان می‌دارد: بین بازده غیرعادی و سود حسابداری رابطه مثبت و معنی‌داری وجود دارد. نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه با برآورد مدل (۱) در جدول (۲) و (۳) مشاهده می‌شود.

جدول (۲): نتایج آزمون چاو

نتیجه آزمون	P-value	درجه آزادی	آماره
روش داده‌های پانلی	۰/۹۵۸	-۹۱/۰۷	۰/۳۴
	۰/۹۵۷	۹	۳/۱۷

همان‌طور که گفته شد، برای آزمون فرضیات از داده‌های ترکیبی استفاده شده است. از این رو ابتدا نتایج آزمون چاو بررسی می‌شود تا مشخص شود که از داده‌های پولینگ و یا پانل باید استفاده شود. طبق جدول (۲) سطح معنی‌داری آماره F مربوط به آزمون چاو بالاتر از ۵ درصد بوده و نشان دهنده این است که برای آزمون فرضیه اصلی باید از روش پولینگ استفاده شود و امکان استفاده از داده‌های پانلی وجود ندارد. در رابطه با مدل دوم و سایر فرضیه‌ها نیز نتایج به دست آمده بیانگر استفاده از داده‌های پولینگ می‌باشد. بنابراین تمام فرضیه‌ها با استفاده از داده‌های پول آزمون می‌شوند. جدول (۳) نشان دهنده معنی‌داری و رابطه بین متغیرها در مدل (۱) است.

جدول (۳): نتایج آزمون فرضیه اصلی تحقیق

مدل (۱) $ABRET_{it} = \alpha_0 + \beta_1 Earns_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	ارزش احتمال
مقدار ثابت	۰/۰۷	۳/۱۴	۰/۰۰۲
$Earn_{i,t}$	۰/۱۶	۴/۱۸	۰/۰۰۰
آماره F	۱۷/۵۳		
P-value	۰/۰۰۰		
R^2	۰/۰۱۶		
R^2, Adj	۰/۰۱۵		
آماره دوربین واتسون	۱/۶		

نتایج آزمون فرض اصلی نشان می‌دهد رابطه مثبت و معنی‌داری بین سود و بازده غیرعادی وجود دارد. آماره t متغیر سود حسابداری برابر ۴/۱۸ و ارزش احتمال آن برابر ۰/۰۰۰ در سطح خطای ۰/۰۵ معنی‌دار است. آماره F و P -value آن نیز بیانگر معنی‌داری مدل است. آماره دوربین و واتسون نیز بر عدم وجود خود همبستگی دلالت دارد. بنابراین فرضیه اصلی تحقیق با ۹۵ درصد اطمینان پذیرفته می‌شود.

۲-۱-۷- نتایج آزمون فرضیه فرعی

فرضیه فرعی اول تحقیق بیان می‌دارد: عملکرد اقتصاد کلان، هنگامی که به وسیله نرخ تورم اندازه‌گیری می‌شود، بر رابطه سود- بازده غیرعادی تأثیرگذار است. نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه با برآورد مدل (۲) در جدول (۴) مشاهده می‌شود.

جدول (۴): نتایج آزمون فرضیه فرعی اول تحقیق

$ABRET_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 NEG_t + \alpha_2 LARGEPOS_t + \alpha_3 EARNSt + \alpha_4 EARNSt * NEG_t + \alpha_5 EARNSt * LARGEPOS_t + \epsilon_{i,t}$ مدل (۲)			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	ارزش احتمال
مقدار ثابت	-۰/۳۱	-۰/۶۷	۰/۴
$NEG_{i,t}$	۰/۱۳	۵/۴	۰/۰۰۰
$LARGEPOS$	-۰/۰۳۶	-۱/۴۸	۰/۱۳
Earn	-۱/۷۶	-۰/۶۷	۰/۴۹
$EARNSt * NEG_t$	۱/۸	۰/۷۲	۰/۴۶
$EARNSt * LARGEPOS_t$	۱/۹	۰/۷۴	۰/۴۵
آماره F	۱۲		
P -value	۰/۰۰		
R^2	۰/۰۴۲		
R^2 . Adj	۰/۰۳۹		
آماره دوربین و واتسون	۱/۹		

همان‌طور که گفته شد، آزمون فرضیه فرعی اول با استفاده از داده‌های ترکیبی صورت گرفته است. نتایج آزمون نشان می‌دهد با اضافه شدن متغیر عملکرد اقتصاد کلان که به وسیله نرخ تورم اندازه‌گیری شده است، معنی‌داری رابطه سود و بازده غیرعادی سهام تحت تأثیر قرار می‌گیرد و دیگر معنی‌دار

نیست؛ هر چند آماره F و P-value (ارزش احتمال) آن بیانگر معنی داری مدل است. آماره دوربین واتسون نیز ۱/۹ بوده و بر عدم وجود خود همبستگی دلالت دارد.

۳-۱-۷- نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم

فرضیه فرعی دوم تحقیق بیان می دارد: عملکرد اقتصاد کلان، هنگامی که به وسیله میزان تولید ناخالص داخلی اندازه گیری می شود، بر رابطه سود - بازده غیر عادی تأثیر گذار است. نتیجه حاصل از آزمون این فرضیه با برآورد مدل (۲) در جدول (۵) مشاهده می شود.

جدول (۵): نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم تحقیق

$ABRET_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 NEG_t + \alpha_2 LARGEPOS_t + \alpha_3 EARN S_{i,t} + \alpha_4 EARN S_{i,t} * NEG_t + \alpha_5 EARN S_{i,t} * LARGEPOS_t + \varepsilon_{i,t}$ مدل (۲)			
متغیر توضیحی	ضریب	آماره t	P-value
مقدار ثابت	-۰/۳۱	-۰/۴۸	۰/۶۲
$NEG_{i,t}$	۰/۲۴	۶/۹	۰/۰۰۰
LARGEPOS	-۰/۰۳	-۱/۰۱	۰/۳۱
Earn	-۱/۷	-۰/۴۸	۰/۶۲۹
$EARN S_{i,t} * NEG_t$	۱/۷	۰/۴۸	۰/۶۲۶
$EARN S_{i,t} * LARGEPOS_t$	۲/۰۴	۰/۵۵	۰/۵۷
آماره F	۱۰/۶		
P-value	۰/۰۰۰		
R ²	۰/۰۳۷		
R ² . Adj	۰/۰۳۴		
آماره دوربین واتسون	۱/۸		

نتایج آزمون فرضیه فرعی دوم نیز نشان می دهد معنی داری رابطه سود - بازده غیر عادی با در نظر گرفتن تأثیر عملکرد اقتصاد کلان، که به وسیله میزان تولید ناخالص اندازه گیری شده است، تحت تأثیر قرار خواهد گرفت و معنی دار نخواهد بود. با این حال آماره F و مقدار احتمال آن بیانگر معنی داری مدل است. آماره دوربین واتسون نیز ۱/۸ بوده که بر عدم وجود خود همبستگی دلالت دارد.

۸- نتیجه گیری

رکود و یا رشد اقتصادی که نشان دهنده عملکرد اقتصاد کلان هستند، یکی از رفتارهای طبیعی اقتصاد است. با این وجود این رکود و یا رشد اقتصادی در صورتی که دارای شدت و ضعف و نوسانات متعدد باشد، منجر به حساس شدن و عدم اطمینان در تصمیمات سرمایه گذاری می شود. علاوه بر این فعالیت و سودآوری بنگاه های تجاری نیز تحت تأثیر این نوسانات قرار می گیرند. به عنوان مثال، هنگامی که وضعیت اقتصادی در رکود شدید و یا بحران های مالی باشد، شرکت ها نیز با رکود، کاهش تولید و فروش و در نهایت کاهش سوددهی روبرو هستند. کاهش سودآوری شرکت ها نیز در نهایت بر قیمت و بازدهی سهام آنها تأثیر می گذارد و بالعکس. در این مقاله شواهد تجربی و توصیفی درباره ارتباط سود - بازده غیرعادی و اینکه آیا این رابطه با وجود تأثیر عملکرد اقتصاد کلان تغییر می کند یا خیر به دست آمده است. نتایج آزمون فرضیه های تحقیق نشان دهنده این مطلب است که عملکرد اقتصاد کلان بر معنی داری رابطه سود - بازده غیر عادی مؤثر بوده و معنی داری این رابطه را تحت تأثیر قرار می دهد. دلیل این امر آن است که در آزمون معنی داری رابطه سود - بازده متغیرهای کنترلی اثر اقتصاد کلان در نظر گرفته نشده و صرفاً این دو متغیر مورد آزمون قرار گرفت، در حالی که با اضافه شدن متغیر کنترلی اثر اقتصاد کلان رابطه بین این دو متغیر از بین می رود. در انجام این تحقیقات محدودیت هایی نیز وجود داشته است که یکی از آنها عبارتست از کوتاه بودن دوره زمانی تحقیق. در صورتی که دوره زمانی تحقیق بیش از ۳۰ سال در نظر گرفته می شد، نتایج بهتر و قابل اتکاتری به دست می آمد. اما به دلیل نبود اطلاعات شرکت ها این امر میسر نمی شد. در پایان نیز موضوعاتی برای تحقیقات آتی بیان می شوند که می تواند نتایج قابل توجهی دربر داشته باشند. ۱- بررسی تأثیر عملکرد اقتصاد کلان بر دیگر روابط حسابداری. ۲- تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر متغیرهای حسابداری.

منابع و مأخذ:

۱. برازنده، محمد. (۱۳۷۶). "اثر متغیرهای کلان اقتصادی بر شاخص قیمت سهام". پایان نامه کارشناسی ارشد اقتصاد، دانشگاه علامه طباطبائی، ص ۸۱-۹۳.
۲. برادران شرکا، حمید رضا و میر مطهری، سید مهدی (۱۳۸۶). "رابطه متغیرهای کلان اقتصادی با متغیرهای عمده حسابداری در ایران"، مطالعات حسابداری، شماره ۱، ص ۲۰-۳۵.
۳. حجازی، رضوان، خلیفه سلطانی، سید احمد، رحمانی زر افشان (۱۳۸۹). "تأثیر متغیرهای رشد اقتصادی و آزادی اقتصادی بر عدم شفافیت سود". مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، سال دوم، شماره سوم، ص ۱-۱۶.
۴. سجادی، سید حسین، فرازمند، حسن، صوفی هاشم (۱۳۸۸). "بررسی رابطه متغیرهای کلان اقتصادی و شاخص بازده نقدی سهام در بورس اوراق بهادار تهران". فصلنامه تحقیقات حسابداری. سال دوم، شماره ششم. ص ۴۵-۵۹.
۵. سجادی، سید جعفر و غلامی، امیر (۱۳۸۶). "بررسی تأثیر متغیرهای کلان اقتصادی بر تقاضای بیمه عمر". فصلنامه صنعت بیمه، سال بیست و دوم، شماره ۲، ص ۳-۲۸.
۶. کریم زاده، مصطفی (۱۳۸۵). "بررسی رابطه بلندمدت شاخص قیمت سهام بورس با متغیرهای کلان پولی با استفاده از روش همجمعی در اقتصاد ایران". فصلنامه پژوهش‌های اقتصادی ایران، سال هشتم، شماره ۲۶. ص ۱۸-۳۵.
7. Ball, R. and P. Brown, (1968), "An Empirical Evaluation of Accounting Numbers," *Journal of Accounting Research* 6, 159-178.
8. Bartlett, W. (2009). "Economic development in the European super-periphery: evidence from the Western Balkans", *Economic Annals*, Volume ۴, No. 181.
9. Cochrane, J., (2007), "Financial markets and real economy," *Journal of Financial Economics* 80, 627-565.
10. Clinch, G., Wei (2011), "The Association between Earnings and Returns and Macroeconomic Performance" Online, <http://www.ssrn.com>.
11. Gan, C., Lee, M., Young, H.W.A. and Zhang, J., (2006), "Macroeconomic Variables and Stock Market Interaction: New Zealand Evidence", *Investment Management and Financial Innovations*, Volume 3, Issue 4.
12. Johansen, S., (1991), "Estimation and Hypothesis Testing of Cointegration Vectors in Gaussian Vector Autoregressive Models", *Econometrica*, 59, 1551-1580.
13. Lin, Yu-Chih, Huang, Shiao Yan, Chang, Ya-Fen (2007) "The Relationship Between Information Transparency And The Informativeness Of Accounting Earnings" *The Journal of Applied Business Research*, Volume 23, Number 3.

14. Madsen, B. Jakob. (2002). Share Returns and the Fisher Hypothesis Reconsidered. *Applied Financial Economics*, No.12, PP. 565-574.
15. Mukherjee, T.K. and A. Naka, (1995), "Dynamic relations between macroeconomic variables and the Japanese stock market: An application of a vector error correction model", *Journal of Financial Research*, 18, 223-237.
16. Ohanian. Lee E, Wright. Mark L. J(2007). "Capital Flows and Macroeconomic Performance :Lessons from the Golden Era of International Finance. Online, <http://www.ssrn.com>
17. Veronesi, P.,(1999), "Stock Market Overreactions to Bad News in Good Times: A Rational Expectations Equilibrium Model". *Review of Financial Studies* 12, 975.