

## رقابت اعلامیه‌های سود؛ بررسی تئوری صف‌بندی رفتار سرمایه‌گذاران در تحلیل اخبار پیش‌بینی سود شرکت‌ها

محمود لاری دشت بیاض

استادیار، گروه حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران

محمد حسین ذوالفقار آرانی\*

دانشجوی دکتری حسابداری، دانشکده علوم اداری و اقتصادی، دانشگاه فردوسی مشهد، مشهد، ایران

کیمیا اکرمی

کارشناس ارشد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور

### چکیده

هدف این پژوهش بررسی تئوری صف‌بندی برای رفتار سرمایه‌گذاران در مواجهه با تراکم انتشار اعلامیه‌های سود فصلی شرکت‌ها در یک روز است. براین اساس از دو سنجه برای صف‌بندی اعلامیه‌های سود استفاده شده است: (۱) معیارهای قابل رؤیت بودن شرکت‌ها و (۲) هزینه پردازش اعلامیه‌های سود. این پژوهش براساس روش استاندارد مطالعات رویداد پژوهی است که بر اساس اطلاعات منتشره از سوی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۴ با نمونه انتخابی شامل ۲۰۲ شرکت و ۴۷۷۷ اعلامیه سود انجام پذیرفته است. آزمون فرضیه‌های پژوهش با استفاده از رگرسیون با داده‌های ترکیبی و برآوردگرهای حداقل مربعات خطا انجام پذیرفته است. نتایج حاکی از وجود محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود در بورس اوراق بهادار تهران و واکنش بازار به تراکم اعلامیه‌های سود منتشره در یک روز خاص است. همچنین اعلامیه سود شرکت‌هایی که در یک روز اقدام به انتشار اطلاعیه‌های سود فصلی می‌نمایند و از نظر ۴ شاخص، هزینه تبلیغات، اندازه شرکت، حجم معاملات و جمع ارقام تعهدی نسبت به سایر شرکت‌های منتشرکننده در همان روز بالاتر هستند، سبب انتقال سود غیرمنتظره ناشی از واکنش بازار از پنجره اعلام سود به بازه بعد از اعلام سود می‌شوند. ضمن آنکه دو شاخص ارقام تعهدی اختیاری و تعداد ارقام درآمد نیز تأثیری بر صف‌بندی اعلامیه‌های سود ندارند.

**واژگان کلیدی:** اعلامیه سود، بازده غیر عادی، سود غیر منتظره، صف‌بندی اعلامیه‌های سود.

## ۱ - مقدمه

تصمیم‌گیری امری است که از ساده‌ترین تا پیچیده‌ترین امور زندگی انسان با آن درگیر است. سرعت توسعه فن آوری، گسترش ارتباطات، اتصال بازارهای کشورها به یکدیگر و نظایر آنها موجب وسیع‌تر شدن گستره‌های عملیاتی و در نتیجه پیچیده‌تر شدن محیط‌های اقتصادی و سرمایه‌گذاری گردیده که در نتیجه آن امر تصمیم‌گیری اقتصادی به موضوعی تبدیل شده که انجام آن روز به روز مشکل‌تر و نیازمند داشتن اطلاعات و توانمندی‌هایی بالاتر برای تصمیم‌گیرندگان است. در چنین شرایطی است که، تصمیم‌گیری‌های اقتصادی دقیق‌تر بیشتر متکی بر دانش و اطلاعات گردیده و از جنبه‌های تصادفی و غیر منطقی فاصله می‌گیرد. در این میان پایه و اساس بسیاری از تصمیم‌گیری‌های اقتصادی را می‌توان اطلاعات مالی و حسابداری و خاصه صورت‌های مالی اساسی دانست. از بین استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی، سرمایه‌گذاران مهمترین بهره‌وران تلقی می‌گردند. بر این اساس اطلاعات حسابداری بایستی سرمایه‌گذاران را جهت پیش‌بینی رویدادهای آتی یاری دهد.

در سیر تکامل حسابداری و در ارتباط با ماهیت آن، دیدگاه‌ها و تصورات متفاوتی بوجود آمده است. از جمله مهم‌ترین این انگاره‌ها، در نظر گرفتن حسابداری به عنوان یک سیستم اطلاع‌رسانی است. در این حالت، حسابداری همانند یک منبع اطلاع‌رسانی یا کانال ارسال اطلاعات خواهد بود که در یک طرف این مسیر، حسابدار و در طرف دیگر آن گروه‌هایی همچون سهامداران قرار دارند. در این میان، صورت‌های مالی در کنار پیش‌بینی‌های مالی و غیر مالی منتشره از سوی شرکت‌ها، توجه ویژه‌ای را به خود معطوف کرده است. آنچه که در دهه‌های اخیر در مطالعات مالی بیش از سایر گزارش‌ها به آن تکیه شده است، چگونگی ارتباط میان عایدات و قیمت سهام است، حوزه‌ای که با مطالعات بیور<sup>۱</sup> (۱۹۶۸)، بال و براون<sup>۲</sup> (۱۹۶۸) و فاما<sup>۳</sup> (۱۹۷۰) آغاز گردید. مطالعات مذکور و عمده تحقیقاتی که پس از آن صورت پذیرفتند، سعی در مشخص نمودن محتوای اطلاعاتی اعلام سود، همبستگی بلند مدت عایدات و قیمت سهام و میزان اطلاعات پیش از افشا دارند.

آنچه در پژوهش حاضر مدنظر قرار گرفته است، اطلاعاتی‌های مربوط به گزارش سود شرکت‌ها به صورت فصلی است. این اطلاعاتی‌ها معمولاً در یک بازه زمانی مشخص از سوی شرکت‌ها به سازمان بورس اوراق بهادار ارائه و توسط این سازمان افشا می‌گردد، لذا اعلان سود شرکت‌های مختلف در یک روز امری عادی است. در مدت زمانی که سرمایه‌گذاران به پردازش اطلاعاتی‌های سود یک شرکت مورد نظر می‌پردازند، ممکن است چندین شرکت دیگر سودهای خود را اعلام نمایند (دلاویگنا و پالت<sup>۴</sup>، ۲۰۰۷؛ ۱۷۰؛ هیرشلیفر و تنو<sup>۵</sup>، ۲۰۰۳؛ ۳۴۲) و سبب ایجاد تداخل بار اطلاعاتی برای استفاده‌کنندگان از آنها شوند. با وجود اینکه این رویداد امری رایج است، مطالعات پیشین توجه کمی را معطوف این امر نموده‌اند که در زمان وجود چندین اعلامیه سود

جدید در بازار، سرمایه گذاران کدام اعلان سود را مورد توجه قرار می‌دهند و یا کدام را باید مورد پردازش قرار دهند.

این پژوهش به این مسئله می‌پردازد که، آیا اولویت سرمایه‌گذاران جهت پردازش اطلاعیه‌های سود، انعکاس دهنده صفی از اعلامیه‌های سود مبتنی بر ویژگی شرکت و ویژگی‌های اطلاعیه سود است؟ درک اولییتی که با آن اعلامیه‌های سود مورد پردازش قرار می‌گیرد و همچنین معیارهایی که سرمایه‌گذاران برای این رتبه‌بندی استفاده می‌کنند، می‌تواند دارای اهمیت ویژه‌ای باشد، زیرا که این امر بطور بالقوه واکنش بازار به درآمد غیر منتظره هر شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهد (فردریسکون و زولاتای<sup>۶</sup>، ۲۰۱۶: ۴۴۵؛ هیرشلیفر و همکاران<sup>۷</sup>، ۲۰۰۹: ۳۴۴؛ پنگ و زیانگ<sup>۸</sup>، ۲۰۰۶: ۳۱۲). نتیجه‌ی این رتبه‌بندی، پاسخ به این سوال است که آیا شرکت‌هایی که بالاتر از شرکت I قرار دارند و اعلامیه سود آن‌ها قبل از اعلامیه سود شرکت I مورد پردازش قرار می‌گیرد، باعث انتقال واکنش بازار به سود غیر منتظره شرکت I از پنجره (تاریخ) اعلام سود به پنجره پس از اعلام می‌شوند؟ هر چقدر تعداد شرکت‌های بالاتر از شرکت I بیشتر باشد، سهم بیشتری از واکنش بازار آن شرکت به پنجره پس از اعلام با تاخیر خواهد بود.

## ۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

مطالعات متعددی در حسابداری و مدیریت مالی انجام شده (از جمله باربر و ادین<sup>۹</sup>، ۲۰۰۸: ۷۹۱؛ سیمس<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۳: ۶۷۳؛ یوسف‌زاده و شریفی‌پور، ۱۳۹۴: ۱۶۲؛ افلاطونی، ۱۳۹۵: ۱۳۳؛ روح‌العلم، ۱۳۹۵: ۱۱۴) که نشان می‌دهند محدودیت‌های شناختی می‌تواند منجر به ایجاد اطلاعات بی‌ربط شود، به نحوی که توجهات را از اطلاعات مرتبط منحرف سازد و منجر شود تا قضاوت‌ها و تصمیم‌گیری‌های افراد براساس برآورد ناچیزی از اطلاعات مرتبط و متکی به اطلاعات غیر مرتبط باشد. همسوی با این تحقیقات، هیرشلیفر و همکاران (۲۰۰۹) نشان می‌دهند که شرکت‌هایی که در روز یکسانی با شرکت I سود خود را اعلام می‌کنند، ذهن سرمایه‌گذاران را از اعلام سود شرکت I منحرف می‌سازند. آن‌ها دریافتند زمانی که برخی از شرکت‌ها همزمان با شرکت I اقدام به اعلام سود می‌نمایند، موجب می‌شوند تا سرمایه‌گذارانی که اقدام به پردازش اعلامیه‌های سود شرکت I نموده‌اند، واکنش بازار که ناشی از سود غیر منتظره ایجاد شده در تاریخ اعلام سود است، کمتر از حد لازم درک نمایند. مهم‌تر آنکه درجه این واکنش کمتر از حد لازم با تعداد اعلامیه‌های سود در همان روز رابطه خواهد داشت، که این امر درخصوص بزرگی تغییرات مربوطه پس از اعلام سود نیز مصداق دارد. البته باید توجه داشت که همه اعلان‌های سود که در یک روز منتشر می‌شوند، واکنش بازار را به یک اندازه منحرف نخواهند کرد. لذا، محققان علوم مالی و حسابداری صف‌بندی اعلامیه‌های سود را به عنوان مکانیسمی ارائه داده و مورد آزمون قرار می‌دهند تا از طریق آن انحراف ایجاد شده در واکنش بازار بر سود غیر منتظره شرکت I، ناشی از ناهمگنی به وجود آمده در میان سرمایه‌گذاران را تحت تاثیر قرار دهند. پشتوانه دیدگاه صف‌بندی اعلامیه‌های

سود نیازمند تحقق دو عامل جهت کسب اعتبار است: نخست آنکه ویژگی‌ها و شاخص‌های مورد استفاده که بطور تئوری مبنای صف‌بندی می‌باشند، به درستی شناسایی شده باشد و دوم آنکه عوامل تجربی مناسبی که دارای علل تئوریک قابل قبولی باشد جهت اندازه‌گیری این ویژگی‌ها مدنظر قرار گیرد. در نتیجه لازم است عواملی جهت صف‌بندی مورد استفاده قرار گیرد که قبل از اعلام سود شناخته شده و قابل برآورد باشند بجای آنکه بر اطلاعات جدید در زمان اعلام سود تمرکز نماییم. فردریکسون و زولوتای (۲۰۱۶) دو ویژگی اساسی را برای ایجاد اولویت میان اعلامیه‌های سود بیان می‌نمایند. اولین ویژگی قابل رویت بودن شرکت اعلام‌کننده سود است؛ شرکت‌های اعلام‌کننده‌ای که از قابلیت دیده شدن بیشتری برخوردارند با احتمال بیشتری مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند و بدین ترتیب بیشتر باعث انحراف ذهن سرمایه‌گذاران از سایر شرکت‌ها می‌شوند.

مطالعات انجام شده در این زمینه، عوامل تجربی گوناگونی را برای اندازه‌گیری و تخمین قابلیت رویت شرکت‌ها بیان نموده‌اند. فانگ و پرس (۲۰۰۹) و باربر و اُدین (۲۰۰۸) پوشش رسانه‌ای شرکت و تبلیغات را عاملی مؤثر برای شناخته شدن شرکت و در معرض دید قرار گرفتن آن می‌دانند. به طور مشابه، گرولان و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۰۴) و لو<sup>۱۲</sup> (۲۰۱۳) نیز دریافته‌اند که افزایش هزینه تبلیغات سبب افزایش انگیزه سرمایه‌گذاران برای سرمایه‌گذاری در شرکت و در نتیجه افزایش حجم مبادلات سهام شرکت در بازار می‌گردد. میزان توجه تحلیل‌گران بازار و پوشش تحلیلی آن‌ها بر اعلامیه‌های شرکت پروکسی دیگری است که در تحقیقات مهران و پرستیانی<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۰) و بیکر و همکاران<sup>۱۴</sup> (۲۰۰۲) به آن اشاره شده است. آن‌ها معتقد هستند که هر چه تحلیل‌گران بیشتری نسبت به رویدادها و اعلامیه‌های یک شرکت واکنش نشان دهند، شرایط برای توجه بیشتر سرمایه‌گذاران را به آن شرکت فراهم خواهند نمود. دومین ویژگی بیان شده توسط فردریکسون و زولوتای (۲۰۱۶)، هزینه مورد انتظار پردازش اعلامیه‌های سود شرکت جهت برآورد جریان‌های نقدی آینده آن است. آن‌ها اینگونه استدلال نمودند که سرمایه‌گذاران با احتمال بیشتری توجه خود را به شرکت‌هایی معطوف می‌دارند که انتظار می‌رود زمان پردازش کمتری جهت برآورد جریان‌های نقدی آن‌ها داشته باشند. آن‌ها همچنین دو ساختار تئوری را برای تخمین زمان پردازش مورد انتظار اعلامیه‌های سود در نظر گرفتند: ۱) شفافیت سود شرکت و ۲) پیچیدگی کسب و کاری که شرکت در آن مشغول است. سودهای با شفافیت کمتر، زمان پردازش بیشتری مورد نیاز دارند. بطور مشابه، کسب و کار پیچیده‌تر نیز زمان پردازش بیشتری را نیاز دارد. دیدگاه صف‌بندی مطرح شده توسط فردریکسون و زولوتای (۲۰۱۶) از طریق هر چهار عامل قابلیت دیده شدن شرکت تأیید شده است، به نحوی که، تعداد اعلامیه‌های سود شرکت‌هایی که در روز انتشار سود توسط شرکت i منتشر شده‌اند و بطور معنی‌داری بیشتر از شرکت i از قابلیت رویت برخوردار بوده‌اند، باعث شدند که واکنش بازار به سود غیرمنتظره شرکت

i در طی دو روز اعلام کاهش یابد و تغییرات قیمت پس از اعلام درآمد افزایش یابد. درمقابل، تعداد شرکت‌هایی که از قابلیت رؤیت کمتری برخوردارند تأثیری بر واکنش بازار به اعلام سود شرکت یا تغییرات پس از اعلام آن ندارند.

موج قابل توجهی از تحقیقات بازار سرمایه به بررسی نحوه واکنش بازار به اعلامیه‌های سود و میزان بار اطلاعاتی این اعلامیه‌ها پرداخته‌اند (از جمله: کوتاری<sup>۱۵</sup>، ۱۹۹۲؛ ۱۷۸؛ کولینز و کوتاری<sup>۱۶</sup>، ۱۹۸۹؛ ۱۴۹؛ بال و براون، ۱۹۶۸؛ ۱۶۴؛ مهرانی و زمانی، ۱۳۹۴؛ ۱۱؛ فخاری و رضانی، ۱۳۹۵؛ ۲۸؛ فدائی نژاد و کامل نیا، ۱۳۹۲؛ ۷۶). در ادامه این مطالعات، محققانی چون پنگ<sup>۱۷</sup> (۲۰۰۵)، پنگ و ژیانگ (۲۰۰۶)، دیلاویگنا و پالت (۲۰۰۷) و هیرشلیفر و همکاران (۲۰۰۹) به بررسی این نکته پرداختند که چگونه محدود نمودن توجه سرمایه‌گذاران به سهام برخی از شرکت‌های خاص، می‌تواند بر واکنش بازار سهام تأثیرگذار باشد. نتایج این پژوهش‌ها نشان دهنده این امر است که واکنش بازار بر سود غیرمنتظره سهام که ناشی از انتشار اعلامیه‌های سود شرکت است، تحت تأثیر مستقیم میزان توجه سرمایه‌گذاران به این اعلامیه‌هاست و زمانبندی اعلام سود از سوی شرکت‌ها به صورت فصلی می‌تواند این رقابت را در جذب سرمایه‌گذاران تشدید یا تضعیف نماید. آنچه در این مقاله به بررسی آن پرداخته می‌شود، در تکمیل نتایج حاصل از تحقیقات گروه دوم است و دیدگاهی را ارائه می‌دهد تا از طریق آن بتوان به تبیین این موضوع پرداخت که چگونه تمرکز سرمایه‌گذاران به برخی از اعلامیه‌های سود، که نشأت گرفته از ترتیب پردازش آن است، سود غیرمنتظره شرکت‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد.

در علوم انسانی عنصر توجه و تمرکز به عنوان یک منبع کمیاب در نظر گرفته شده است (کاهنمن<sup>۱۸</sup>، ۱۹۷۳). یکی از پیامدهایی که برای این امر ذکر گردیده، این است که افراد در مواجهه با اطلاعات رقابتی، اقدام به تشکیل صف جهت پردازش آن اطلاعات می‌نمایند. به دلیل محدودیت‌های شناختی، رقابت صفی منجر به اطلاعات بی‌ربطی می‌شود که توجهات را از اطلاعات مرتبط منحرف می‌سازد. این تأثیر انحرافی منجر به قضاوت‌ها و تصمیم‌گیری‌هایی می‌شود که سهم اطلاعات مرتبط در آن پایین و در مقابل سهم قابل توجهی از اطلاعات بی‌ربط را منعکس می‌نماید. هیرشلیفر و همکاران (۲۰۰۹) این تأثیر انحرافی را به بازار سرمایه بسط داده و دریافتند، وقتی که اعلام سود سایر شرکت‌ها همزمان با شرکت i در یک روز صورت می‌گیرد، درجه‌ی پایین‌تری از واکنش بازار را برای شرکت i به همراه خواهد داشت، که رابطه مثبتی با تعداد اعلامیه‌های سودمنتشره در همان روز دارد. همچنین، نتایج گزارش شده توسط آن‌ها حاکی از آن بود که سرمایه‌گذارانی اقدام به نگهداری سهام پس از اعلام سود می‌نمایند، به نحوی واکنش انحرافی بازار را بر سود غیرمنتظره در دوره پس از اعلام سود شرکت i، جبران می‌نمایند. به این معنی که، تغییرات پس از اعلام سود شرکت i زمانی که سایر شرکت‌ها در همان روز اعلام سود می‌کنند، بیشتر خواهد بود، که با تعداد اعلام سود در همان روز بطور مثبتی مرتبط

است. این انحراف بیشتر نیز مدت زمان لازم برای پردازش کامل سود غیر منتظره شرکت  $i$  را افزایش می‌دهد، که منجر به واکنش بیشتر بازار به سود غیر منتظره شرکت  $i$  می‌شود، که از زمان تاریخ اعلام تا دوره پس از اعلام به تاخیر می‌افتد. این امر، دیدگاه صف‌بندی اعلامیه‌های سود را در روزی که چندین اعلامیه سود منتشر می‌شود نشان می‌دهد. به عبارت دیگر این واکنش بازار نشان می‌دهد که تنها شرکت‌هایی که بالای شرکت  $i$  صف‌بندی شده‌اند بازار را در پردازش اعلامیه‌های سود شرکت  $i$  دچار انحراف می‌کنند و شرکت‌هایی که پایین‌تر از شرکت  $i$  صف‌بندی شده‌اند نباید بازار را منحرف سازند. بر این اساس فرضیه‌های این پژوهش به شرح ذیل تدوین گردید:

فرضیه اول: انتشار اطلاعاتی سود در یک روز خاص دارای تأثیر مثبت بر بازده غیرعادی انباشته سهام است.

فرضیه دوم: تعداد شرکت‌های رتبه‌بندی شده بالاتر از شرکت  $i$  به صورت مستقیم با واکنش بازار ارتباط دارند.

فردریکسون و زولوتای (۲۰۱۶) و هیرشلیفر و همکاران (۲۰۰۹) نشان دادند که انحراف در پردازش اعلامیه‌های سود از سوی سرمایه‌گذاران هم باعث واکنش کمتر از حد بازار در زمان انتشار اعلامیه‌های سود بر سود غیرمنتظره شرکت گردد و هم بزرگی تغییرات قیمت سهام پس از اعلام سود شرکت را منجر می‌شود. در نظر گرفتن این تأثیر انحرافی در فرضیه‌های این پژوهش نشان می‌دهد که تعداد شرکت‌های اعلام‌کننده سود در یک روز، که در صف‌بندی بالاتر از شرکت  $i$  قرار دارند، (۱) بطور منفی با واکنش بازار به سودهای غیر منتظره شرکت  $i$  در طی بازه اعلام سود مرتبط است و (۲) بطور مثبت با واکنش بازار به سود غیر منتظره شرکت  $i$  در طی بازه پس از اعلام سود مرتبط است. در مقابل، تعداد شرکت‌های اعلام‌کننده سود که در صف‌بندی پایین‌تر از شرکت  $i$  قرار دارند، با واکنش بازار به سودهای غیر منتظره شرکت  $i$  در طی بازه اعلام سود و بازه پس از اعلام سود مرتبط نیست.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از دیدگاه هدف یک تحقیق کاربردی می‌باشد. روش مورد استفاده در این مطالعه، روش استاندارد مطالعات رویداد پژوهی است. روش مذکور بر این فرض استوار است که می‌توان بخشی از بازدهی سهام را که مربوط به رویدادی خاص است، مجزا نمود. این امر با استفاده از مدلی برای تخمین بازدهی عادی صورت می‌پذیرد. منظور از بازدهی عادی، آن بازدهی است که در صورت عدم رخداد رویداد مورد نظر حاصل می‌شود. بازدهی غیرعادی که توسط رویداد مربوطه ایجاد می‌شود، از مابه‌التفاوت بازدهی واقعی و بازدهی عادی تخمینی حاصل می‌گردد. آنگاه محتوای اطلاعاتی رویداد از طریق ارزیابی بازدهی غیرعادی حول تاریخ اعلام، بررسی می‌شود. با توجه به اینکه در بازار بورس اوراق بهادار تهران این مشکل وجود دارد که شمار

زیادی از اوراق سهام کم معامله هستند (ناشی از عدم معامله بطور عادی در برخی از روزها و یا بسته شدن نماد آن شرکت در بورس از سوی نهاد ناظر)، جهت رفع آن لازم است رویه‌ای برای تخصیص بازدهی یک روز معاملاتی معین به کل دوره زمانی قبل (که در آن سهام مبادله نشده است) استفاده گردد (ماینس و رامسی<sup>۱۹</sup>، ۱۹۹۳؛ ۱۴۹؛ فدایی نژاد و کامل‌نیا، ۱۳۹۲؛ ۷۵). ماینس و رامسی (۱۹۹۳) در این خصوص سه رویه را معرفی نموده‌اند: (۱) رویه انباشته، که در آن کل بازدهی را به روز معامله سهام تخصیص می‌دهد، (۲) رویه یکنواخت، که در آن بازدهی روز معامله به طور مساوی طی فاصله زمانی دو معامله تقسیم می‌شود و (۳) رویه معامله به معامله، که طی آن بازده روز معامله بعد از چند روز توقف با در نظر گرفتن شاخص بازدهی بازار در نظر گرفته می‌شود. در این پژوهش بر مبنای روش رویداد پژوهشی مورد استفاده از رویکرد دوم استفاده شده است.

### ۳-۱- جامعه، نحوه انتخاب نمونه و چگونگی جمع آوری داده‌ها

جامعه آماری مورد بررسی این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از ابتدای سال ۱۳۸۹ تا پایان سال ۱۳۹۴ است. با توجه به اینکه اطلاعیه‌های مربوط به گزارش سود شرکت‌ها به صورت فصلی به بورس اوراق بهادار تهران در قالب گزارش‌های یکسان و متجانسی صورت می‌پذیرد، لذا از این حیث داده‌های مورد استفاده در پژوهش یکسان هستند. از سوی دیگر، از آنجایی که سود بانک‌ها، بیمه‌ها، موسسات مالی و شرکت‌های ساختمانی طبق استانداردهای حسابداری در مقاطع خاصی از دوره مالی شناسایی می‌شود، لذا پوشش سود در دوره‌های سه ماهه اطلاعات با اهمیتی برای بازار به همراه نخواهد داشت، بنابراین اقدام به حذف این شرکت‌ها از نمونه انتخابی گردیده است. داده‌ها و اطلاعات شرکت‌های نمونه، از نرم افزار ره‌آورد نوین، فایل‌های گزارش اطلاعیه‌های سود و صورت‌های مالی شرکت‌ها موجود در سایت بورس اوراق بهادار تهران و پایگاه رسمی سازمان بورس و اوراق بهادار (کدال) استخراج شده است. بر این اساس نمونه ای مشتمل بر ۲۰۲ شرکت و ۴۷۷۷ اعلامیه سود (عدم انتشار ۷۱ اعلامیه سود از سوی شرکت‌های نمونه در بازه زمانی پژوهش) تشکیل گردید که برای آزمون فرضیه‌های پژوهش مورد استفاده قرار گرفتند.

### ۳-۲- متغیرهای پژوهش و نحوه اندازه‌گیری آن

واکنش بازار به اطلاعیه‌های سود به دو شکل آشکار می‌گردد: اول، تغییر در قیمت سهام تحت تأثیر سود غیر منتظره ایجاد شده در بازه انتشار اعلامیه سود و دوم، بزرگنمایی بازده غیرعادی سهام ناشی از تغییرات ایجاد شده پس از انتشار اعلامیه سود. این دو فاکتور با استفاده از بازده غیر عادی انباشته ناشی از خرید و نگهداری سهام به صورت فصلی در دوره  $[t, t+k]$  اندازه‌گیری می‌شود (فردریکسون و زولاتای، ۲۰۱۶؛ ۴۴۱-۴۶۲؛ هیرشلیفر و همکاران، ۲۰۰۹؛ ۳۳۷-۳۸۶).

در این مطالعه، با در نظر گرفتن تاریخ اعلام سود به عنوان روز صفر، بازده غیرعادی تجمعی ناشی از خرید در دوره [۰؛ ۱] و بازده غیر عادی تجمعی ناشی از نگهداری در دوره [۲،۶۰] از تفاضل بازده خرید و نگهداری سهام در دوره  $[t, t+k]$  از بازده فصلی متناظر آن برای ۵۰ شرکت برتر بورس محاسبه خواهد شد.

$$CAR_{iq}[t, t+k] = \sum_{j=t}^{t+k} (1 + R_{iqj}) - \sum_{j=t}^{t+k} (1 + R_{ijj}) \quad \text{رابطه (۱)}$$

بیان گردید که انتظار می‌رود بازده غیرعادی سهام واکنش بازار به سود غیر منتظره شرکت  $i$  را در فصل  $q$  منعکس نماید. رابطه ۲ نشان می‌دهد که سود غیرمنتظره سهام، از تفاضل بین سود هر سهم فصلی واقعی شرکت و سود هر سهم فصلی پیش‌بینی شده بدست می‌آید:

$$UE_{iq} = (EPS_{iq} - FEPS_{iq}) / p_{iq} \quad \text{رابطه (۲)}$$

با توجه به آنچه در ادبیات این پژوهش بیان گردید، برای رتبه‌بندی شرکت‌های نمونه از نظر میزان توجه سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه به اعلامیه‌های سود منتشره از سوی آن‌ها از دو عامل خودنمایی شرکت‌ها در بازار سرمایه و هزینه مورد انتظار پردازش اعلامیه‌های سود، بهره گرفته شده است. جهت کمی‌سازی قابلیت دیده شدن شرکت‌ها، بر اساس پژوهش‌های انجام شده توسط گرولان و همکاران (۲۰۰۴) و لو (۲۰۱۳) از سه شاخص هزینه تبلیغات شرکت، حجم معاملات شرکت در دوره قبل و اندازه شرکت (لگاریتم طبیعی ارزش بازار سهام) استفاده گردیده است. همچنین برای لحاظ نمودن هزینه مورد انتظار پردازش اعلامیه‌های سود، ساختار شفافیت سود شرکت و پیچیدگی فعالیت شرکت مورد ارزیابی قرار می‌گیرد. در ادبیات حسابداری اینگونه تحلیل می‌شود که، سودهایی که تحت تأثیر فرآیند مدیریت سود منتشر می‌شوند، اطلاعات اندکی را نسبت به جریان‌های نقدی آتی منتشر می‌نمایند (ریچاردسون و همکاران<sup>۲۰</sup>، ۲۰۰۵؛ ۴۴۶). این موضوع بر این امر دلالت دارد که شفافیت سود یک رابطه منفی با مدیریت سود داشته و بنابراین هزینه پردازش اطلاعات رابطه مثبتی با درجه مدیریت سود خواهد داشت. بر این اساس شاخص‌های تجربی مورد استفاده در این مطالعه برای بیان شفافیت سود، جمع اقلام تعهدی (ACCUALS) و اقلام تعهدی اختیاری (OPACITY) است. اقلام تعهدی از قدر مطلق تفاضل بین خالص جریان نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی شرکت و سود عملیاتی بدست می‌آید (آیرس و همکاران<sup>۲۱</sup>، ۲۰۰۶؛ ۶۲۴) و اقلام تعهدی اختیاری با استفاده از مدل جونز تعدیل شده محاسبه می‌گردد. از سوی دیگر، استدلال می‌شود که شرکت‌های دارای پیچیدگی فعالیت بیشتر نیازمند صرف زمان و در نتیجه هزینه بالاتری برای پردازش اطلاعات می‌باشند (فانگ و پرس، ۲۰۰۹؛ ۳۱؛ بوشی و میلر<sup>۲۲</sup>، ۲۰۱۲؛ ۸۷۱). در این پژوهش، برای در نظر گرفتن پیچیدگی شرکت از شاخص تعداد اقلام موجود در درآمدهای عملیاتی شرکت (NUM\_REV) استفاده شده است.



با توجه به آنچه در فوق ارائه گردید، در این مطالعه شش متغیر جانشین برای نشان دادن میزان توجه سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه به اعلامیه‌های سود در نظر گرفته شده است. بر مبنای هر یک از این پروکسی‌ها، اقدام به رتبه بندی اعلامیه‌های سود فصلی شرکت‌ها می‌شود و برای هر فصل-شرکت دو متغیر  $\%\_BELOW$  و  $\%\_ABOVE$  محاسبه می‌گردد. بر این اساس، متغیر  $\%\_BELOW$  (BELOW\_% ) برای شرکت  $i$  در فصل  $q$  نشان دهنده تعداد شرکت‌هایی است که سود فصل  $q$  خود را دقیقاً در همان روز انتشار سود شرکت  $i$  ارائه نموده‌اند و در هر یک از رتبه‌بندی‌های انجام شده بر مبنای پروکسی‌های فوق به طور مجزا، بالاتر (پایین‌تر) از شرکت  $i$  قرار گرفته‌اند، تقسیم بر، تعداد کل شرکت‌هایی که سود فصل  $q$  خود را دقیقاً در روز انتشار سود توسط شرکت  $i$  منتشر نموده‌اند. با توجه به عدم یکسان بودن تراکم انتشار اعلامیه‌های سود در روزهای مختلف، ضروری است ضریب مناسبی جهت کنترل آثار احتمالی ناشی از این رویداد تعریف گردد. بدین منظور، برای هر روز که در آن اعلامیه سود منتشر گردیده است، اقدام به رتبه‌بندی شرکت‌ها برای هر پروکسی به طور جداگانه نموده و سپس، اقدام به محاسبه تعداد کل شرکت‌هایی که سود فصلی خود را در روز  $t$  منتشر نموده‌اند (COUNT)، می‌گردد. مقادیر به دست آمده برای متغیر COUNT در هر فصل را پنجگ بندی نموده، مقادیر صفر تا ۴ را به ترتیب به پنجگ‌ها اختصاص داده و جهت هم مقیاس سازی آن‌ها، رتبه هر پنجگ بر ۴ تقسیم می‌گردد. بدین ترتیب، وزن هر اعلامیه سود از نظر تراکم انتشار اعلامیه‌ها در روز مربوطه (WEIGHT) مشخص می‌شود. حال از ضرب نمودن هر یک از دو متغیر  $\%\_BELOW$  و  $\%\_ABOVE$  در وزن مربوط به تراکم اعلامیه‌های آن (WEIGHT)، متغیرهای مستقل اصلی این پژوهش یعنی  $QUEUE\_ABOVE$  و  $QUEUE\_BELOW$  بدست خواهد آمد.

### ۳-۲- مدل آزمون فرضیه‌ها

شرط لازم برای تحقق فرضیه‌ی صف‌بندی این پژوهش، آن است که انتشار اعلامیه‌های سود در یک روز سبب واکنش بازار ناشی از توجه بیشتر یا کمتر سرمایه‌گذاران به یک اعلامیه سود گردد. بنابراین، در اولین گام برای انجام تجزیه و تحلیل‌ها، ضروری است بررسی گردد که سود غیرمنتظره ناشی از تعداد اعلامیه‌های سود منتشره در یک روز بر بازده غیر عادی سهام در روز انتشار سود (بازده خرید) و بر بازده غیر عادی سهام در روزهای بعد از انتشار سود (بازده نگهداری) تأثیرگذار خواهد بود. برای این منظور، رابطه ۳ در نظر گرفته شده است:

$$CAR_{iq}[t, t+k] = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{iq} + \alpha_2 (UE_{iq} \times COUNT_{iq}) + \sum_k \beta_k CONTROL_{iqj} + \sum_j \lambda_j (UE_{iq} \times CONTROL_{iqj}) + \varepsilon_{iq} \quad \text{رابطه ۳}$$

که در این رابطه، COUNT تعداد شرکت‌هایی است که سود فصل  $q$  خود را دقیقاً در روز انتشار سود توسط شرکت  $i$  منتشر می‌کنند. متغیرهای کنترلی نیز شامل: SIZE، اندازه شرکت است که

از لگاریتم طبیعی ارزش بازار حقوق صاحبان سهام محاسبه خواهد شد، B/M، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام است، لازم به توضیح است که متغیرهای فوق‌الذکر برای هر فصل-شرکت بر مبنای اطلاعات سال مالی قبل از فصل مورد نظر محاسبه می‌گردد. همچنین، IH، درصد سهامداران نهادی شرکت، TURNOVER، میانگین روزانه حجم معاملات سهام شرکت در فصل مورد بررسی f بوده که از تقسیم تعداد سهام مبادله شده در هر فصل بر ۹۰ بدست می‌آید و INDUSTRY، متغیر صنعت شرکت است.

در صورتی که  $\alpha_2$  دارای رابطه منفی و معنادار در روز انتشار اعلامیه‌های سود (بازده غیر عادی انباشته برای دوره زمانی [۰ و ۱]) و دارای رابطه مثبت و معناداری در روزهای بعد از انتشار اعلامیه‌های سود (بازده غیر عادی انباشته برای دوره زمانی [۲ و ۶۰]) باشد، می‌توان ادعا نمود که انتشار اعلامیه‌های سود در یک روز سبب واکنش بازار (پیشانی بازار) خواهد شد. در صورتی که بتوان این رابطه را برای شرکت‌های نمونه برقرار نمود، با استفاده از رابطه ۴ برای آزمون فرضیه‌های پژوهش اقدام می‌گردد:

$$CAR_{iq}[t, t+k] = \alpha_0 + \alpha_1 UE_{iq} + \alpha_2 (UE_{iq} \times \underline{QUEUE\_ABOVE}_{iq})$$

رابطه ۴)

$$+ \alpha_3 (UE_{iq} \times \underline{QUEUE\_BELOW}_{iq}) + \alpha_4 (UE_{iq} \times \underline{PROXY}_{iq})$$

$$+ \alpha_5 \underline{QUEUE\_ABOVE}_{iq} + \alpha_6 \underline{QUEUE\_BELOW}_{iq} + \alpha_7 \underline{PROXY}_{iq}$$

$$+ \sum_{i=1}^j \beta_k \underline{CONTROL}_{iqj} + \sum_{i=1}^j \lambda_j (UE_{iq} \times \underline{CONTROL}_{iqj}) + \varepsilon_{iq}$$

#### ۴- یافته‌های پژوهش

##### ۴-۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

به منظور بررسی و تجزیه و تحلیل اولیه داده‌ها، آماره‌های توصیفی متغیرهای مورد مطالعه محاسبه و در جدول یک ارائه شده است. با توجه به این جدول، میانگین تعداد اعلامیه‌های سود منتشره در یک روز بالغ بر ۱۵ اعلامیه است که می‌تواند حاکی از رقابت قابل توجه در پردازش این اطلاعاتها است. میانگین بازده غیر عادی انباشته برای پنجره اعلام سود ۰/۴۲- درصد را نشان می‌دهد که حاکی از واکنش کمتر از حد بازار در زمان انتشار اعلامیه‌های سود و در نتیجه انحراف در پردازش اعلامیه‌های سود از سوی سرمایه‌گذاران است. از سوی دیگر، میانگین بازده غیر عادی انباشته برای پنجره بعد از اعلام سود نیز عددی معادل ۲/۴ درصد را نشان می‌دهد که در مقایسه با این رقم در بازه انتشار سود می‌توان اینگونه تحلیل نمود که تأثیر انحرافی بازار در واکنش به اعلامیه‌های سود در این بازه زمانی خنثی شده و واکنش بازار بر سود غیر منتظره شرکت متعادل خواهد شد.

نگاره ۱- آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

نام متغیر	نماد متغیر	میانگین	میانۀ	انحراف معیار	کمترین مقدار	بیشترین مقدار
تعداد اعلامیه های سود تدر روز	COUNT	۱۵/۰۷۶	۸/۰۰۰	۱۶/۲۹۹	۱/۰۰۰	۶۴/۰۰۰
بازده غیر عادی انباشته (بازده اعلام سود)	CAR[0,1]	-۰/۰۰۴۲	-۰/۰۰۱۲	۰/۱۶۹	-۲/۰۱۵	۲/۴۷۸
بازده غیر عادی انباشته (بازده بعد از اعلام سود)	CAR[2,60]	۰/۰۲۴	۰/۰۲۲	۰/۲۱۷	-۱/۶۰۰	۱/۱۴۸
سود غیر منتظره	UE	-۰/۰۰۵۵	-۰/۰۰۲۰	۰/۱۰۰۸	-۱/۳۲۳	۱/۶۸۲
هزینه تبلیغات به جمع دارایی ها	ADVERTISING	۰/۰۲۰	۰/۰۰۱۲	۰/۱۱۰	۰/۰۰۰	۲/۴۶۶
اندازه شرکت	SIZE	۱۳/۵۰۹	۱۳/۳۵۶	۱/۵۷۰	۱۰/۰۷۴	۱۸/۳۷۳
نسبت جمع اقلام تعهدی به دارایی ها	ACCRUALS	۰/۲۷۳	۰/۰۶۵	۱/۳۷۸	-۲۶/۱۶۲	۱۲/۸۴۸
درصد سهامداران نهادی	IH %	۴۸/۰۵	۵۰/۰۵	۳۲/۸۱۴	۱/۰۳	۹۹/۴۵
ارزش دفتری به ارزش بازار	B/M	-۰/۶۲۲	-۰/۴۷۴	۰/۸۱۶	-۵/۶۸۸	۱۳/۸۷۸
تعداد اقلام درآمد	Num_Rev	۸/۰۸۸	۶/۰۰۰	۸/۱۰۳	۱/۰۰۰	۸۴/۰۰۰

۴-۲- همبستگی شاخص های رتبه بندی شرکت ها

میزان همبستگی فیما بین شاخص های رتبه بندی اعلامیه های سود در نگاره ۲ ارائه گردیده است. مشاهده می شود که همبستگی بین سه شاخص قابل رؤیت بودن شرکت مثبت است که دلیل آن نیز می تواند هم راستا بودن این سه شاخص باشد، یعنی هر چه تبلیغات شرکت یا اندازه شرکت و یا حجم معاملات شرکت بیشتر باشد بدیهی است که شرکت بیشتر مورد توجه سرمایه گذاران خواهد بود. همچنین، بیان گردید که شفافیت سود در تقابل با پیچیدگی شرکت است، به عبارت دیگر شرکت هایی که دارای فعالیت پیچیده تری هستند دارای درجه کمتری از شفافیت مالی می باشند. این امر نیز از همبستگی منفی میان دو شاخص شفافیت سود (اقلام تعهدی اختیاری و جمع اقلام تعهدی) با شاخص پیچیدگی فعالیت شرکت (تعداد اقلام درآمد عملیاتی) قابل مشاهده است.

نگاره ۲- ماتریس همبستگی پیرسون شاخص‌های مربوط به رتبه بندی اعلامیه های سود

معیار	نام شاخص	ADVERT	SIZE	TURNOVER	OPACITY	ACCRUALS	Num_Rev
قابل رؤیت بودن	هزینه تبلیغات	۱/۰۰۰	-/۲۲۰	-/۲۱۰	-/۲۱۲	-/۰۵۱	-/۰۱۳
	اندازه شرکت	۱/۰۰۰	۰/۳۱۲	-/۱۵۸	-/۰۱۷	-/۰۲۳	-/۰۲۳
	حجم معاملات	۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	۰/۰۶۹	-/۰۳۴	-/۰۲۷	-/۰۲۷
هزینه	اقدام تهمدی اختیاری			۱/۰۰۰	۰/۰۴۴	-/۰۲۷	-/۰۲۷
بردازش اطلاعاتیه	جمع اقدام تهمدی				۱/۰۰۰	-/۰۵۰	-/۰۵۰
سود درآمد	تعداد اقدام						۱/۰۰۰

### ۴-۳- نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

#### آزمون فرضیه اول

شرط لازم برای تحقق فرضیه‌ی صف‌بندی اعلامیه‌های سود آن است که، تغییر در تعداد اعلامیه‌های سود منتشر شده در یک روز سبب واکنش بازار شود، به عبارت دیگر، تراکم انتشار اعلامیه سود در یک روز سرمایه‌گذاران را در بازار منحرف نمایند. برای این منظور با استفاده از رابطه ۳، ابتدا به بررسی محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود در پنجره انتشار آن (روز انتشار و یک روز بعد از آن) و پنجره بعد از اعلام سود (روز دوم تا روز ششم انتشار اعلامیه سود) پرداخته می‌شود. سپس در همین مدل، با استفاده از متغیر تعداد اعلامیه‌های سود منتظر شده در یک روز (COUNT)، تأثیر تراکم انتشار اعلامیه‌ها در این دو بازه زمانی مورد ارزیابی قرار داده شده است. فرضیه اول این پژوهش بیان می‌کند، انتشار اطلاعاتیه‌های سود در یک روز خاص دارای تأثیر مثبت بر بازده غیرعادی انباشته سهام است یعنی برای اینکه اعلامیه‌های سود یک روز خاص سبب افزایش بازده غیرعادی انباشته سهام گردد لازم است که سود غیر منتظره سهام از پنجره اعلام سود به پنجره بعد از اعلام سود منتقل شود. به عبارت دیگر هنگامی می‌توان ادعا نمود که فرضیه اول این پژوهش صادق است که واکنش بازار به اعلامیه‌های سود در یک روز خاص (یعنی پارامتر  $\alpha_2$  در رابطه ۳) دارای رابطه منفی و معنادار با بازده غیرعادی انباشته مربوط به پنجره اعلام سود و در مقابل، دارای رابطه مثبت و معنادار با بازده غیرعادی انباشته مربوط به پنجره بعد از اعلام سود باشد. نتایج حاصل از برآورد پارامترهای مدل آزمون فرضیه اول این پژوهش در نگاره ۳ ارائه گردیده است.

مشاهده می‌شود که، سطح معناداری آماره  $t$  برای سود غیر منتظره هم در پنجره اعلام سود و هم در پنجره بعد از اعلام سود نشان دهنده وجود رابطه معنادار بین سود غیر منتظره و بازده غیرعادی انباشته در این دو بازه زمانی است، لذا می‌توان نتیجه گرفت که انتشار اعلامیه‌های سود در بازار بورس اوراق بهادار تهران دارای محتوای اطلاعاتی است. همچنین میزان آماره  $t$  برای متغیر

حاصل ضرب سود غیرمنتظره در تعداد اعلامیه‌های سود منتشر شده در یک روز، برای پنجره اعلام سود برابر ۲/۰۶۴- بوده که نشان دهنده وجود رابطه منفی و معنادار بین این متغیر و بازده غیرعادی انباشته در این بازه زمانی است. درخصوص پنجره بعد از اعلام سود نیز آماره t مربوط به این متغیر ناشی از برازش مدل، معادل ۲/۳۹۸ است، که بیان کننده وجود رابطه مثبت و معنادار آن با بازده غیرعادی انباشته است. لذا می‌توان ادعا نمود که فرضیه اول این پژوهش و در نتیجه آن شرط لازم برای بررسی فرضیه صف‌بندی اعلامیه‌های سود مورد پذیرش قرار می‌گیرد. این نتایج به طور مشابه در پژوهش فردریکسون و زولاتای (۲۰۱۶)، لو (۲۰۱۳) و فانگ و پرس (۲۰۰۹) نیز بیان گردیده است. در پژوهش‌های انجام شده بر روی بورس اوراق بهادار تهران نیز، فدایی نژاد و کامل نیا (۱۳۹۲) صرفاً به بررسی محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود فصلی پرداخته و نتایجی مشابه با این تحقیق را ارائه داده‌اند.

نگاره ۳- نتایج برازش مدل آزمون فرضیه اول

نماد متغیر	CAR[2,60]			CAR[0,1]			ضریب	خطای استاندارد	آماره t	VIF	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	VIF
	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	ضریب	خطای استاندارد	آماره t								
Intercept	-۰/۰۳۰۱	۰/۰۲۳۵	-۱/۲۷۸	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
UE	-۰/۷۹۱۳	۰/۲۴۴۹	-۳/۲۳۱**	۱/۰۹۱	۱/۰۵۹۱	-۲/۰۶۴*	۱/۰۹۱	۱/۰۵۹۱	-۳/۲۳۱**	۱/۰۹۱	۱/۰۵۹۱	-۲/۰۶۴*	۱/۰۹۱	۱/۰۵۹۱
UE*COUNT	-۰/۰۰۳۷	۰/۰۰۱۸	-۲/۰۶۴*	۱/۰۵۹۱	۱/۰۵۹۱	-۲/۰۶۴*	۱/۰۵۹۱	۱/۰۵۹۱	-۲/۰۶۴*	۱/۰۵۹۱	۱/۰۵۹۱	-۲/۰۶۴*	۱/۰۵۹۱	۱/۰۵۹۱
B/M	-۰/۰۰۵۱	۰/۰۰۲۹	-۱/۷۲۷^	۱/۰۵۸	۱/۰۵۸	-۱/۷۲۷^	۱/۰۵۸	۱/۰۵۸	-۱/۷۲۷^	۱/۰۵۸	۱/۰۵۸	-۱/۷۲۷^	۱/۰۵۸	۱/۰۵۸
UE* B/M	-۰/۰۱۰۴	۰/۰۱۵۲	-۰/۶۸۲	۴/۱۳۶	۴/۱۳۶	-۰/۶۸۲	۴/۱۳۶	۴/۱۳۶	-۰/۶۸۲	۴/۱۳۶	۴/۱۳۶	-۰/۶۸۲	۴/۱۳۶	۴/۱۳۶
IH	-۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۷	-۱/۹۸۵*	۱/۱۰۲	۱/۱۰۲	-۱/۹۸۵*	۱/۱۰۲	۱/۱۰۲	-۱/۹۸۵*	۱/۱۰۲	۱/۱۰۲	-۱/۹۸۵*	۱/۱۰۲	۱/۱۰۲
UE*IH	۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۷	۱/۱۲۳	۱/۹۶۰	۱/۹۶۰	۱/۱۲۳	۱/۹۶۰	۱/۹۶۰	۱/۱۲۳	۱/۹۶۰	۱/۹۶۰	۱/۱۲۳	۱/۹۶۰	۱/۹۶۰
TURNOVER	۱/۲۴۴	۱/۳۳۷	۰/۹۳۰	۱/۰۱۸	۱/۰۱۸	۰/۹۳۰	۱/۰۱۸	۱/۰۱۸	۰/۹۳۰	۱/۰۱۸	۱/۰۱۸	۰/۹۳۰	۱/۰۱۸	۱/۰۱۸
UE*TURNOVER	۱/۲۳۵	۱۳/۷۳۷	۰/۰۸۹	۱/۰۷۶	۱/۰۷۶	۰/۰۸۹	۱/۰۷۶	۱/۰۷۶	۰/۰۸۹	۱/۰۷۶	۱/۰۷۶	۰/۰۸۹	۱/۰۷۶	۱/۰۷۶
VER	۰/۰۰۲۰	۰/۰۰۱۶	۱/۲۳۹	۱/۰۶۹	۱/۰۶۹	۱/۲۳۹	۱/۰۶۹	۱/۰۶۹	۱/۲۳۹	۱/۰۶۹	۱/۰۶۹	۱/۲۳۹	۱/۰۶۹	۱/۰۶۹
Size	۰/۰۰۲۰	۰/۰۰۱۶	۱/۲۳۹	۱/۰۶۹	۱/۰۶۹	۱/۲۳۹	۱/۰۶۹	۱/۰۶۹	۱/۲۳۹	۱/۰۶۹	۱/۰۶۹	۱/۲۳۹	۱/۰۶۹	۱/۰۶۹
UE*Size	۰/۰۰۶۰۶	۰/۰۱۸۳	۳/۲۹۹***	۱/۰۴۶	۱/۰۴۶	۳/۲۹۹***	۱/۰۴۶	۱/۰۴۶	۳/۲۹۹***	۱/۰۴۶	۱/۰۴۶	۳/۲۹۹***	۱/۰۴۶	۱/۰۴۶
Industry	کنترل شد	کنترل شد		کنترل شد	کنترل شد		کنترل شد	کنترل شد		کنترل شد	کنترل شد		کنترل شد	کنترل شد
ضریب تعیین مدل (R2)	۰/۱۱۹			۰/۱۱۷			۰/۱۱۷			۰/۱۱۷			۰/۱۱۷	
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۱۱۲			۰/۱۰۹			۰/۱۰۹			۰/۱۰۹			۰/۱۰۹	
آماره F مدل (P- مقدار)	۱۲/۲۹۰ (۰/۰۰۰)			۱۵/۵۷۸ (۰/۰۰۰)			۱۵/۵۷۸ (۰/۰۰۰)			۱۵/۵۷۸ (۰/۰۰۰)			۱۵/۵۷۸ (۰/۰۰۰)	
آزمون‌های پیش از برازش مدل	آماره آزمون	P-Value	آماره آزمون	آماره آزمون	P-Value	آماره آزمون	آماره آزمون	P-Value	آماره آزمون	P-Value	آماره آزمون	P-Value	آماره آزمون	P-Value
آزمون برونش باگان	۱۰۴/۲۷۵	۰/۰۰۰۰	۱۶۶۳/۳۷	۱۰۴/۲۷۵	۰/۰۰۰۰	۱۶۶۳/۳۷	۱۰۴/۲۷۵	۰/۰۰۰۰	۱۶۶۳/۳۷	۰/۰۰۰۰	۱۶۶۳/۳۷	۰/۰۰۰۰	۱۶۶۳/۳۷	۰/۰۰۰۰
آزمون F-لیمر	۴/۰۵۴	۰/۰۰۰۰	۱۳/۹۶۲	۴/۰۵۴	۰/۰۰۰۰	۱۳/۹۶۲	۴/۰۵۴	۰/۰۰۰۰	۱۳/۹۶۲	۰/۰۰۰۰	۱۳/۹۶۲	۰/۰۰۰۰	۱۳/۹۶۲	۰/۰۰۰۰
آزمون هاسمن	۲۴/۶۴۸	۰/۰۴۵۹	۵۵/۵۱۰	۲۴/۶۴۸	۰/۰۴۵۹	۵۵/۵۱۰	۲۴/۶۴۸	۰/۰۴۵۹	۵۵/۵۱۰	۰/۰۴۵۹	۵۵/۵۱۰	۰/۰۴۵۹	۵۵/۵۱۰	۰/۰۴۵۹

توضیح: نگاره فوق نتایج مربوط به برازش مدل بررسی محتوای اطلاعاتی انتشار اعلامیه‌های سود شرکت‌ها در یک روز خاص را نشان می‌دهد. ماتریس نتایج ارائه شده در سمت راست

بیانگر برازش مدل هنگامی است که متغیر وابسته بازده غیر عادی انباشته در پنجره اعلام سود است و ماتریس سمت راست نتایج برازش مدل با متغیر وابسته بازده غیر عادی انباشته در پنجره بعد از اعلام سود است. مقدار خطای در این  $\alpha$  جدول برای «\*\*\*» معادل ۰/۰۰۱، برای «\*\*» معادل ۰/۰۱، برای «\*» معادل ۰/۰۵ و برای «^» معادل ۰/۱۰ است. شایان ذکر است که پیش از برازش هر یک از مدل‌های فوق آزمون‌های مربوط به تعیین روش برآورد مورد بررسی قرار گرفتند که بر مبنای آن، روش مناسب برای هر دو مدل روش پانلی با اثرات ثابت تعیین شده است.

### آزمون فرضیه دوم

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌کند تعداد شرکت‌های رتبه‌بندی شده بالاتر از شرکت  $i$  به صورت مستقیم با واکنش بازار به انتشار اعلامیه سود بر بازده غیر عادی انباشته ارتباط دارند در حالی که تعداد شرکت‌های رتبه‌بندی شده پایین‌تر شرکت  $i$  هیچ تغییری در بازار نسبت به انتشار اعلامیه سود ایجاد نمی‌کنند. جهت آزمون این فرضیه از رابطه ۴ استفاده می‌گردد که برای هر کدام از شش شاخص رتبه‌بندی اعلامیه‌های سود معرفی شده به طور مجزا مورد برازش قرار گرفته است. همانگونه که پیش‌تر نیز بیان شد، جهت پذیرش فرضیه صف‌بندی اعلامیه‌های سود تحقق دو عامل ضروری است: اول اینکه، در رابطه ۴ ضریب متغیر `UE*QUEUE_ABOVE` در پنجره اعلام سود دارای رابطه منفی و معنادار با بازده غیر عادی انباشته باشد و در پنجره بعد از اعلام سود نیز، دارای رابطه مثبت و معنادار با بازده غیر عادی انباشته باشد و دوم آنکه، ضریب متغیر `UE*QUEUE_BELOW` در هر دو بازه زمانی اعلام سود و بعد از اعلام سود فاقد ارتباط معنادار با بازده غیر عادی انباشته باشد. در ادامه نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش در شرایط استفاده از هر یک از شاخص‌های رتبه‌بندی اعلامیه‌های سود، ارائه می‌گردد.

### صف‌بندی اعلامیه‌های سود با استفاده از شاخص هزینه تبلیغات

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش در شرایط رتبه‌بندی اعلامیه‌های سود منتشر شده در یک روز خاص بر مبنای هزینه تبلیغات در نگاره ۴ ارائه شده است. مشاهده می‌گردد که آماره  $t$  مربوط به متغیر `UE*QUEUE_ABOVE` در پنجره اعلام سود برابر ۴/۱۳۲- است که بیانگر وجود رابطه منفی و معنادار این متغیر با بازده غیر عادی انباشته است. همچنین آماره  $t$  این پارامتر برای پنجره بعد از اعلام سود نیز معادل ۲/۳۰۶ است که حاکی از ارتباط مثبت و معنادار این متغیر با بازده غیر عادی انباشته است. میزان آماره آزمون برای ضریب رگرسیون متغیر `UE*QUEUE_BELOW` نیز در بازه اعلام سود و بعد از اعلام سود به ترتیب مقادیر ۱/۷۲۷- و ۱/۱۹۶- را نشان می‌دهد که دلیلی بر عدم وجود رابطه معنادار بین این متغیر و بازده غیر عادی انباشته است، لذا می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه دوم این پژوهش در شرایطی که هزینه تبلیغات شرکت‌ها شاخص صف‌بندی اعلامیه‌های سود آن‌ها باشد، مورد پذیرش واقع

خواهد شد و در زمان وجود تراکم انتشار اعلامیه سود، اعلامیه سود شرکت‌هایی که هزینه تبلیغات بالاتری دارند زودتر از سایر شرکت‌ها مورد توجه و پردازش سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرد.

نگاره ۴- نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از شاخص هزینه تبلیغات

متغیر وابسته : بازده غیر عادی انباشته پنجره سود CAR[2,60]				متغیر وابسته : بازده غیر عادی انباشته پنجره اعلام سود CAR[0,1]				شاخص رتبه بندی شرکت‌ها: هزینه تبلیغات
VI آماره F	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	V آماره IF	آماره t	خطای استاندارد	ضریب	نماد متغیر
-	۱/۳۸۸	۱/۷۹۸۹	۲/۴۹۷۶	-	-۰/۴۹۵	۰/۸۹۵۶	-۰/۴۴۴۲	Intercept
۲/۷۹۴	-۳/۲۸۷***	۰/۰۹۷۵	۰/۳۲۰۴	۲/۰۷۳	۲/۵۰۳*	۰/۰۶۰۵	۰/۱۵۱۶	UE
۲/۰۹۷	۲/۳۰۶*	۰/۰۵۳۱	۰/۱۲۲۳	۱/۷۰۵	-۴/۱۳۲***	۰/۰۳۵۴	-۰/۱۴۶۵	UE*QUEUE ABOVE
۴/۶۴۱	-۱/۱۹۶	۰/۱۱۰۹	-۰/۱۳۲۷	۱/۱۱۶	-۱/۷۲۷	۰/۰۷۲۲	-۰/۱۲۴۸	UE*QUEUE BELOW
۱/۰۴۴	۰/۵۸۹	۰/۰۲۷۶	۰/۰۱۶۲	۱/۲۰۵	۰/۸۶۱۹	۰/۰۱۵۴	۰/۰۱۳۳	Advertising
۱/۱۳۴	۰/۰۵۳۷	۰/۴۸۵۵	۰/۰۲۶۱	۲/۴۶۲	۱/۰۹۱۸	۰/۳۰۰۳	۰/۳۲۷۹	UE*Advertisi
۳/۳۶۱	-۱/۳۶۷	۱/۷۹۸۲	-۲/۴۵۷۴	۲/۲۲۱	۰/۴۹۸۵	۰/۸۹۵۱	۰/۴۴۶۲	QUEUE <sub>ng</sub> ABOVE
۲/۴۴۲	-۱/۳۶۳۷	۱/۷۹۸۴	-۲/۴۵۲۵	۲/۳۳۸	۰/۴۹۶۸	۰/۸۹۵۲	۰/۴۴۲۹	QUEUE_BEL OW
۱/۰۲۳	-۴/۱۵۹***	۰/۰۰۳۸	-۰/۰۱۵۹	۱/۰۲۷	-۱/۹۶۱*	۰/۰۰۲۳	-۰/۰۰۴۶	B/M
۱/۰۹۳	۲/۵۱۰*	۰/۰۲۱۴	۰/۰۵۳۸	۱/۰۱۱	-۰/۶۵۸	۰/۰۱۲۰	-۰/۰۰۷۹	UE* B/M
۱/۰۰۷	-۱/۰۳۱	۰/۰۰۰۰۹	-۰/۰۰۰۰۹	۱/۰۹۱	-۱/۹۶۴*	۰/۰۰۰۰۶	-۰/۰۰۰۰۱	IH
۴/۰۶۲	-۰/۸۴۵	۰/۰۰۱۰	-۰/۰۰۰۰۸	۳/۵۱۳	۰/۶۶۱	۰/۰۰۰۰۶	۰/۰۰۰۰۴	UE*IH
			۰/۰۱۵				۰/۰۰۷	ضریب تعیین مدل (R2)
			۰/۰۱۲				۰/۰۰۵	ضریب تعیین تعدیل شده
			(۰/۰۰۰)۵/۸۶۹			(۰/۰۰۰۷) ۲/۹۳۵		آماره F مدل (P- مقدار)
								آزمون‌های بیش از برآزش مدل
		P-Value	آماره آزمون		P-Value	آماره آزمون		آزمون برونش یگان
		۰/۰۰۰۰	۱۴۴۹/۸		۰/۰۰۰۰	۴۸/۷۵۶		آزمون F-لیمر
		۰/۰۰۰۰	۱۳/۴۷۲		۰/۰۰۰۰	۳/۲۱۴		آزمون هاسمن
		۰/۱۹۱	۱۴/۸۰۹		۰/۰۰۰۱	۳۶/۷۶۴		

### صfbندی اعلامیه‌های سود با استفاده از شاخص حجم معاملات سهام

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش در شرایط رتبه‌بندی اعلامیه‌های سود بر مبنای حجم معاملات سهام در نگاره ۵ ارائه شده است. آماره t برای متغیر UE\*QUEUE\_ABOVE در پنجره اعلام سود و بعد از اعلام سود به ترتیب مقادیر ۳/۶۸۰- و ۱/۹۵۶ را نشان می‌دهد که حاکی از وجود رابطه منفی و معنادار برای پنجره اعلام سود و مثبت و معنادار برای پنجره بعد از اعلام سود است. همچنین مشاهده می‌گردد که متغیر UE\*QUEUE\_BELOW در مدل در هر دو بازه زمانی معنادار ناست، در نتیجه می‌توان بیان نمود که فرضیه دوم برای شاخص حجم معاملات سهام نیز برقرار است.

نگاره ۵- نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از شاخص حجم معاملات سهام

متغیر وابسته: بازده غیر عادی انباشته پنجره بعد از اعلام سود				متغیر وابسته: بازده غیر عادی انباشته پنجره اعلام سود				شاخص رتبه بندی شرکت‌ها: حجم معاملات سهام	
CAR[2,60]		CAR[0,1]		CAR[2,60]		CAR[0,1]		CAR[0,1]	
آماره t	خطای استاندارد	ضرب	ضرب	آماره t	خطای استاندارد	ضرب	ضرب	آماره t	خطای استاندارد
آماره IF				آماره VIF					
-	۳/۲۹۲***	-۰/۰۱۳۵	-۰/۰۴۴۵	-	۱/۰۷۱	-۰/۰۰۶۹	-۰/۰۰۷۴		
۳/۵۶۵	۲/۱۹۵*	-۰/۰۷۸۱	-۰/۱۷۱۵	۳/۵۴۲	۱/۰۱۶۶	-۰/۰۶۳۷	-۰/۰۶۴۸		
۲/۱۹۴	۱/۹۵۶*	-۰/۱۲۱۹	-۰/۲۳۸۵	۳/۰۱۲	-۳/۶۸۰***	-۰/۱۲۲۰	-۰/۰۴۴۸		
۳/۰۵۴	-۰/۳۵۵	-۰/۱۵۰۳	-۰/۰۵۳۴	۲/۱۸۵	-۰/۲۴۸	-۰/۰۹۹۴	-۰/۰۲۴۷		
۱/۰۲۶	۳/۴۰۴***	۱/۷۳۰۵	۵/۸۹۱۱	۱/۰۲۶	-۰/۹۹۸	۱/۴۱۳۰	۱/۴۰۹۷		
۱/۰۹۷	-۱/۴۴۴	۱۷/۸۹۸	-۲۵/۸۴۵	۱/۰۹۹	-۰/۸۳۶	۱۴/۶۱۲	-۱۲/۲۰۹		
۱/۰۹۶	-۱/۸۱۹^	-۰/۰۱۴۳	-۰/۰۲۶۰	۱/۰۶۸	-۰/۳۷۸۱	-۰/۰۱۱۷	-۰/۰۰۴۴		
۱/۰۷۴	۱/۲۸۶	-۰/۰۱۳۲	-۰/۰۱۷۰	۱/۰۷۳	-۰/۲۲۴۳	-۰/۰۱۰۸	-۰/۰۰۲۴		
۱/۰۴۴	۴/۶۰۱***	-۰/۰۰۳۸	-۰/۰۱۷۶	۱/۰۳۷	-۲/۵۳۴*	-۰/۰۰۳۱	-۰/۰۰۷۹		
۱/۰۸۴	۳/۵۸۳***	-۰/۰۱۹۶	-۰/۰۷۰۱	۱/۰۸۲	-۰/۸۸۶۲	-۰/۰۱۵۹	-۰/۰۱۴۱		
۱/۰۰۲	-۱/۰۹۰	-۰/۰۰۰۰۹	-۰/۰۰۰۰۱	۱/۰۰۱	-۱/۵۳۰	-۰/۰۰۰۰۷	-۰/۰۰۰۰۱		
۴/۲۴۹	-۱/۱۴۷	-۰/۰۰۱۰	-۰/۰۰۱۲	۴/۱۹۷	۱/۳۳۸	-۰/۰۰۰۰۸	-۰/۰۰۱۱		
			۰/۰۴۷				۰/۰۲۳		
			۰/۰۴۴				۰/۰۱۶		
			۱۵/۱۲۳۴***				۳/۲۳۲۲***		
			آماره آزمون				آماره آزمون		
			P-Value				P-Value		
			۰/۰۰۰				۰/۰۰۰		
			۱۵۴۰/۴۷				۶۳/۲۱۰		
			۰/۰۰۰				۰/۰۰۰		
			۱۳/۵۰۸				۳/۴۹۲		
			۰/۳۸۱				۰/۰۰۰		
			۱۶/۰۱۶۵				۳۲/۵۴۲		

صف‌بندی اعلامیه‌های سود با استفاده از شاخص اندازه شرکت

نگاره ۶ نتایج برازش مدل آزمون فرضیه دوم را برای شاخص صف‌بندی اندازه شرکت ارائه می‌دهد. مقدار آماره t برای متغیر  $UE*QUEUE\_ABOVE$  در پنجره اعلام سود و بعد از اعلام سود به ترتیب  $۲/۹۰۱-$  و  $۱/۷۸۸$  است، لذا بین این متغیر و بازده غیرعادی انباشته در پنجره اعلام سود رابطه منفی و معنادار و در پنجره بعد از اعلام سود رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. از طرفی مقادیر آماره t برای متغیر  $UE*QUEUE\_BELOW$  در هر دو بازه زمانی رابطه معناداری را بین این متغیر و بازده غیرعادی انباشته نشان نمی‌دهد، بنابراین، فرضیه دوم این پژوهش، برای شاخص اندازه شرکت نیز برقرار است.



نگاره ۶- نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از شاخص اندازه شرکت

متغیر وابسته : بازده غیر عادی انباشته پنجره اعلام سود CAR[2,60]				متغیر وابسته : بازده غیر عادی انباشته پنجره اعلام سود CAR[0,1]				رتبه بندی شرکت‌ها: اندازه شرکت
نماد متغیر	خطای استاندارد	آماره t	ضریب	نماد متغیر	خطای استاندارد	آماره t	ضریب	
Intercept				Intercept				
UE				UE				
UE*QUEU E_ABOVE				UE*QUEU E_BELOW				
UE*QUEU E_BELOW				Size				
UE*Size				UE*Size				
QUEUE_A BOVE				QUEUE_A BELOW				
QUEUE_B ELOW				B/M				
B/M				UE* B/M				
UE* B/M				IH				
IH				UE*IH				
UE*IH				ضریب تعیین مدل (R2)				
ضریب تعیین مدل				ضریب تعیین مدل				
آماره F مدل				آماره F مدل				
آزمون‌های بیش از برازش مدل				آزمون‌های بیش از برازش مدل				
آزمون برونش یاگان				آزمون برونش یاگان				
آزمون F-لیمر				آزمون F-لیمر				
آزمون هاسمن				آزمون هاسمن				

نگاره ۷- نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از شاخص جمع اقلام تعهدی

شاخص		متغیر وابسته : بازده غیر عادی انباشته پنجره اعلام سود		متغیر وابسته : بازده غیر عادی انباشته پنجره بعد از اعلام سود	
رتبه‌بندی شرکت‌ها:		CAR[0,1]		CAR[2,60]	
جمع اقلام تعهدی		ضریب		خطای استاندارد	
نماد متغیر		ضریب	خطای استاندارد	آماره t	آماره VIF
		ضریب	خطای استاندارد	آماره t	آماره F
Intercept	۰/۰۰۲۷	۰/۰۰۷۲	-	۰/۵۲۴	-
UE	-۰/۰۴۴۷	۰/۰۵۵۶	۱/۰۰۵	-۰/۸۰۲	۳/۰۲۲
UE*QUEUE_ABOVE	-۰/۰۲۰۶۷	۰/۰۸۱۸	۲/۴۸۶	-۲/۵۲۵*	۲/۶۵۴
UE*QUEUE_BELOW	-۰/۰۱۹۸	۰/۱۰۲۶	۱/۰۳۱	-۰/۱۹۳۰	۱/۰۳۳
ACCRRUALS	۰/۰۰۰۶۵	۰/۰۰۱۹	۱/۱۶۵	۳/۴۱۱***	۱/۱۶۴
UE*ACCRRUALS	-۰/۰۱۶۰	۰/۰۲۷۲	۱/۰۷۰	-۰/۵۹۰	۱/۰۶۵
QUEUE_ABOVE	۰/۰۰۱۶	۰/۰۱۱۹	۱/۰۸۴	۰/۱۴۱۱	۱/۰۷۷
QUEUE_BELOW	-۰/۰۱۴۳	۰/۰۱۱۱	۱/۰۲۵	-۱/۲۸۶	۱/۰۲۹
B/M	-۰/۰۰۷۸	۰/۰۰۳۱	۱/۱۹۵	-۲/۴۶۷*	۱/۲۱۰
UE* B/M	-۰/۰۱۷۷	۰/۰۱۷۳	۱/۰۱۶	-۱/۰۲۳	۱/۰۱۷
IH	-۰/۰۰۰۰۸	۰/۰۰۰۰۷	۱/۲۵۱	-۱/۰۲۵	۱/۳۳۱
UE*IH	۰/۰۰۰۰۸	۰/۰۰۰۰۸	۴/۰۶۶	۰/۹۷۶	۴/۲۶۷
ضریب تعیین مدل (R2)	۰/۰۲۴				
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۱۶				
آماره F مدل آزمون‌های پیش از برازش مدل	۳/۲۴۱***				
آزمون بروش پاگان	۴۱/۶۴۸	۰/۰۰۰۰	۱۴۱۱/۳	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
آزمون لیمر	۳/۰۴۱	۰/۰۰۰۰	۱۳/۳۸۵	۰/۰۰۰۰	۰/۰۰۰۰
آزمون هاسمن	۲۵/۷۳۴	۰/۰۰۰۷۱	۲۲/۲۵۲	۰/۰۰۰۳۴۸	۰/۰۰۰۳۴۸

صف‌بندی اعلامیه‌های سود با استفاده از شاخص جمع اقلام تعهدی

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش بر مبنای شاخص جمع اقلام تعهدی در نگاره ۷ ارائه شده است. مقادیر آماره t متغیر UE\*QUEUE\_ABOVE در پنجره اعلام سود برابر ۲/۵۲۵- و در پنجره بعد از اعلام سود معادل ۱/۹۷۳ است، که بیانگر وجود رابطه منفی و معنادار آن با بازده غیر عادی انباشته در پنجره اعلام سود و ارتباط مثبت و معنادار این متغیر با بازده غیر عادی انباشته است. از سوی دیگر، آماره آزمون متغیر UE\*QUEUE\_BELOW در دو پنجره اعلام سود و بعد از اعلام سود به ترتیب ۰/۱۹۳- و ۰/۵۶۲ است که دلیلی بر عدم وجود رابطه بین این متغیر و بازده

غیرعادی انباشته است. براین مبنا، فرضیه دوم این پژوهش برای شاخص رتبه‌بندی جمع ارقام تعهدی نیز برقرار است.

### صفتبندی اعلامیه‌های سود با استفاده از شاخص ارقام تعهدی اختیاری

نگاره ۸ نتایج برازش مدل فرضیه دوم را برای شاخص ارقام تعهدی اختیاری ارائه می‌دهد. مقدار آماره t برای متغیر UE\*QUEUE\_ABOVE در پنجره بعد از اعلام سود برابر ۰/۳۶۰- است، لذا می‌توان ادعا نمود بین این متغیر و بازده غیرعادی انباشته در پنجره بعد از اعلام سود هیچگونه رابطه معناداری وجود ندارد، در نتیجه این شاخص ابزار مناسبی برای رتبه‌بندی اعلامیه‌های سود شرکت‌ها نخواهد بود و فرضیه دوم از این بابت رد خواهد شد.

نگاره ۸- نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از شاخص ارقام تعهدی اختیاری

شاخص رتبه بندی شرکت‌ها؛ ارقام تعهدی اختیاری				متغیر وابسته : بازده غیر عادی انباشته پنجره اعلام سود				متغیر وابسته : بازده غیر عادی انباشته پنجره بعد از اعلام سود				
CAR[0,1]		CAR[2,60]		CAR[0,1]		CAR[2,60]		CAR[0,1]		CAR[2,60]		
خطای استاندارد	آماره t	ضریب	آماره t	خطای استاندارد	آماره t	ضریب	آماره t	خطای استاندارد	آماره t	ضریب	آماره t	
نماد متغیر												
Intercept	۰/۰۱۱۵	۰/۰۰۶۷	۱/۷۰۶ <sup>+</sup>	-	۰/۰۱۱۵	۰/۰۰۶۷	۱/۷۰۶ <sup>+</sup>	-	۰/۰۱۱۵	۰/۰۰۶۷	۱/۷۰۶ <sup>+</sup>	-
UE	۰/۰۷۹۳	-۰/۰۶۳۲	۱/۲۵۵	۳/۰۵۱	۰/۰۷۹۳	-۰/۰۶۳۲	۱/۲۵۵	۳/۰۵۱	۰/۰۷۹۳	-۰/۰۶۳۲	۱/۲۵۵	۳/۰۵۱
UE*QUEUE_ABOVE	-۰/۳۳۴۴	-۰/۱۲۸۳	-۲/۶۰۶ <sup>*</sup>	۲/۲۷۷	-۰/۳۳۴۴	-۰/۱۲۸۳	-۲/۶۰۶ <sup>*</sup>	۲/۲۷۷	-۰/۳۳۴۴	-۰/۱۲۸۳	-۲/۶۰۶ <sup>*</sup>	۲/۲۷۷
UE*QUEUE_BELOW	-۰/۰۳۵۵	-۰/۰۹۸۵	-۰/۳۶۰	۱/۱۱۱	-۰/۰۳۵۵	-۰/۰۹۸۵	-۰/۳۶۰	۱/۱۱۱	-۰/۰۳۵۵	-۰/۰۹۸۵	-۰/۳۶۰	۱/۱۱۱
Opacity	۰/۰۰۱۵	-۰/۰۰۲۴	-۰/۶۴۷	۱/۳۳۸	۰/۰۰۱۵	-۰/۰۰۲۴	-۰/۶۴۷	۱/۳۳۸	۰/۰۰۱۵	-۰/۰۰۲۴	-۰/۶۴۷	۱/۳۳۸
UE* Opacity	۰/۱۱۹۱	-۰/۰۴۱۵	۲/۸۶۲ <sup>**</sup>	۱/۰۰۷	۰/۱۱۹۱	-۰/۰۴۱۵	۲/۸۶۲ <sup>**</sup>	۱/۰۰۷	۰/۱۱۹۱	-۰/۰۴۱۵	۲/۸۶۲ <sup>**</sup>	۱/۰۰۷
QUEUE_ABOVE	-۰/۰۱۵۶	-۰/۰۱۱۸	-۱/۳۲۴ <sup>*</sup>	۱/۱۱۲	-۰/۰۱۵۶	-۰/۰۱۱۸	-۱/۳۲۴ <sup>*</sup>	۱/۱۱۲	-۰/۰۱۵۶	-۰/۰۱۱۸	-۱/۳۲۴ <sup>*</sup>	۱/۱۱۲
QUEUE_BELOW	-۰/۰۰۱۹	-۰/۰۰۳۱	-۲/۸۹۹ <sup>**</sup>	۱/۳۶۱	-۰/۰۰۱۹	-۰/۰۰۳۱	-۲/۸۹۹ <sup>**</sup>	۱/۳۶۱	-۰/۰۰۱۹	-۰/۰۰۳۱	-۲/۸۹۹ <sup>**</sup>	۱/۳۶۱
B/M	-۰/۰۳۶۶	-۰/۰۱۷۸	-۲/۰۵۱ <sup>*</sup>	۱/۰۱۱	-۰/۰۳۶۶	-۰/۰۱۷۸	-۲/۰۵۱ <sup>*</sup>	۱/۰۱۱	-۰/۰۳۶۶	-۰/۰۱۷۸	-۲/۰۵۱ <sup>*</sup>	۱/۰۱۱
UE* B/M	-۰/۰۰۰۱	-۰/۰۰۰۰۷	-۱/۷۲۰ <sup>^</sup>	۱/۲۱۵	-۰/۰۰۰۱	-۰/۰۰۰۰۷	-۱/۷۲۰ <sup>^</sup>	۱/۲۱۵	-۰/۰۰۰۱	-۰/۰۰۰۰۷	-۱/۷۲۰ <sup>^</sup>	۱/۲۱۵
IH	-۰/۰۰۰۹	-۰/۰۰۰۰۸	۱/۱۶۵	۴/۰۸۵	-۰/۰۰۰۹	-۰/۰۰۰۰۸	۱/۱۶۵	۴/۰۸۵	-۰/۰۰۰۹	-۰/۰۰۰۰۸	۱/۱۶۵	۴/۰۸۵
UE*IH	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۰۸	۱/۱۶۵	۴/۰۸۵	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۰۸	۱/۱۶۵	۴/۰۸۵	۰/۰۰۰۹	۰/۰۰۰۰۸	۱/۱۶۵	۴/۰۸۵
ضریب تعیین مدل (R <sup>2</sup> )	۰/۰۲۵	۰/۰۱۷	۰/۰۱۶	۰/۰۱۶	۰/۰۲۵	۰/۰۱۷	۰/۰۱۶	۰/۰۱۶	۰/۰۲۵	۰/۰۱۷	۰/۰۱۶	۰/۰۱۶
ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۰۱۷	۰/۰۱۷	۰/۰۱۶	۰/۰۱۶	۰/۰۱۷	۰/۰۱۷	۰/۰۱۶	۰/۰۱۶	۰/۰۱۷	۰/۰۱۷	۰/۰۱۶	۰/۰۱۶
آماره F مدل	۳/۴۷۰***	۳/۴۷۰***	۳/۴۷۰***	۳/۴۷۰***	۳/۴۷۰***	۳/۴۷۰***	۳/۴۷۰***	۳/۴۷۰***	۳/۴۷۰***	۳/۴۷۰***	۳/۴۷۰***	۳/۴۷۰***
آزمون‌های پیش از برازش مدل	آماره آزمون	P-Value	آماره آزمون	P-Value	آماره آزمون	P-Value	آماره آزمون	P-Value	آماره آزمون	P-Value	آماره آزمون	P-Value
آزمون بروش پاکان	۶۴/۹۷۵	-۰/۰۰۰۰	۱۳۹۵/۲	-۰/۰۰۰۰	۶۴/۹۷۵	-۰/۰۰۰۰	۱۳۹۵/۲	-۰/۰۰۰۰	۶۴/۹۷۵	-۰/۰۰۰۰	۱۳۹۵/۲	-۰/۰۰۰۰
آزمون F-لیبر	۳/۵۵۲	-۰/۰۰۰۰	۱۲/۹۴۷	-۰/۰۰۰۰	۳/۵۵۲	-۰/۰۰۰۰	۱۲/۹۴۷	-۰/۰۰۰۰	۳/۵۵۲	-۰/۰۰۰۰	۱۲/۹۴۷	-۰/۰۰۰۰
آزمون هاسمن	۴۵/۸۸۶	-۰/۰۰۰۰	۴/۳۲۳	-۰/۰۰۰۰	۴۵/۸۸۶	-۰/۰۰۰۰	۴/۳۲۳	-۰/۰۰۰۰	۴۵/۸۸۶	-۰/۰۰۰۰	۴/۳۲۳	-۰/۰۰۰۰

### صفتبندی اعلامیه‌های سود با استفاده از شاخص تعداد ارقام درآمد عملیاتی

نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از شاخص رتبه‌بندی تعداد ارقام درآمد عملیاتی در نگاره ۹ نشان داده شده است. با توجه به مقدار آماره t برای متغیر UE\*QUEUE\_ABOVE در پنجره بعد از اعلام سود که برابر ۰/۰۳۴- است، بیان می‌گردد که بین این متغیر و بازده غیرعادی انباشته در پنجره بعد از اعلام سود هیچگونه رابطه معناداری وجود ندارد، در نتیجه این شاخص ابزار مناسبی برای رتبه‌بندی اعلامیه‌های سود شرکت‌ها نخواهد بود و فرضیه دوم از این بابت رد خواهد شد.

نگاره ۹- نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از شاخص جمع اقلام تعهدی

متغیر وابسته: بازده غیر عادی انباشته پنجره اعلام سود CAR[0,1]				متغیر وابسته: بازده غیر عادی انباشته پنجره اعلام سود CAR[2,60]				شاخص رتبه بندی شرکت‌ها: تعداد اقلام درآمد نماد متغیر
ضریب	خطای استاندارد	آماره t	آماره VIF	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	آماره VIF	
۰/۰۱۶۱	۰/۰۰۶۹	۲/۳۲۲*	-	۰/۰۴۴۵	۰/۰۱۴۴	۳/۰۹۲**	-	Intercept
۰/۱۰۷۳	۰/۰۰۷۳۰	۱/۴۶۹۶	۲/۶۴۲	۰/۰۲۳۸۵	۰/۰۰۹۵۶	۲/۴۹۳*	۳/۶۶۱	UE
۰/۱۸۲۰	۰/۰۱۳۳۰	۰/۰۳۴	۳/۶۵۸	۰/۱۶۳۲	۰/۱۷۴۳	۰/۰۹۳۶	۳/۶۶۴	UE*QUEUE_ABOVE
۰/۱۰۲۱	۰/۰۰۹۶۶	۰/۰۵۷۰	۲/۶۹۳	۰/۰۹۰۱	۰/۱۲۶۶	۰/۷۱۱	۲/۶۹۸	UE*QUEUE_BELOW
۰/۰۰۰۲	۰/۰۰۰۳	۰/۰۴۳۷	۱/۴۶۱	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۵	۰/۲۹۵	۱/۴۶۰	NumRev
۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۰۴۶	۰/۰۹۴۸	۱/۰۱۰	۰/۰۰۷۴	۰/۰۰۶۱	۰/۱۲۲۲	۱/۰۱۶	UE* NumRev
۰/۰۲۰۱	۰/۰۱۱۲	۰/۰۷۹۰^	۱/۲۱۷	۰/۰۱۳۰	۰/۰۱۴۷	۰/۰۸۸۴	۱/۲۱۵	QUEUE_ABOVE
۰/۰۰۱۶	۰/۰۱۱۶	۰/۰۱۳۹	۱/۲۸۵	۰/۰۰۱۱	۰/۰۱۵۱	۰/۰۷۰	۱/۲۸۴	QUEUE_BELOW
۰/۰۰۶۷	۰/۰۰۲۹	۰/۰۲۷۳*	۱/۰۳۹	۰/۰۱۸۵	۰/۰۰۳۸	۰/۰۸۳۰***	۱/۰۳۳	B/M
۰/۰۱۵۳	۰/۰۱۵۲	۰/۰۰۰۶	۱/۰۹۷	۰/۰۷۵۸	۰/۰۱۹۹	۰/۰۷۹۱***	۱/۰۹۱	UE* B/M
۰/۰۰۰۶	۰/۰۰۰۰۷	۰/۰۲۷۲*	۱/۰۰۷	۰/۰۰۰۱	۰/۰۰۰۰۹	۰/۰۰۸۲	۱/۰۰۵	IH
۰/۰۰۰۸	۰/۰۰۰۰۸	۱/۰۱۳	۴/۱۸۴	۰/۰۰۰۳	۰/۰۰۱۰	۰/۰۰۳۰۲	۴/۱۹۰	UE*IH
۰/۱۱۶	۰/۱۱۶			۰/۰۱۵				ضریب تعیین مدل (R <sup>2</sup> )
۰/۱۰۹	۰/۱۰۹			۰/۰۱۳				ضریب تعیین تعدیل شده
۱۶/۱۵۹***	۱۶/۱۵۹***			۶/۶۵۱***				آماره F مدل
آزمون‌های پیش از برازش مدل	آماره آزمون	P-Value	آماره آزمون	آماره آزمون	P-Value	آماره آزمون	P-Value	
آزمون‌های پیش از برازش مدل	۱۰۳/۲۶	۰/۰۰۰۰	۱۳۹۱/۷	۱۳۹۱/۷	۰/۰۰۰۰	۱۲/۹۳۴	۰/۰۰۰۰	آزمون‌های پیش از برازش مدل
آزمون بروش باگان	۴/۰۷۹	۰/۰۰۰۰	۸/۴۹۵	۸/۴۹۵	۰/۰۰۰۰	۰/۶۶۸	۰/۰۰۰۰	آزمون بروش باگان
آزمون F-لیمر	۵۰/۴۶۰	۰/۰۰۰۰						آزمون F-لیمر
آزمون هاسمن								آزمون هاسمن

۵- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

مطالعه حاضر به بررسی تئوری صف‌بندی برای رفتار سرمایه‌گذاران در مواجهه با تراکم انتشار اعلامیه‌های سود فصلی شرکت‌ها در یک روز خاص می‌پردازد. اعلامیه‌های سود در بورس اوراق بهادار تهران محتوای اطلاعاتی داشته و حاوی اطلاعات جدید و مربوطی برای بازار سهام است. نتایج این پژوهش نشان دهنده این امر است که واکنش بازار بر سود غیرمنتظره سهام که ناشی از انتشار اعلامیه‌های سود شرکت است، متأثر از میزان توجه سرمایه‌گذاران به این اعلامیه‌ها است و زمانبندی اعلام سود از سوی شرکت‌ها به صورت فصلی می‌تواند این رقابت را در جذب سرمایه‌گذاران تشدید یا تضعیف نماید.

فرضیه اول این پژوهش بیان می‌کند که انتشار اعلامیه‌های سود در یک روز خاص دارای تأثیر مثبت بر بازده غیرعادی انباشته سهام است. با توجه به نتایج حاصله از آزمون این فرضیه، می‌توان پذیرفت که علاوه بر محتوای اطلاعاتی که اعلامیه‌های سود در زمان انتشار دارند و سبب واکنش بازار می‌شوند، تعداد اعلامیه‌های سود منتشر در یک روز و تراکم آن نیز سبب انحراف واکنش بازار به این محتوای اطلاعاتی خواهد شد. بنابراین، سود غیرمنتظره مربوط به انتشار اعلامیه سود از پنجره اعلام آن به بازه زمانی بعد از اعلام سود منتقل خواهد شد. این نتایج به طور مشابه در پژوهش فردریکسون و زولاتای (۲۰۱۶)، گرولان، کاناتاس و وستون (۲۰۰۴)، لو (۲۰۱۳) و فانگ و پرس (۲۰۰۹) نیز بیان گردیده است. در پژوهش‌های انجام شده بر روی بورس اوراق بهادار تهران نیز، فدایی نژاد و کامل نیا (۱۳۹۲) صرفاً به بررسی محتوای اطلاعاتی اعلامیه‌های سود فصلی پرداخته و نتایجی مشابه با این تحقیق را ارائه داده‌اند.

فرضیه دوم این پژوهش نیز به تشریح تئوری صف‌بندی برای اعلامیه‌های سود می‌پردازد و بیان می‌کند که تعداد شرکت‌های رتبه‌بندی شده بالاتر از شرکت *i* به صورت مستقیم با واکنش بازار ارتباط دارند در حالیکه تعداد شرکت‌های پایین‌تر از شرکت *i* هیچ تغییری در بازار ندارد. این فرضیه بر مبنای شش شاخص صف‌بندی اعلامیه‌های سود معرفی شده مورد بررسی و آزمون قرار گرفت. نتایج حاصله حاکی از پذیرش این فرضیه در خصوص چهار شاخص، شامل: هزینه تبلیغات، اندازه شرکت، حجم معاملات سهام و جمع ارقام تعهدی (معیار ساده شفافیت سود) و رد آن برای دو شاخص دیگر یعنی ارقام تعهدی اختیاری (معیار پیچیده شفافیت سود) و تعداد ارقام درآمد عملیاتی (معیار پیچیدگی فعالیت شرکت) است. به عبارت دیگر، اعلامیه‌های سود شرکت‌هایی که از اندازه شرکت، حجم معاملات سهام، هزینه تبلیغات (معیارهای قابل رؤیت بودن) و جمع ارقام تعهدی بالاتر از اعلامیه سود سایر شرکت‌های منتشرکننده در یک روز خاص بوده‌اند، سبب انحراف واکنش بازار مبنی بر رخداد سود غیرمنتظره ناشی از اعلام سود شده است. وجود رابطه منفی و معنادار فیما بین متغیر صف‌بندی سود غیر منتظره ناشی از انتشار اطلاعیه سود در پنجره اعلام آن با بازده غیر عادی انباشته دلیل بر عدم رخداد سود غیرمنتظره در این بازه زمانی بوده، و در مقابل، مثبت و معنادار شدن این رابطه در پنجره بعد از اعلام سود نیز حاکی از انتقال سود غیر منتظره به این بازه زمانی است. نتایج بدست آمده از آزمون این فرضیه نیز مطابق بر پژوهش‌های فردریکسون و زولاتای (۲۰۱۶) و هیرشلیفر، لیم و تئو (۲۰۰۹) بوده است.

با توجه به اینکه نتایج این پژوهش سبب معرفی ۴ شاخص مؤثر بر صف‌بندی اعلامیه‌های سود در بورس تهران گردید، اولاً به مدیران شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد نحوه و زمانبندی انتشار اعلامیه‌های سود شرکت خود را به نحوی تنظیم نمایند که از تشدید این رقابت که ممکن است سبب تضعیف جذب سرمایه‌گذاران شود جلوگیری نمایند، ثانیاً، به سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد در زمان پردازش اعلامیه سود یک شرکت از انتشار اطلاعیه‌های سود سایر شرکت‌ها باز نمانند. در تفسیر یافته‌های پژوهش محدودیت‌هایی وجود دارد که باید آنها را در نظر گرفت. نخست، اندازه‌گیری دقیق میزان توجه و تمرکز سرمایه‌گذاران دشوار است؛ چرا که افراد در مواجهه با شرایط گوناگون، از جمله شرایط رقابتی بیان شده در این تحقیق، دارای عکس العمل‌ها و پردازش‌های ذهنی بسیار متفاوت می‌باشند، لذا در این پژوهش صرفاً برخی شاخص‌های مالی در این خصوص مورد توجه قرار گرفته است. دوم، در جمع‌آوری داده‌ها و اطلاعات مورد نیاز برای آزمون فرضیه‌های این پژوهش نواقصی در پایگاه‌های اطلاعاتی بورس اوراق بهادار تهران و حتی گزارش‌های دوره‌ای شرکت‌ها مشاهده گردید که سبب محدودیت در گردآوری برخی از داده‌های مورد نیاز شد.

## یادداشت‌ها

1. Beaver
2. Ball and Brown
3. Fama
4. DellaVigna and Pollet
5. Hirshleifer and Teoh
6. Frederickson and Zolotoy
7. Hirshleifer et al
8. Peng and Xiong
9. Barber and Odean
10. Sims
11. Grullon et al
12. Lou
13. Mehran and Peristiani
14. Baker et al
15. Kothari
16. Collins and Kothari
17. Peng
18. Kahneman
19. Maynes and Rumsey
20. Richardson et al
21. Ayers et al
22. Bushee and Miller

## کتابنامه

۱. احدی سرکانی، سید یوسف، توکلی، فریال، حسینی پور، سید محمد رضا (۱۳۹۴)، محتوای اطلاعاتی اجزای صورت جریان نقدی و پیش بینی منافع سهامداران در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۸ (۳۲): ۹۹-۱۲۷.
۲. افلاطونی، عباس (۱۳۹۵)، استفاده از اطلاعات محرمانه در معاملات سهام و تأثیر آن بر هزینه سرمایه سهام عادی، دانش حسابداری مالی، ۳ (۲): ۱۳۱-۱۴۸.
۳. بادآور نهندی، یونس، طالب نیا قدرت اله، خانلاری، مرتضی (۱۳۹۰)، بررسی محتوای اطلاعاتی عایدات حسابداری محافظه کارانه و غیر محافظه کارانه، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴ (۱۰): ۱۰۳-۱۱۴.
۴. روح‌العلم، وحید (۱۳۹۵)، ریسک و بازده اوراق بهادار بر اساس پیش بینی های هدایت شده (جهت دار)، فصلنامه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۷ (۲۹): ۱۰۷-۱۲۹.
۵. فخاری، حسین، رضانی، معصومه (۱۳۹۵)، مطالعه اثر تعدیل‌کنندگی فروش مورد انتظار آتی و بهره برداری از ظرفیت بر ارتباط بین رفتار هزینه‌ها و تغییرات یاداش هیأت مدیره، دانش حسابداری مالی، ۳ (۴): ۲۳-۴۲.
۶. فدایی نژاد، محمد اسماعیل، کامل نیا، مجتبی (۱۳۹۲)، واکنش بازار به اعلامیه‌های سود فصلی در بورس اوراق بهادار تهران، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴ (۱۸): ۷۱-۹۰.
۷. قائمی، محمد حسین، معصومی، جواد، رستمی، رامین (۱۳۹۱)، کارایی روش‌های آماری در رویداد پژوهش در بورس اوراق بهادار تهران، مجله تحقیقات مالی، ۱۴ (۲): ۱۰۳-۱۱۶.
۸. مهرانی، کاوه، زمانی، محمد رضا (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر اضافه نمودن جریان نقد عملیاتی و اقلام تعهدی به مدل‌های جونز و تعدیل شده جونز در بهبود این مدل‌ها، فصلنامه بورس اوراق بهادار، ۸ (۳۲): ۵-۲۶.

۹. یوسف زاده، نسرین، شریفی پور، بهاره (۱۳۹۴)، بررسی تاثیر دشواری پیش‌بینی و تامین مالی خارجی بر رابطه بین محافظه‌کاری و خطای پیش‌بینی سود مدیریت، دانش حسابداری مالی، ۲ (۴): ۱۷۴-۱۵۵.

10. Ayers, B. C., Jiang, J. & Yeung, E. (2006). Discretionary accruals and earnings management: An analysis of pseudo earnings targets. *The Accounting Review*, 81 (3): 617-652.

11. Baker, H., J. & Nofsinger, D. Weaver. (2002). International cross-listing and visibility. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37 (3): 495-521.

12. Ball, R., & Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6 (2): 159-177.

13. Barber, B. & Odean, T. (2008). All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors. *Review of Financial Studies*, 21 (5): 785-818.

14. Beaver, W. H. (1968). The Information Announcements. *Content of Annual Earnings Journal of Accounting Research*, 6 (2): 67-92.

15. Bushee, B., and G. Miller. (2012). Investor relations, firm visibility, and investor following. *The Accounting Review*, 87 (3): 867-897.

16. Collins, D. W., and S. P. Kothari. (1989). An analysis of inter-temporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*, 11 (2): 143-181.

17. DellaVigna, S., and J. Pollett. (2007), "Demographics and industry returns", *American Economic Review*, 97 (5): 167-1702.

18. Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25 (2): 383-417.

19. Fang, L. H & Peress, J. (2009). Media coverage and the cross-section of stock returns. *Journal of Finance*, 64 (5): 2023-2052.

20. Frederickson, J.R & Zolotoy, L. (2016). Competing Earnings Announcements: Which Announcement Do Investors Process First? *The Accounting Review*, 91(2): 441-462.

21. Grullon, G., Kanatas, G. & Weston, J. P. (2004). Advertising, breadth of ownership, and visibility. *Review of Financial Studies*, 17 (2): 439-461.

22. Hirshleifer, D & Teoh, S. H. (2003). Limited attention, financial reporting and disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 36 (3): 337-386.

23. Hirshleifer, D., Lim, S. & Teoh, S. (2009). Driven to distraction: Extraneous events and underreaction to earnings news. *Journal of Finance*, 64 (5): 2289-2325.

24. Hutton, A., Marcus, A. J. & Tehranian, H. (2009). Opaque financial reports, R-square, and crash risk. *Journal of Financial Economics*, 94 (2): 67-86.

25. Kothari, S. P. (1992). Price-earnings regressions in the presence of prices leading earnings. *Journal of Accounting and Economics*, 15 (2): 173-202.

26. Lou, D. (2013). Attracting investor attention through advertising. *The Review of Financial Studies*, 27 (6): 1797-1829.

27. Maynes, E. & Rumsey, J. (1993). Conducting Event Studies with Thinly Traded Stocks. *Journal of Banking and Finance*, 17 (1): 145-157
28. Mehran, H. & Peristiani, S. (2010). Financial visibility and the decision to go private. *Review of Financial Studies*, 23 (2): 519-547.
29. Peng, L. & Xiong, W. (2006). Investor attention, overconfidence and category learning. *Journal of Financial Economics*, 80 (3): 563-602.
30. Peng, L. (2005). Learning with information capacity constraints. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40 (2): 307-329.
31. Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M. & Tuna, I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence, and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39 (3): 437-485.
32. Sims, C. (2003). Implications of rational inattention. *Journal of Monetary Economics*, 50 (3): 665-690.