

مقایسه‌ی انتظارات سودآوری سرمایه‌گذاران از طریق توجه به پایداری
اجزای سود و قیمت سهام در شرکت‌های با اکثریت سهام دولتی و
خصوصی

آزاده صالح پور¹، *امید صباغیان طوسی²، محمدرضا سحری³

1- دانشگاه آزاد اسلامی، واحد همدان، باشگاه پژوهشگران جوان و نخبگان، همدان، ایران

2- *دانشگاه آزاد اسلامی، واحد بندرعباس، دانشکده علوم انسانی، گروه حسابداری،

کارشناس ارشد حسابداری، عضو پیوسته انجمن حسابداری ایران، حسابرس ارشد،

(نویسنده مسئول مکاتبات)

3- دانشگاه آزاد اسلامی، واحد تهران شمال، شرکت سرمایه‌گذاری گلرنگ، تهران، ایران

مقایسه‌ی انتظارات سودآوری سرمایه‌گذاران از طریق توجه به پایداری اجزای سود و قیمت سهام در شرکت‌های با اکثریت سهام دولتی و خصوصی

چکیده

این مطالعه به بررسی پایداری و محتوای اطلاعاتی اجزای سود پرداخته است بطوریکه جزء نقدی سود را به (1) تغییرات وجه نقد، (2) خالص پرداختی (دریافتی) به سهامداران و (3) خالص پرداختی (دریافتی) به بستانکاران، و جزء تعهدی را به ارقام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری تفکیک نموده است و به مقایسه‌ی آن در دو گروه از شرکت‌ها (با اکثریت سهام دولتیو با اکثریت سهام خصوصی) پرداخته و همچنین پیامدهای انتظارات سودآوری سرمایه‌گذاران و انعکاس قیمت سهام را در کل نمونه مورد بررسی قرار داده است. متغیرهای به کار رفته در این پژوهش از گزارش‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده است. سپس در دوره زمانی 1391-1389 با نرم افزار اکسل 2010 محاسبه و داده‌های 148 شرکت با استفاده از نرم افزار SPSS 16.0 و روش برآورد پنل دیتا در مدل‌های رگرسیونی حداقل مربعات معمولی تجزیه و تحلیل شده است. شواهد علمی پژوهش بیانگر این است که سرمایه‌گذاران شرکتهای دولتی در انتظارات مرتبط با سودآوری (سود) خود که در قیمت سهام منعکس میشود به پایداری اجزای سود توجه بیشتری میکنند. همچنین سرمایه‌گذاران شرکتهای غیردولت در انتظارات مرتبط با سودآوری (سود) خود که در قیمت سهام منعکس میشود به پایداری اجزای نقدی و تعهدی سود توجه بیشتری دارند.

واژه‌های کلیدی: ثبات اجزای سود، پایداری سود، انتظارات سرمایه‌گذاران، قیمت سهام

طبقه‌بندی JELM42: - M40 - M43 - L25

1. مقدمه

محتوای اطلاعاتی سود و اجزای آن، به طور گسترده ای در متون حسابداری و مالی بارها مورد آزمون قرار گرفته است. (اعتمادی، چالاکی 1384) تحقیقات تجربی، شواهد قوی در ارتباط با محتوای اطلاعاتی سود حسابداری ارائه نمودند، البته کسب این نتایج جای تعجب ندارد و بدیهی است که سود حسابداری بخشی از اطلاعات مورد استفاده سرمایه گذاران در ارزیابی ریسک و بازده باشد. یافته های حاصله بدلیل اینکه اطلاعات حسابداری را با تصمیمات سرمایه گذاری و از این رو سودمندی این اطلاعات برای سرمایه گذاران مرتبط می کنند، مهم هستند. سود حسابداری براساس مبنای تعهدی شناسایی و گزارش می شود و معمولاً استفاده از مبنای تعهدی موجب متفاوت شدن میزان سود عملیاتی گزارش شده با خالص جریانهای نقدی حاصل از عملیات و گزارش یک سری اقلام تعهدی در صورتهای مالی خواهد شد. سود حسابداری به دو جزء نقدی و تعهدی قابل تقسیم است. جزء تعهدی نیز قابل تقسیم به اجزای دیگری است. در بند 47 بیانیه شماره (1) هیأت استانداردهای حسابداری مالی بیان شده است که سرمایه گذاران، بستانکاران و دیگران از سود برای ارزیابی توان سودآوری، توان پرداخت سود سهام، پیش بینی سودهای آتی و ارزیابی یک سرمایه گذاری در شرکت یا دادن اعتبار به شرکتی دیگر استفاده می کنند. سود بر بازار اوراق بهادار دارای تأثیر است، شواهد (ری بال، فلیپ براون¹، 2004) نشان می دهد که سود هر سهم و سود پیش بینی شده آن دارای اثراتی بر قیمت بازار سهام عادی است. همچنین، عملکرد مدیران براساس سود ارزیابی میشود و سود حسابداری مبنای محاسبه پاداش مدیران است. تعدادی از محققین مالی، حسابداری را به عنوان یک سیستم اطلاع رسانی تلقی می کنند و به عقیده برخی از آنها هدف اصلی حسابداری ارائه اطلاعات مفید برای تصمیم گیریمی باشد. این وظیفه محققین این علم است که اطلاعاتی

¹Phillip Brown, Ray Ball

را فراهم کنند تا تصمیم گیرندگان بتوانند براساس آنها تصمیم گیری صحیحی را اتخاذ نمایند، در این تحقیق سعی شده است تا هدف مذکور دنبال گردد.

2. پیشینه پژوهش

2.1. پیشینه پژوهش خارجی

لونسیم¹ (2004) با بررسی پایداری اقلام تعهدی نشان دادند که رابطه منفی میان اقلام تعهدی و بازده آتی سهام با فرض فقدان کارایی در بازار منجر به این می شود که افراد با یافتن این روابط اقدام به استفاده از فرصت های آربیتراژ کرده و به منفعت برسند. آنها نشان دادند که این مغایرتها در طی دهه گذشته وجود داشته و کاهش نیافته است، اما بدلیل حجم معاملات و هزینه اطلاعات مربوط بهبکارگیری اقلام تعهدی، سرعت واکنش افراد چندان زیاد نیست.

دیچو و راس² (2005) نشان دادند که پایداری سود تحت تاثیر مقدار و علامت اقلام تعهدی قرار می گیرد. اقلام تعهدی، پایداری سود را نسبت به جریان های نقدی بهبود می بخشد.

اسکات و دیگران³ (2005) نشان دادند که اقلام تعهدی با قابلیت اتکای کمتر منجر به پایداری کمتر سود می شود. آنها این کار را با طبقه بندی براساس ترانزنامه انجام داده و به نتایج مشابهی دست یافتند نتایج مطالعات آنها حاکی از این بود که بعلت عدم پیش بینی کامل سرمایه گذاران، نوعی قیمت گذاری غیرواقعی در مورد سهام و اوراق بهادار شرکت ها اتفاق می افتد.

1Lounism

2Dechow and Ross

3Scott, et al

چمبرز و پینی¹ (2008) نشان داد که سرمایه گذاران تلاش می کنند تا پایداری ارقام تعهدی و جریانهای نقدی را پیش بینی کرده ولی قادر به انعکاس آن در قیمت ها نیستند. وی از طریق طبقه بندی شرکت ها برحسب ارقام تعهدی و نحوه قیمت گذاری شرکت ها در هر طبقه نشان داد که در بعضی شرکت ها پایداری ارقام تعهدی بیش از واقع و برای بعضی دیگر کمتر از واقع برآورد می شود.

چان و دیگران² (2006) رابطه ی ارقام تعهدی (تفاوت بین سود و جریان ها نقدی) را با بازده آتی سهام بررسی و نشان دادند که شرکت های با ارقام تعهدی زیاد در روز بعد از گزارشگری اطلاعات مالی، بازده سهام آنها کاهش می یابد. یک تفسیر از این نتایج این است که شرکت ها با کیفیت سود پائین (شرکت هایی که ارقام تعهدی بالایی دارند) در دوره ی پس از گزارشگری سود، دچار افت بازدهی میشوند. تفسیر دیگر از این نتایج این است که سرمایه گذاران به مسئله کیفیت سود پایین شرکتهای می برند و قیمت سهام را متناسب با آن تعدیل می کنند، آنها این موضوع را به وسیله تفکیک اجزای ارقام تعهدی و نیز دسته بندی بر اساس ارقام اختیاری و غیر اختیاری انجام داده و به نتایج مشابهی دست یافتند.

دیچاو و همکاران³ (2008) پایداری و قیمت گذاری اجزای نقدی سود را مورد بررسی قرار دادند. آنها اجزای نقدی سود را به سه جزء مانده وجوه نقد، وجوه نقد پرداختی به اعتباردهندگان و وجوه نقد پرداختی به سهامداران تجزیه کردند و دریافتند اجزاء پایدارتر سود، که در این تحقیق وجوه پرداختی به سهامداران بود، رابطه معنی داری با قیمت سهام دارد.

1Chambers and Payne

2Chan , K ., I , Chan . n .Jegadeesh , & J. Lakonish

3Dchaw , M .Chaw. E

هویت¹ (2008) در پژوهش خود در خصوص صحت پیش بینی سود به این نتیجه رسید، در صورتی که اجزای سود، پایداری بالایی داشته باشند، صحت پیش بینی سود افزایش می یابد.

هیرشلیر و همکاران² (2009) در مقاله ای به بررسی تأثیرات اقلام تعهدی و جریان های نقدی با جمع بازده سهام پرداختند. تحقیق آن ها به این نتیجه منتهی شد، که جمع اقلام تعهدی پیش بینی کننده مثبت و جریان های نقدی، پیش بینی کننده منفی برای بازده سهام شرکت است.

کال و همکاران³ (2009) در پژوهشی در خصوص پیش بینی سود به این نتیجه رسیدند که پیش بینی سود تحلیلگران مالی هنگامی که با پیش بینی جریان های نقدی همراه باشد، دارای صحت بیشتری است. هم چنین آنها دریافتند که در صورت همراه بودن پیش بینی جریان های نقدی با پیش بینی سود، می توان درک بهتری از سودهای جاری برای پیش بینی سودهای آتی داشت.

کنگ و همکاران⁴ (2010) رابطه ی بین جمع اقلام تعهدی را با بازده آتی بازار مورد بررسی قرار دادند. نتایج تحقیق آنها حاکی از این است، که اقلام تعهدی اختیاری رابطه ی مثبت با بازده آتی بازار دارد، لیکن قدرت پیش بینی کنندگی مجموع اقلام تعهدی با عواملی؛ چون انتخاب دوره ی زمانی، معیارهای بازده، روشهای برآورد، شرایط تجاری، شاخص های صرف ریسک و مدل های مورد استفاده برای تفکیک اقلام تعهدی رابطه ی قوی دارد.

1 Hewitt

2Hirshleifer and Yoder

3 Call, Chen & Tong

4 Kang et al

چوئی و همکاران¹ (2012) در پژوهشی در خصوص نقش پیش بینی های فصلی و کوتاه مدت سود در مقایسه با پیش بینی های سالانه سود به این نتیجه رسیدند که پیش بینی های کوتاه مدت و فصلی ارتباط بین بازده های دوره جاری و سودهای آتی را افزایش می دهد. از نتایج دیگر این مطالعه می توان به این مورد اشاره کرد که پیش بینی های فصلی و دقیق سود هر سهم به سرمایه گذاران در پیش بینی بهتر سودهای آتی کمک می کند.

2.2. پیشینه پژوهش داخلی

یعقوب نژاد و همکاران (1389) در تحقیقی به بررسی رابطه بین مدیریت سرمایه در گردش و سود آوری در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. نتایج تحقیق نشان می دهد بین متغیرهای مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری رابطه عکس وجود دارد. نتایج نشان می دهد که اگر دوره وصول مطالبات، دوره پرداخت بدهی، دوره گردش موجودی کالا و چرخه تبدیل وجه نقد افزایش یابد منجر به کاهش سودآوری در شرکتهای خواهد شد، و مدیران می توانند با کاهش دوره وصول مطالبات، دوره پرداخت بدهی، دوره گردش موجودی کالا و چرخه تبدیل وجه نقد به حداقل سطح ممکن یک ارزش مثبت برای سهامداران بوجود آورند.

لطفی و کردستانی (1390) در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین خطای پیش بینی مدیریت از سود سال آتی شرکت و اقلام تعهدی سال جاری می پردازد. یافته های حاصل از تحقیق نشان دهنده ارتباط مثبت بین اقلام تعهدی و خطای پیش بینی مدیریت از سود است. همچنین نتایج حاصل از تحقیق نشان می دهد این ارتباط مثبت در شرکتهایی که دارای نوسان بیشتری در جریانهای نقدی عملیاتی هستند، بیشتر است.

نتایج تحقیق هاشمی و سروش یار (1390) حاکی از این است، که مجموع اقلام تعهدی دارای توانایی کاهش خطای پیش بینی سود غیرعادی و ارزش شرکت نمی باشد. افزون بر

1 Choi, Myers, Zang&Ziebart

این، چهار جزء اصلی تعهدی قادر است، خطای پیش بینی سود غیرعادی را کاهش دهد، لیکن قادر به کاهش خطای پیش بینی ارزش شرکت نیست. نتایج مذکور هم در مدل کلی و هم در مدل تفکیک علامت صادق است. نتیجه دیگر تحقیق نشان می دهد، که تفکیک سود غیرعادی برحسب مثبت و منفی بودن آن، خطای پیش بینی سود غیرعادی و ارزش شرکت را به طور معناداری کاهش نمی دهد.

3. فرضیه های تحقیق

فرضیه ی اول: سرمایه گذاران شرکت های دولتی در انتظارات مرتبط با سودآوری (سود) خود که در قیمت سهام منعکس می شود به پایداری اجزای سود توجه می کنند.
فرضیه دوم: سرمایه گذاران شرکت های غیر دولتی در انتظارات مرتبط با سودآوری (سود) خود که در قیمت سهام منعکس می شود به پایداری اجزای سود توجه می کنند.
فرضیه سوم: سرمایه گذاران شرکت های دولتی در انتظارات مرتبط با سودآوری (سود) خود که در قیمت سهام منعکس می شود به پایداری اجزای سود (نقدی و تعهدی) توجه می کنند.

فرضیه چهارم: سرمایه گذاران شرکت های غیردولتی در انتظارات مرتبط با سودآوری (سود) خود که در قیمت سهام منعکس می شود به پایداری اجزای سود (نقدی و تعهدی) توجه می کنند

4. جامعه آماری

اطلاعات مورد نیاز به منظور بررسی و آزمون فرضیه های این تحقیق از صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و همچنین نرم افزار های ره آورد نوین و تدبیر پرداز استخراج شده است. پس از پردازش اولیه اطلاعات در نرم افزار EXCEL، برای آزمون فرضیه ها در این تحقیق از آزمون معنی داری F در رگرسیون چندگانه بوسیله نرم افزار SPSS 16.0 استفاده شده است. جامعه ی آماری این تحقیق

شامل تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که شرایط زیر را دارا بودند، می باشد.

1- سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفند ماه باشد.

2- در دوره ی مورد بررسی تغییر دوره ی مالی نداشته باشند.

3- شرکت های سرمایه گذاری، واسطه گری های مالی، بانک و لیزینگ نباشند.

4- داده های مورد نظر آنها در دسترس باشد.

در نهایت آزمون فرضیه ها برای تعداد 148 شرکت در روش پنل دیتا برای سال های 1389 تا 1391 انجام شده است.

5. روش تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه ها

سود حسابداری از دو بخش تعهدی و نقدی تشکیل می شود. مدل (1)

$$\text{INCOME} - \text{ACCRUALS} = \text{CASH FLOW}$$

در این تحقیق مشابه تحقیق دیچاو و همکاران (2008) جریان نقدی ناشی از سود دوره، برابر با جریان نقدی آزاد در نظر گرفته شده اند. مدل (2)

$$\text{INCOME} - \text{ACCRUALS} = \text{FCF}$$

$$\text{INCOME} - \text{ACCRUALS} = \Delta\text{CASH} + \text{DIST_EQ} + \text{DIST_D}$$

به طوری که:

INCOME بیانگر سود قبل از ارقام غیر مترقبه

ACCRUALS ارقام تعهدی سود

FCF جریان های نقدی آزاد

ΔCASH تغییر در مانده ی وجه نقد

DIST_EQ خالص پرداختی (دریافتی) به سهامداران

DIST_D خالص پرداختی (دریافتی) به بستانکاران

در اینجا جزء نقدی سود را مساوی جریان نقدی آزاد تعریف می‌کنیم، وقتی شرکت‌ها جریان نقدی آزاد مثبت ایجاد می‌کنند (به طوری که جزء نقدی درآمدها مثبت است) درباره چگونگی مصرف آنها سه گزینه دارند، و می‌توانند: (دیچا و همکاران، 2008)

الف - آنها را به صورت سود سهام بین سرمایه‌گذاران توزیع کنند یا سهام را باز خرید کنند
ب - آنها را بین وام‌دهندگان توزیع کنند (اوراق قرضه را باز خرید کنند و بهره بپردازند)
ج - آنها را به صورت دارایی‌های مالی در شرکت نگه دارند.

در مقابل، جریان نقدی آزاد منفی وقتی ایجاد می‌شوند که شرکت در کار خود سرمایه‌گذاری سنگینی انجام دهد و یا در فعالیت‌های عملیاتی خود پول از دست بدهد. شرکتی که جریان نقدی منفی ایجاد می‌کند باید کسری خود را از منابع گوناگونی تأمین کند:

الف - منبع مالی را از سهامداران به دست آورد. (انتشار سهام عادی)

ب - منبع مالی را از وام‌دهندگان تأمین کند. (انتشار اوراق قرضه)

ج - وجه نقد خود را کاهش دهد.

و در این تحقیق نیز همچنین بر اساس تحقیق مشایخی و همکاران (1384) جزء تعهدی سود را به دو قسمت جزء تعهدی اختیاری و جزء تعهدی غیر اختیاری تقسیم شده است. در این تحقیق باید ابتدا با توجه به مدل (3) و مدل (4) پایداری و ثبات اجزای سود را برای دو گروه از شرکت‌ها (دولتی و خصوصی) بصورت مجزا بدست آوریم

مدل (3) (بررسی ثبات و پایداری اجزای سود)

$$INCOME_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 ACCRUALS_t + \alpha_2 FCF_t + v_t$$

$INCOME_{t+1}$ بیانگر سود قبل از ارقام غیر مترقبه در دوره $t + 1$

$ACCRUALS_t$ ارقام تعهدی سود در دوره t

FCF جریان‌های نقدی آزاد

مدل (4) (بررسی ثبات و پایداری اجزای نقدی و تعهدی سود)

$$\begin{aligned}
\text{INCOME}_{t+1} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{DA}_t + \alpha_2 \text{NDA}_t + \alpha_3 \Delta \text{CASH}_t \\
&+ \alpha_4 \text{DIST_EQ}_t + \alpha_5 \text{DIS_D}_t + v_t \\
&\quad \Delta \text{CASH}_t \text{ تغییر در مانده ی نقد در دوره ی } t \\
\text{DIST_EQ}_t &\text{ خالص پرداختی (دریافتی) به سهامداران در دوره ی } t \\
\text{DIS_D}_t &\text{ خالص پرداختی (دریافتی) به بستانکاران در دوره ی } t \\
\text{NDA}_t &\text{ بیانگر جزء غیراختیاری ارقام تعهدی سود در دوره } t \\
\text{DA}_t &\text{ بیانگر جزء اختیاری ارقام تعهدی سود در دوره } t \\
\alpha_i &\text{ تعیین کننده ی میزان پایداری جزء مربوطه}
\end{aligned}$$

سپس برای آزمون فرضیه اول و فرضیه دوم بصورت جداگانه از مدل (5-1) و مدل (5-2) استفاده می کنیم. می دانیم که اگر سهامداران بر رقم نهایی سود تمرکز کنند اهمیت تاثیر بخش های مختلف جزء نقدی و تعهدی سود را نادیده خواهند گرفت. (دیچا و همکاران، 2008)

مدل (5-1) و مدل (5-2) (این مدل یکبار برای شرکت های دولتیو یکبار برای شرکت های غیردولتی انجام می گردد)

$$\begin{aligned}
\text{INCOME}_{t+1} &= \alpha_0 + \alpha_1 \text{ACCRUALS}_t + \alpha_2 \text{FCF}_t + v_t \text{ مدل (5-1)} \\
\text{P}_{t+1} &= \beta (\text{INCOME}_{t+1} - \alpha_0^* - \alpha_1^* \text{ACCURAL} - \alpha_2^* \text{FCF}) + \varepsilon_t \text{ مدل (5-2)} \\
&\quad \varepsilon_t \\
&\quad \text{P}_{t+1} \text{ بیانگر قیمت سهام سال } t + 1
\end{aligned}$$

α_i ها (به جز α_0) ضریب واقعی پایداری ساختار (جزء) مربوطه و α_i^* ها (به جز α_0^*) بیانگر ضریب پایداری ساختار (جزء) مربوطه می باشند. با استفاده از مدل (6-1) و مدل (6-2) فرضیه سوم و فرضیه چهارم را آزمون می کنیم.

(این مدل ها یکبار برای شرکت های دولتی و یکبار برای شرکت های غیردولتی انجام می گردد)

$$\text{INCOME}_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 \text{DA}_t + \alpha_2 \text{NDA} + \alpha_3 \Delta \text{CASH}_t + \alpha_4 \text{DIST}_{\text{EQ}_t} + \alpha_5 \text{DIS}_{\text{Dt}} + \alpha_6 \quad \text{مدل (6-1)}$$

$$\text{P}_{t+1} = \beta (\text{INCOME}_{t+1} - \alpha_0^* - \alpha_1^* \text{NDA}_t - \alpha_2^* \text{DA}_t - \alpha_3^* \Delta \text{CASH}_t - \alpha_4^* \text{DIST_EQ}_t - \alpha_5^* \text{DIS_Dt}) + \varepsilon_t \quad \text{مدل (6-2)}$$

$$\alpha_3^* \Delta \text{CASH}_t - \alpha_4^* \text{DIST_EQ}_t - \alpha_5^* \text{DIS_Dt} + \varepsilon_t$$

P_{t+1} ، بیانگر قیمت سهام سال $t + 1$ ،

α_i ها (به جز α_0) ضریب واقعی پایداری ساختار (جزء) مربوطه و

α_i^* ها (به جز α_0^*) بیانگر ضریب پایداری ساختار (جزء) مربوطه می باشند.

اندازه گیری سایر متغیرها به شرح ذیل است:

در این تحقیق از مدل (7) برای بدست آوردن جریان نقد آزاد استفاده شده است.

$$\text{FCF} = \Delta \text{CASH} + \text{DIST_EQ} + \text{DIST_D} \quad \text{مدل (7)}$$

FCF جریان های نقدی آزاد

ΔCASH تغییر در مانده ی وجه نقد

DIST_EQ خالص پرداختی (دریافتی) به سهامداران

DIST_D خالص پرداختی (دریافتی) به بستانکاران است.

از مدل (8) برای اندازه گیری ارقام تعهدی استفاده شده است:

$$\text{TA}_t = (\Delta \text{CA}_t - \Delta \text{Cash}_t) - (\Delta \text{CL}_t - \Delta \text{CPL}_t) - \text{DEP}_t \quad \text{مدل (8)}$$

TA_t جمع ارقام تعهدی در سال t

ΔCA_t تغییر دارایی های جاری در سال t

ΔCash_t تغییر وجه نقد در سال t

ΔCL_t تغییر بدهی جاری در سال t

ΔCPL_t تغییر حصه جاری بدهی بلندمدت در سال t

DEP_t هزینه استهلاک داراییهای ثابت در سال t

از مدل (9) برای اندازه‌گیری اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری استفاده شده است: چونز¹ با ارائه مدلی سعی کرد تا آثار تغییر شرایط اقتصادی شرکت‌ها به اجزاء غیر اختیاری اقلام تعهدی را کنترل کند. در این مدل اقلام تعهدی غیر اختیاری به روش زیر محاسبه می‌گردد:

$$NDA_t = \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right) \quad \text{مدل (9-1)}$$

NDA_t اقلام تعهدی غیر اختیاری

A_{t-1} کل داراییها در سال $t - 1$

ΔREV_t تغییر در درآمد سالانه (مبلغ درآمد سال t منهای مبلغ درآمد سال قبل)

PPE_t اموال و ماشین آلات همان سال

α, β_1, β_2 پارامترهای خاص شرکت می‌باشد که با استفاده از مدل (9-2) به دست

می‌آید:

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \alpha \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right) + \epsilon \quad \text{مدل (9-2)}$$

اقلام تعهدی اختیاری ربا استفاده از مدل (9-3) محاسبه می‌گردد:

$$DA_t = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - NDA_t \quad \text{مدل (9-3)}$$

DA_t اقلام تعهدی اختیاری

6. آزمون فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل یافته‌ها

6.1. بررسی فرضیه اول تحقیق

برای آزمون فرضیه اول تحقیق ابتدا مدل (5-1) را برای شرکت‌های دولتی برآزش کرده ایم تا مقدار ضریب هر یک از اجزای سود بدست آید و سپس مدل (5-2) را برآزش کرده ایم اگر تفاوت معناداری بین α_i و α_i^* وجود نداشته باشد آنگاه فرضیه تحقیق تایید می‌گردد.

جدول (1) برآورد پارامترهای مدل (5-1) برای شرکت‌های دولتی

¹The Jones Model

متغیرها	ضریب	انحراف معیار ضریب	P value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	56626/928	65511/404	0/388	1/204
ACCRUALS	-0/624	0/132	0/001	1/204
FCF	1/069	0/073	0/001	
معنی داری رگرسیون	0/001	ضریب تعیین	0/582	
ضریب همبستگی	0/763	ضریب تعیین تعدیل شده	0/579	
آماره دوربین واتسن	1/983			

جدول (2) برآورد پارامترهای مدل (5-2) برای شرکت های دولتی				
متغیرها	ضریب	انحراف معیار ضریب	P value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	6509/816	596/905	0/001	
INCOME	0/000	0/001	0/633	2/391
ACCRUALS	0/000	0/001	0/860	1/310
FCF	-0/001	0/001	0/393	2/218
معنی داری رگرسیون	0/828	ضریب تعیین	0/183	
ضریب همبستگی	0/059	ضریب تعیین تعدیل شده	0/168	
آماره دوربین واتسن	1/897			

و در نهایت برای آزمون فرضیه تحقیق به برآورد تفاضل ضرایب متغیرهای مدل (5-1) و مدل (5-2) می پردازیم

جدول (3) بررسی برابری پارامترهای دو مدل (5-1) و مدل (5-2) برای شرکت های دولتی

عامل	برآورد تفاضل	P value
	0/000	0/966
	0/000	0/470

در این جا بررسی شد که آیا ضرایب مدل (5-2) مشابه ضرایب مدل (5-1) در شرکت های دولتی می باشد یا خیر؟ همانطور که از نتایج جدول مشخص است می توان نتیجه گرفت که تفاوت معناداری بین ضرایب α_1 و α_1^* وجود ندارد پس می توان پذیرفت که سرمایه گذاران شرکت های دولتی در انتظارات مرتبط با سودآوری (سود) خود که در قیمت سهام منعکس می شود به پایداری اجزای سود توجه می کنند.

6.2. بررسی فرضیه دوم تحقیق

برای آزمون فرضیه دوم تحقیق ابتدا مدل (5-1) را برای شرکت‌های غیر دولتی برآزش کرده‌ایم تا مقدار ضریب هر یک از اجزای سود بدست آید و سپس مدل (5-2) را برآزش کرده ایم اگر تفاوت معناداری بین α_i و α_i^* وجود نداشته باشد آنگاه فرضیه تحقیق تایید می‌گردد.

جدول (4) برآورد پارامترهای مدل (5-1) برای شرکت‌های غیر دولتی				
متغیرها	ضریب	انحراف معیار ضریب	P value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	50583/047	9514/081	0/001	1/143
ACCRUALS	-0/022	0/085	0/799	1/143
FCF	0/359	0/042	0/001	
معنی داری رگرسیون	0/001	ضریب تعیین	0/313	
ضریب همبستگی	0/559	ضریب تعیین تعدیل شده	0/305	
آماره دوربین واتسن	1/684			

جدول (5) برآورد پارامترهای مدل (5-2) برای شرکت‌های غیر دولتی				
متغیرها	ضریب	انحراف معیار ضریب	P value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	5415/240	987/225	0/001	
INCOME	0/028	0/007	0/001	1/456
ACCRUALS	0/004	0/008	0/615	1/144
FCF	-0/010	0/005	0/046	1/608
معنی داری رگرسیون	0/002	ضریب تعیین	0/281	
ضریب همبستگی	0/281	ضریب تعیین تعدیل شده	0/079	
آماره دوربین واتسن	1/092			

و در نهایت برای آزمون فرضیه تحقیق به برآورد تفاضل ضرایب متغیرهای مدل شماره 3 و 4 می‌پردازیم:

جدول (6) بررسی برابری پارامترهای دو مدل (5-1) و مدل (5-2) برای شرکت‌های غیر دولتی

عامل	برآورد تفاضل	P value
	0/004	0/680
	0/000	0/911

در این جا بررسی شد که آیا ضرایب مدل (5-1) مشابه ضرایب مدل (5-2) در شرکت های غیردولتی میباشد یا خیر؟ همانطور که از نتایج جدول مشخص است می توان نتیجه گرفت که تفاوت معناداری بین ضرایب α_i و α_i^* وجود ندارد پس میتوان پذیرفت که سرمایه گذاران شرکت های غیردولتی در انتظارات مرتبط با سودآوری (سود) خود که در قیمت سهام منعکس می شود به پایداری اجزای سود توجه می کنند.

6.3 بررسی فرضیه سوم تحقیق

برای آزمون فرضیه سوم تحقیق ابتدا مدل (6-1) را برای شرکت های دولتی برآزش کرده ایم تا مقدار ضریب هر یک از اجزای سود بدست آید و سپس مدل (6-2) را برآزش کرده ایم اگر تفاوت معناداری بین α_i و α_i^* وجود نداشته باشد آنگاه فرضیه تحقیق تایید می گردد.

جدول (7) برآورد پارامترهای مدل (6-1) برای شرکت های دولتی				
متغیرها	ضریب	انحراف معیار ضریب	P value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	64145/316	116116/970	0/581	
DA	-210230/543	436132/428	0/630	16/892
NDA	-238208/877	446910/601	0/594	16/933
ΔCASH	2/184	0/294	0/001	1/033
DIST_EQ	1/655	0/547	0/003	1/060
DIS_D	1/116	0/074	0/001	1/018
معنی داری رگرسیون	0/001	ضریب تعیین	0/569	
ضریب همبستگی	0/754	ضریب تعیین تعدیل شده	0/561	
آماره دورین واتسن	1/965			

جدول (8) برآورد پارامترهای مدل (6-2) برای شرکت های دولتی				
متغیرها	ضریب	انحراف معیار ضریب	P value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	5529/881	1033/683	0/001	
INCOME	0/000	0/001	0/588	2/321

16/908	0/173	3881/929	5310/028	DA
16/952	0/104	3978/271	6500/066	NDA
1/259	0/830	0/003	-0/001	Δ CASH
1/098	0/323	0/005	-0/005	DIST_EQ
1/948	0/427	0/001	-0/001	DIS_D
	0/218	ضریب تعیین	0/582	معنی داری رگرسیون
	0/201	ضریب تعیین تعدیل شده	0/136	ضریب همبستگی
			1/885	آماره دوربین واتسن

در نهایت برای آزمون فرضیه تحقیق به برآورد تفاضل ضرایب متغیرهای مدل (6-1) و مدل (6-2) می پردازیم:

جدول (9) بررسی برابری پارامترهای دو مدل (6-1) و مدل (6-2) برای شرکت های دولتی

عامل	برآورد تفاضل	P value
	5246/100	0/177
	6427/630	0/107
	0/000	0/987
	-0/004	0/366
	0/000	0/561

در این جا بررسی شد که آیا ضرایب مدل (6-1) مشابه ضرایب مدل (6-2) در شرکت های دولتی میباشد یا خیر؟ همانطور که از نتایج جدول مشخص است می توان نتیجه گرفت که تفاوت معناداری بین ضرایب α_i و α_i^* وجود ندارد پس میتوان پذیرفت که سرمایه گذاران شرکت های دولتی در انتظارات مرتبط با سودآوری (سود) خود که در قیمت سهام منعکس می شود به پایداری اجزای سود توجه می کنند.

6.4. بررسی فرضیه چهارم تحقیق

برای آزمون فرضیه چهارم تحقیق ابتدا مدل (6-1) را برای شرکت های غیر دولتی برآزش کرده ایم تا مقدار ضریب هر یک از اجزای سود بدست آید و سپس مدل (6-2) را برآزش کرده ایم اگر تفاوت معناداری بین α_i و α_i^* وجود نداشته باشد آنگاه فرضیه تحقیق تایید می گردد.

جدول (10) برآورد پارامترهای مدل (6-1) برای شرکت های غیردولتی				
متغیرها	ضریب	انحراف معیار ضریب	P value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	3929/710	1698/804	0/022	
DA	-1615/145	4750/649	0/734	10/347
NDA	34/589	4970/772	0/994	10/246
ΔCASH	0/014	0/055	0/794	1/273
DIST_EQ	-0/031	0/027	0/262	1/575
DIS_D	-0/007	0/005	0/189	1/486
معنی داری رگرسیون	0/010	ضریب تعیین	0/089	
ضریب همبستگی	0/298	ضریب تعیین تعدیل شده	0/058	
آماره دوربین واتسن	1/078			

جدول (11) برآورد پارامترهای مدل (6-2) برای شرکت های غیردولتی				
متغیرها	ضریب	انحراف معیار ضریب	P value	عامل تورم واریانس (VIF)
مقدار ثابت	5529/881	1033/683	0/001	
INCOME	0/000	0/001	0/588	2/321
DA	5310/028	3881/929	0/173	16/908
NDA	6500/066	3978/271	0/104	16/952
ΔCASH	-0/001	0/003	0/830	1/259
DIST_EQ	-0/005	0/005	0/323	1/098
DIS_D	-0/001	0/001	0/427	1/948
معنی داری رگرسیون	0/582	ضریب تعیین	0/197	
ضریب همبستگی	0/136	ضریب تعیین تعدیل شده	0/182	
آماره دوربین واتسن	1/885			

و در نهایت برای آزمون فرضیه تحقیق به برآورد تفاضل ضرایب متغیر های مدل (6-1) و مدل (6-2) می پردازیم:

جدول (12) بررسی برابری پارامترهای دو مدل (6-1) و مدل (6-2) برای شرکت های غیردولتی

عامل	برآورد تفاضل	P value
	-2777/266	0/572
	-216/242	0/967
	0/031	0/592
	0/000	0/988
	0/001	0/889

در این جا بررسی شد که آیا ضرایب مدل (6-1) مشابه ضرایب مدل (6-2) در شرکت های غیر دولتی میباشد یا خیر؟ همانطور که از نتایج جدول مشخص است می توان نتیجه گرفت که تفاوت معناداری بین ضرایب α_i و α_i^* وجود ندارد پس میتوان پذیرفت که سرمایه گذاران شرکت های دولتی در انتظارات مرتبط با سودآوری (سود) خود که در قیمت سهام منعکس می شود به پایداری اجزای سود توجه می کنند.

7. نتیجه گیری

این تحقیق به بررسی پایداری و محتوای اطلاعاتی اجزای سود پرداخته است بطوریکه جزء نقدی سود را به (1) تغییرات وجه نقد، (2) خالص پرداختی (دریافتی) به سهامداران و (3) خالص پرداختی (دریافتی) به بستانکاران، و جزء تعهدی را به ارقام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری تفکیک شده است. این تحقیق مطابق با تحقیق دیچا و همکاران (2008) انجام شده است اما تفاوت هایی با تحقیق مذکور دارد که به شرح زیر می باشد.

در این تحقیق اجزای تعهدی و نقدی سود مورد بررسی قرار گرفته است، اما در تحقیق دیچا و همکاران فقط اجزای نقدی سود مورد بررسی قرار گرفت. در تحقیق حاضر مقایسه بین شرکت های دولتی و غیر دولتی مورد بررسی قرار گرفت اما در تحقیق دیچا و همکاران پیرامون نوع مالکیت شرکت بررسی ای انجام نشده است. در تحقیق حاضر سرمایه گذاران شرکت های دولتی و غیردولتی در انتظارات مرتبط با سودآوری (سود) خود که در قیمت سهام منعکس می شود به پایداری اجزای سود (نقدی و تعهدی) توجه می کنند. اما نتیجه در

تحقیق دیچا و همکاران سرمایه گذاران در انتظارات مرتبط با سودآوری (سود) خود که در قیمت سهام منعکس می شود به پایداری اجزای نقدی سود توجه می کنند.

همچنین می بایست موارد زیر را در تفسیر نتایج مد نظر قرار داد:

الف) در این تحقیق تنها شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در سال های 1389-1391 که سال مالی آنها منتهی به آخر اسفند می باشد مورد استفاده قرار گرفته است در نتیجه در تسری نتایج به سایر شرکت ها باید با احتیاط عمل شود.

ب) یکی از موارد وجوه پرداختی به سهامداران بابت باز خرید سهام می باشد، اما بدلیل اینکه طبق ماده 198 قانون تجارت ایران باز خرید سهام ممنوع است، این مورد در این تحقیق محاسبه نشده است.

ج) اثرات ناشی از تفاوت در روش های حسابداری در اندازه گیری و گزارش رویدادها مالی ممکن است بر نتایج اثر گذار باشد و تعدیلی از این بابت صورت نگرفته است.

منابع

1. اعتمادی، حسین و چالاکی، پری "رابطه بین عملکرد و تقسیم سود نقدی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال های 1377-1381"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، سال دوازدهم - شماره 39 - بهار 1384
2. کردستانی، غلامرضا و لطفی، احمد "بررسی ارتباط بین خطا پیشین سود و اقالا متعهدی" فصلنامه پژوهشها و هشها ی حسابداری مالی، سال سوم، شماره 2، تابستان 1390 صص 63-78
3. مشایخی، بیتا، هرانی، ساسان، مهران، کاوه و کوهی، غلام رضا، "نقش اقالا متعهدی اختیاری در مدیریت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، فصلنامه بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره 42، زمستان 1384
4. هاشمی، سیدعباس و سروشیار، افسانه "ارزیابی توانمند یا اقالا متعهدی یا اجزای آ ندر پیشین سود غیر عادی و تعیین ارزش شرکت با ملاحظه علامت سود غیر عادی" پیشرفت های حسابداری (علوم اجتماعی و انسانی شیراز)، بهار و تابستان 1390، دوره 3، شماره 1؛ از صص 145-170

5. یعقوب نژاد، احمد، و کیلی فرد، حمیدرضا و بابایی، احمد رضا "ارتباط بین مدیریت سرمایه در گردش و سودآوری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" نشریه مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار (مدیریت پرتفوی)، تابستان 1389 دوره 1، شماره 2، صص 117-137

6. Brown, F, Ball, R. (2004). "Accruals, Accounting-Based Valuation Models and The Prediction of Equity Values", www.ssrn.com.
7. Call, M, Chen, F & Tong, B. (2009). "Accruals and The prediction of future cash Flow", The Accounting Review, vol. 76, No. 2. pp:2758
8. Chambers D, Payne J. (2008). "Audit Quality and the Accrual Anomaly". Working Paper; Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1136787>.
9. Chan, K., I, Chan, n. Jegadeesh, & J. Lakonish, (2006) "Earnings quality and stock return" journal of business forthcoming
10. Choi, S, Myers, M, Zang, D & Ziebart, T. "Stock Returns and Real Activity: A Century of Evidence", The Journal of Finance, September 2012, P. 1234.
11. D.M. Dechow and I.D. Dechow, "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Error", The Accounting Review 77, supplement 2002,
12. Dechow, M. E (2008), "The persistence and pricing of earnings, accruals and cash flow when have large book-tax differences". The Accounting Review, vol 80, no 10 pp, 137 – 166
13. Dechow, P. and S. Ross (2005). "The persistence of earnings and cashflows and the role of special items, implications for the accrual anomaly", Working Paper, PP. 1-61, www.ssrn.com.
14. Hewitt. "Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing." The Accounting Review 78 (2008): 353–71.

15. Hirshleifer, E., Yoder, T.R. (2009) "The Incremental cashFlow predictive Ability of accrual Models", working paper, The Pennsylvania State University.
16. Kang, E., Haw, Qi, Daqing, Wu, Woody (2010). "The nature of information in accruals and cash flows in 1, In- mu one merging capital market ": The case of China. The International Journal of Accounting, 36, 391-406
17. Lounism, P., "Accounting, earning and cash Flows as Measures of Firm Performance: The role of accounting accruals", Journal of Accounting and Economic Review, 2004, P.P. 3-H2
18. Scott, A., R. Sloan, M. Soliman and I. Tuna (2005). "Accrual reliability, earnings persistence and stock returns", Journal of Accounting Research, 39, PP. 437-485.