

فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی / سال سوم / شماره ۹ / بهار ۹۰ / صفحات ۱۵۴-۱۳۷

بررسی محتوای اطلاعاتی کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

نجمه حاجیان*

ناصر ایزدی نیا**

تاریخ پذیرش: ۹۰/۲/۲۰

تاریخ دریافت: ۸۹/۴/۶

چکیده:

سود حسابداری همواره یکی از پر استفاده ترین و البته بحث برانگیزترین موضوعات بازار سرمایه بوده است. وجود زمینه های مناسب برای دستکاری سود از جمله نارسائی های موجود در فرآیند برآوردها و پیش بینی ها و امکان استفاده از روش های متعدد حسابداری باعث شده است که منتقدان این اتهام را بر سیستم حسابداری وارد آورند که به جای محتوای اقتصادی رویدادها، محتوای حسابداری آنها را ثبت می نماید و سود واقعی یک بنگاه از سود گزارش شده در صورت های مالی متفاوت است بنابراین تحلیل گران مالی و سرمایه گذاران هنگام استفاده از سود حسابداری باید علاوه بر کمیت سود، به کیفیت آن نیز توجه کنند. در این پژوهش سعی شده است سود حسابداری شرکت ها را از لحاظ کیفیت بررسی و سپس به این موضوع پرداخته شود که آیا بازار سرمایه ایران اساساً متوجه کیفیت یا عدم کیفیت سود می شود یا خیر. معیارهای کیفیت سود که در این پژوهش مورد استفاده قرار گرفته است نسبت وجوه نقد حاصل از عملیات به سود عملیاتی و نیز ارقام تعهدی می باشد که با استفاده از مدل رگرسیون

* مربی ، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، گروه حسابداری، مبارکه، اصفهان، ایران
Email: N.hajian@mau.ac.ir (نویسنده مسئول)

** استادیار ، دانشگاه اصفهان، گروه حسابداری، اصفهان، ایران

رابطه هر کدام با بازده غیر عادی سهام برای دو دوره کوتاه مدت و بلند مدت آزمون شد. بررسی فرضیه های پژوهش نشان می دهد که بین نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی و بازده غیر عادی سهام رابطه وجود ندارد. همچنین بین اقلام تعهدی و بازده غیر عادی سهام در کوتاه مدت رابطه ای دیده نشد اما در بلند مدت یک رابطه معکوس وجود دارد.

واژه های کلیدی: کیفیت سود، محتوای اطلاعاتی، اقلام تعهدی، جریان های نقدی عملیاتی، بازده غیرعادی سهام

۱- مقدمه

چارچوب نظری هیأت تدوین استانداردهای حسابداری مالی^۱ بیانگر آن است که هدف گزارشگری مالی تهیه اطلاعات مفید برای تصمیم گیری است (بیانیه ۱) و موضوع مفید بودن در تصمیم گیری به عنوان ملاک انتخاب حسابداری عنوان شده است (بیانیه ۲). بنابراین تغییر جهت هیأت تدوین استانداردهای حسابداری مالی از نقش مباشرتی سود به مفید بودن سود گزارش شده در تصمیم گیری و نزدیکی به ساختار سود اقتصادی کاملاً مشهود است. اما وجود نارسائی هایی از جمله برآوردها، روش های متفاوت حسابداری و تضاد منافع در فرآیند اندازه گیری سود، کیفیت سود حسابداری را به عنوان تأمین کننده اهداف فوق خدشه دار می کند. کاهش کیفیت سود به این معناست که سود خالص گزارش شده متفاوت از نتیجه عملکرد واحد اقتصادی است. در چنین شرایطی محتوای اطلاعاتی سود کاهش یافته و استفاده کنندگان کمتر می توانند در مدل های تصمیم گیری خود به این عنصر مهم صورت های مالی تکیه کنند (نوروش، ۱۳۸۸). به عبارتی سود با کیفیت پائین نمی تواند عملکرد شرکت را به درستی ارزیابی کند و مبنای مناسبی برای تصمیم گیری سرمایه گذاران باشد و استفاده از آن منجر به تصمیمات نادرست سرمایه گذاران بالقوه و بالفعل در مورد خرید و فروش یا نگهداشت سهام شرکت و تخصیص نادرست منابع خواهد شد و حتی ممکن است ورشکستگی احتمالی شرکت را پنهان سازد. در چنین شرایطی محتوای اطلاعاتی سود کاهش یافته و استفاده مطلوب از این منبع اطلاعاتی در مدل های تصمیم گیری به مخاطره خواهد افتاد (خوش طینت، ۱۳۸۵). بنابراین با توجه به اینکه سود با کیفیت پائین نهایتاً از طریق تخصیص نادرست

^۱ . Financial Accounting Standards Board (FASB)

منابع مالی، کاهش رشد اقتصادی کشور را در پی خواهد داشت این مسأله مطرح می شود که آیا در کشور ما با وجود روند رو به رشد بازیگران اصلی بازار سرمایه شامل شرکت های سرمایه گذاری و تحلیل گران مالی و سایر سرمایه گذاران، به کیفیت اطلاعات حسابداری ارائه شده توسط شرکت ها توجه می شود یا خیر. آیا سود با کیفیت، بیشتر از سود بی کیفیت محتوای اطلاعاتی دارد و آیا اساساً سرمایه گذاران علاوه بر کمیت سود به کیفیت آن نیز توجه می کنند؟ لذا در این پژوهش سعی می شود که سود حسابداری شرکت ها را از لحاظ کیفیت، با توجه به معیارهای کیفیت که در ادبیات مالی جهان شناخته شده اند، بررسی نموده و با توجه به ارتباط کیفیت سود و بازده غیر عادی سهام، محتوای اطلاعاتی سودهایی که درجات متفاوتی از کیفیت را دارا هستند، بررسی خواهد شد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

نظریه کیفیت سود برای اولین بار توسط تحلیل گران مالی و کارگزاران بورس مطرح شد. زیرا آنها احساس می کردند سود گزارش شده میزان "قدرت سود" یک شرکت را آنچنان که در ذهن مجسم می کند، نشان نمی دهد. برخی تحلیل گران مالی سود با کیفیت را، سود عادی و مستمر، تکرار پذیر و ایجاد کننده جریان های عادی حاصل از عملیات می دانند. برخی از تعاریف کیفیت سود ارائه شده توسط پژوهشگران به شرح زیر است.

ولک^۱ (۱۹۸۹) سودی را با کیفیت می داند که منطبق بر سود واقعی شرکت باشد. بادی و همکاران^۲ (۲۰۰۲) کیفیت سود را به این شرح تعریف می نمایند: "میزانی که انتظار داریم سطح سود گزارش شده فعلی در دوره های آتی استمرار یابد." روسین^۳ (۱۹۹۹) اظهار می دارد سودی که با ثبات تر باشد، با کیفیت تر است. ریچاردسون و همکاران^۴ (۲۰۰۱) کیفیت سود را بر اساس میزان پایداری سودهای فعلی در دوره های آینده تعریف کرده اند. بنابراین سودی که تداوم بیشتری داشته باشد، با کیفیت بیشتر در نظر گرفته می شود.

1. Wolk

2. Bodie, et al.

3. Revsine

4. Richardson, et al.

استفاده و به کارگیری تعاریف و مفاهیم مختلف در مورد کیفیت سود توسط پژوهشگران و تحلیل گران، موجب ایجاد مدل‌های مختلف اندازه گیری کیفیت سود شده است. هر کدام از مدل‌های ارزیابی کیفیت سود برای اهداف محدودی کاربرد دارد و با اینکه هر مدل از معیارهای مختلفی استفاده کرده است، هیچ کدام دیدگاه جامعی از کیفیت سود ارائه نمی‌کند. به طور کلی معیارهای ارزیابی کیفیت سود و اجزای مربوط به آن را می‌توان به صورت زیر نمایش داد.

جدول ۱: معیارهای ارزیابی کیفیت سود

معیارهای ارزیابی	اجزای مربوط
۱) مفهوم کیفیت سود مبتنی بر سری زمانی ویژگی های سود	الف) پایداری (ثبات) سود ب) قابلیت پیش بینی ج) نوسان پذیری (تغییر پذیری)
۲) مفهوم کیفیت سود بر اساس رابطه بین سود، اقلام تعهدی و وجه نقد	الف) نسبت وجوه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی به سود ب) تغییر در کل اقلام تهیدی ج) پیش بینی اجزای اختیاری اقلام تعهدی به کمک متغیرهای حسابداری د) پیش بینی روابط بین اقلام تعهدی و جریان های نقدی
۳) مفهوم کیفیت سود بر اساس ویژگی های کیفی چارچوب نظری هیأت استانداردهای حسابداری مالی	مربوط بودن و قابلیت اتکا
۴) مفهوم کیفیت سود ناشی از تصمیمات اجرایی	الف) قضاوت ها و برآوردها (معیاری معکوس از کیفیت سود) ب) رابطه معکوس بین کیفیت سود و تغییر کاربری استانداردهای حسابداری (یعنی بین میزان منفعتی که تهیه کنندگان اطلاعات از قضاوت و پیش بینی خواهند برد و کیفیت سود رابطه معکوسی وجود دارد).

منبع: خواجهی و ناظمی (۱۳۸۴)

پژوهش‌ها پیرامون کیفیت سود از دهه ۱۹۷۰ شروع شد. با بررسی پژوهش‌های پژوهشگران و دانشگاهیان مختلف در این زمینه می‌توان دریافت که کیفیت سود نه یک مفهوم یک بعدی است و نه مرزبندی مشخصی دارد. پژوهشگران مختلف آن را از جنبه‌های متفاوتی بررسی کرده‌اند. می‌توان پژوهش‌ها را از نظر روش‌های بررسی کیفیت سود به چهار دسته تقسیم کرد:

۱. استفاده از مفاهیم سری زمانی شامل بررسی ثبات رویه، توان پیش بینی و قابلیت تأیید سود.
 ۲. استفاده از ویژگی های کیفی چارچوب مفهومی گزارشگری مالی.
 ۳. ارتباط بین سود، جریان وجوه نقد عملیاتی و ارقام تعهدی .
 ۴. مفهوم کیفیت سود بر اساس تأثیر گذاری بر تصمیمات
- در اکثر پژوهش ها جهانی روش سوم به عنوان روش تعیین کننده کیفیت سود استفاده شده است. در پژوهش حاضر نیز از این روش استفاده خواهد شد. در این جا به ذکر خلاصه چند پژوهش در رابطه با کیفیت سود پرداخته می شود.
- کون و همکاران^۱ (۲۰۰۱) اثر ارقام تعهدی بر سودهای آتی را مورد بررسی و آزمون قرار دادند. اغلب مطالعات موجود فقط بر روی انگیزه های خاص برای دستکاری سود و پیامدهای آن تمرکز داشتند. آنها در این پژوهش سعی کردند با بررسی و آزمون تأثیر ارقام تعهدی جاری بر سودهای آتی و اندازه گیری این اثرات ، خلاء موجود را پر نمایند. آنها دریافتند که به ازاء یک دلار افزایش در ارقام تعهدی جاری به ترتیب بعد از یک سال و سه سال ، ۰/۰۴۶ و ۰/۰۹۶ دلار و در دوره خیلی بلند مدت (۲۵ سال)، بیست در صد ارقام تعهدی جاری کاهش می یابد. این اثر منفی ارقام تعهدی برای شرکت هایی با نسبت P/E بالا ، نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری بالا و ارقام تعهدی بالا که بیشتر احتمال دارد مدیریت سود اتفاق بیافتد، بیشتر نمود می کند. آنها نشان دادند که تفکیک کردن ارقام تعهدی، دقت پیش بینی سود این قبیل شرکت ها را بهبود می بخشد. از این رو نتایج تجربی مؤید این مطلب است که مدیریت سود باعث رابطه منفی بین ارقام تعهدی جاری و سود آتی می شود.
- جنیفر و همکاران^۲ (۲۰۰۲) به بررسی اثر کیفیت سود بر بازارهای سرمایه پرداختند. این پژوهشگران به دنبال رابطه بین کیفیت سود و هزینه مالی بدهی و هزینه حقوق صاحبان سهام در بین شرکت های نمونه گیری شده طی سال های ۱۹۸۸ تا ۱۹۹۹ بودند. در این پژوهش از هشت ماتریس برای محاسبه کیفیت سود استفاده شد. چهار ماتریس بر اساس مدل تعدیل شده جونز و چهار ماتریس بر اساس مدل دچو محاسبه می شوند. نتیجه پژوهش این بود که در تمام ماتریس های محاسبه شده شرکت هایی که کیفیت سود پائینی دارند، دارای هزینه سرمایه بالائی هستند و برعکس.

^۱ . Konan chan , et al.

^۲ . Jennifer, Francis , et al.

دچو و دیچف^۱ (۲۰۰۲) به بررسی رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی و استمرار سود پرداختند. معیار تجربی آنها از کیفیت ارقام تعهدی، رگرسیون تغییرات سرمایه در گردش گذشته و حال و جریان های نقدی آتی بود. آنها در نهایت به این نتیجه رسیدند که بین کیفیت ارقام تعهدی و استمرار سود رابطه مستقیمی وجود دارد.

هوگ و لونگران^۲ (۲۰۰۰) ارقام تعهدی را به عنوان معیار معکوسی برای کیفیت سود در نظر گرفتند و رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام را بررسی کردند. آنها به این نتیجه رسیدند که سهام شرکت های با ارقام تعهدی بالا (کیفیت سود پائین) دارای بازده پائینی است. یعنی رابطه معکوسی بین ارقام تعهدی و بازده سهام وجود دارد، یا رابطه مستقیمی بین کیفیت سود و بازده سهام وجود دارد.

اسلوان^۳ (۱۹۹۶) یک نمونه بزرگ از شرکت هایی را که از سال ۱۹۶۲ تا ۱۹۹۱ سود اعلام کرده بودند انتخاب کرد و سود خالص آنها را به اجزای نقدی عملیاتی و ارقام تعهدی تجزیه کرد و کیفیت سود های اعلام شده را با معیار استمرار سود سنجید. او در این پژوهش به این نتیجه رسید که یک دلار جریان نقدی عملیاتی احتمال بیشتری دارد که در دوره های آتی تکرار شود تا یک دلار ارقام تعهدی. زیرا اثرات ارقام تعهدی در دوره های آتی برگشت داده می شود.

لو و تیاگراجان^۴ (۱۹۹۳) به بررسی رابطه کیفیت سود و بازده سهام پرداختند. آنها دوازده متغیر بنیادین را که توسط تحلیل گران مالی در ارزیابی کیفیت سود استفاده می شود مشخص کردند و از طریق دادن امتیاز صفر و یک به هر یک از دوازده متغیر، کیفیت سود را اندازه گیری کردند. آنها شرکت های نمونه را بر اساس کیفیت سود به پنج گروه تقسیم کردند و سپس با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیون، میانگین ضریب واکنش سود را برای هر گروه تخمین زدند. آنها به این نتیجه رسیدند که گروه هایی که از کیفیت سود بالایی برخوردارند، ضریب واکنش سود بالاتری نیز دارند که این امر با انتظارات آنها بر اساس مبانی نظری سازگاری داشت.

در ایران نیز در چند سال اخیر چند پژوهش پیرامون مسائل مربوط به کیفیت سود انجام شده است.

^۱ . Dechow, I. Dichev

^۲ . Houge, Todd. Tim Longhran

^۳ . Sloan, R. G.

^۴ . Lev, B. R, Thiagarajan

ایزدی نیا و نظرزاده (۱۳۸۸) به ارائه معیارهای مناسب اندازه گیری کیفیت سود پرداخته و رابطه آن را با بازده سهام بررسی کردند. آنها ده معیار را برای کیفیت سود در نظر گرفته و بر اساس آن سود شرکت ها را از نظر کیفیت به سه دسته زیاد، متوسط و کم طبقه بندی کردند. نتایج پژوهش آنها نشان می دهد که بین بازده واقعی سهام و کیفیت سود در سطوح زیاد، متوسط و کم رابطه وجود دارد.

خواجوی و ناظمی (۱۳۸۴) به بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که میانگین بازده سهام تحت تأثیر ارقام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار نمی گیرد.

ثقفی و کردستانی (۱۳۸۳) به دنبال بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و بازده غیر عادی انباشته سهام در شرکت هایی بودند که سود نقدی آنها افزایش (کاهش) داشته است. آنها از سه معیار پایداری سود، قابلیت پیش بینی سود و رابطه سود و جریان نقدی عملیاتی به عنوان معیار های کیفیت سود استفاده کردند و به این نتیجه رسیدند که بازده غیر عادی سهام با افزایش (کاهش) سود نقدی و سود غیر منتظره افزایش (کاهش) می یابد.

معیارهایی که در این پژوهش برای کیفیت سود استفاده می شود بر پایه مفهوم کیفیت سود بر اساس رابطه بین سود تعهدی و نقدی قرار گرفته است لذا از دو معیار نسبت وجوه نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی به سود عملیاتی و همچنین ارقام تعهدی (به عنوان یک معیار معکوس) که در اکثر قریب به اتفاق پژوهش های داخلی و خارجی به عنوان معیارهای اصلی کیفیت سود در نظر گرفته شده است، استفاده شده و رابطه آن با بازده غیر عادی سهام به عنوان معیار برتر محتوای اطلاعاتی بررسی می گردد.

۳- فرضیه های پژوهش

فرضیه اصلی اول:

"بین نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی و بازده غیر عادی سهام رابطه وجود دارد." این فرضیه ابتدا با این فرض که بازار سرمایه در مدت کوتاهی بعد از مجمع نسبت به کیفیت سود واکنش نشان دهد، یکبار برای دوره کوتاه مدت یک هفته بعد از مجمع آزمون شده و سپس با احتمال تأخیر در عکس العمل بازار برای یک دوره بلند مدت یک ماهه بعد از مجمع آزمون می شود. شایان ذکر است عکس العمل یک ماهه می تواند نشان دهنده تأخیر در واکنش بازار بوده و بلند مدت تعبیر شود. لذا این فرضیه اصلی به دو فرضیه فرعی منتج می شود:

۱-۱ بین نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی و بازده غیر عادی سهام در بلند مدت رابطه وجود دارد.

۱-۲ بین نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی و بازده غیر عادی سهام در کوتاه مدت رابطه وجود دارد.

فرضیه اصلی دوم:

"بین اقلام تعهدی و بازده غیر عادی سهام رابطه وجود دارد."

این فرضیه نیز برای یک دوره کوتاه مدت یک هفته ای و یک دوره یک ماهه بعد از مجمع آزمون شده و به دو فرضیه فرعی زیر تفکیک می شود:

۱-۲ بین اقلام تعهدی و بازده غیر عادی سهام در بلند مدت رابطه وجود دارد.

۲-۲ بین اقلام تعهدی و بازده غیر عادی سهام در کوتاه مدت رابطه وجود دارد.

۴- مدل پژوهش

برای آزمون آماری فرضیه های پژوهش، مدل شماره ۱ الی ۴ برای آزمون فرضیه فرعی ۱-۱ الی ۲-۲ به شرح زیر ارائه شده است:

$$Y = \alpha + \beta_i X + \varepsilon$$

مدل ۱ (برای آزمون فرضیه فرعی ۱-۱)

Y: بازده غیر عادی یک ماهه

X: نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی

مدل ۲ (برای آزمون فرضیه فرعی ۱-۲)

Y: بازده غیر عادی یک هفته

X: نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی

مدل ۳ (برای آزمون فرضیه فرعی ۲-۱)

Y: بازده غیر عادی یک ماهه

X: اقلام تعهدی

مدل ۴ (برای آزمون فرضیه فرعی ۲-۲)

Y: بازده غیر عادی یک هفته

X: اقلام تعهدی

به منظور آزمون آماری مدل های رگرسیون فرض H_0 و H_1 به صورت زیر بیان می شود.

$$\begin{cases} H_0: b_1 = 0 \\ H_1: b_1 \neq 0 \end{cases}$$

فرض H_0 بدان معنی است که تغییرات متغیر وابسته مستقل از تغییرات متغیر مستقل است و تغییرات متغیرهای مستقل، نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی و اقلام تعهدی، تأثیری بر تغییرات بازده غیر عادی سهام ندارد. برای آزمون آماری فرض های آماری فوق از آزمون t استفاده می شود و چنانچه سطح معنی داری این آماره (P value) از ۰/۰۵ کوچکتر باشد، فرض H_0 رد شده و فرض مقابل پذیرفته می شود و این امر به این معنی است که مدل رگرسیون برازش شده معنی دار می باشد.

۵- تعریف عملیاتی متغیرهای پژوهش

با توجه به مبانی نظری و پیشینه پژوهش معیار نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی و اقلام تعهدی به عنوان معیارهای کیفیت سود استفاده می شود. طبق ادبیات موضوعی پژوهش، معیار اول به عنوان یک معیار مستقیم کیفیت سود است، یعنی بالا بودن این نسبت به معنای کیفیت بالای سود است اما اقلام تعهدی یک معیار معکوس برای کیفیت سود است یعنی اقلام تعهدی بالا به معنی کیفیت سود پائین می باشد. متغیرهای پژوهش به شرح زیر محاسبه می شوند.

متغیر مستقل اول: نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی اولین متغیر مستقل این پژوهش است که از متن صورت جریان وجوه نقد و صورت سود و زیان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران استخراج شده و از تقسیم وجوه نقد حاصل از عملیات به سود عملیاتی هر شرکت محاسبه شده است.

متغیر مستقل دوم: اقلام تعهدی به عنوان متغیر مستقل دوم این پژوهش طبق مدل تعدیل شده جونز به شرح زیر تعریف می گردد:

$$TA_t = (\Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta Cash_t + \Delta ST.Debt_t - DEPN_t) \quad (1)$$

TA_t : کل اقلام تعهدی

ΔCA_t : تغییر در دارائی های جاری

ΔCL_t : تغییر در بدهی های جاری

$\Delta Cash_t$: تغییر در وجه نقد

$\Delta ST.Debt_t$: تغییر در حصة جاری تسهیلات دریافتی

$DEPN_t$: استهلاک دارائی های مشهود و نامشهود

متغیر وابسته: بازده غیر عادی از تفاوت بازده واقعی و بازده مورد انتظار حاصل می شود.

$$e_{i,t} = r_{a,t} - r_{i,t} \quad (2)$$

$e_{i,t}$: بازده غیر عادی شرکت i در مدت زمان t

$r_{a,t}$: بازده واقعی شرکت i در مدت زمان t

$r_{i,t}$: بازده مورد انتظار شرکت i در مدت زمان t

برای محاسبه بازده غیر عادی ابتدا با استفاده از مدل CAPM بازده مورد انتظار به شرح زیر محاسبه گردید:

$$r_{i,t} = r_{f,t} + \beta_i (r_{m,t} - r_{f,t}) + e_{i,t} \quad (3)$$

$r_{i,t}$: نرخ بازده مورد انتظار شرکت i در مدت زمان t

$r_{f,t}$: نرخ بازده بدون ریسک

β_i : ریسک شرکت i

$r_{m,t}$: نرخ بازده بازار در مدت زمان t

سپس بازده واقعی شرکت برای مدت زمان t محاسبه شد. برای محاسبه بازده واقعی پس از جمع آوری اطلاعات مربوط به قیمت سهام در ابتدا و انتهای دوره زمانی t ، تعدیلات لازم بابت سود تقسیمی هر سهم، افزایش سرمایه از محل اندوخته ها و سود سهمی انجام می گیرد. برای محاسبه بازده واقعی از فرمول زیر استفاده گردید:

$$r_{a,t} = \frac{(1 + \alpha) P_1 - P_0 + DPS - 1000 \beta}{P_0} \times 100 \quad (4)$$

$r_{a,t}$: بازده واقعی شرکت i در دوره t

α : درصد کل افزایش سرمایه

β : درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی

P_1 : قیمت سهام در پایان دوره t

P_0 : قیمت سهام در ابتدای دوره t

DPS: سود تقسیمی هر سهم

لازم به توضیح است که برای آزمون فرضیه های فرعی اول، در تمامی فرمول های بالا دوره t یک دوره یک ماهه بعد از مجمع بوده و برای آزمون فرضیه های فرعی دوم، دوره t یک دوره یک هفته ای بعد از مجمع است.

۶- روش پژوهش

پژوهش حاضر وجود رابطه بین میزان کیفیت سود و بازده سهام را بررسی می کند و از نظر ماهیت و روش پژوهش جزء پژوهش های همبستگی یا همخوانی محسوب می شود. همچنین روش شناسی این پژوهش از نوع پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) می باشد.

۷- جامعه آماری و نمونه انتخاب شده

جامعه آماری این پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و دوره زمانی آن محدود به سال ۱۳۸۳ الی ۱۳۸۷ است.

از بین جامعه آماری با استفاده از روش حذف سیستماتیک شرکت هایی که شرایط لازم را ندارند حذف شدند. بنابراین شرکت هایی که دارای شرایط زیر باشند به عنوان نمونه انتخاب شدند:

۱. شرکت هایی که از اول دوره پژوهش یعنی سال ۱۳۸۳ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و سهام شان تا آخر دوره پژوهش یعنی سال ۱۳۸۷ به طور مداوم در بورس معامله شده باشد.

۲. اطلاعات مورد نیاز پژوهش از جمله قیمت روزانه سهام در همه دوره های مورد نظر و مبلغ سود و اجزای آن و جریان وجوه نقد عملیاتی شرکت در آرشيو های بورس اوراق بهادار و یا پایانه های مختلف وجود داشته باشد.

۳. سال مالی شرکت ها منتهی به پایان اسفند باشد و طی دوره پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشند. این معیار بدان علت انتخاب شده که عوامل برون شرکتی که در قیمت سهام مؤثر است برای همه شرکت ها ثابت باشد.

۴. در تمام سال های دوره پژوهش سود اعلام کرده باشند.

در این پژوهش از بین شرکت هایی که شرایط فوق را داشتند، ۶۰ شرکت به صورت تصادفی انتخاب و مورد آزمون قرار گرفتند.

۸- روش گردآوری و تجزیه و تحلیل داده ها

در این پژوهش برای جمع آوری اطلاعات حسابداری از جمله سود عملیاتی و جریان وجوه نقد عملیاتی و موارد مورد نیاز برای محاسبه اقلام تعهدی از جمله دارایی ها و بدهی های جاری، وجوه نقد، حصة جاری تسهیلات مالی دریافتی و هزینه استهلاک، از صورت های مالی شرکت ها که متن کامل آن از پایانه مرکز مطالعات و مدیریت اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار تهران^۱ موجود است، استفاده شد. همچنین برای جمع آوری اطلاعات مربوط به تاریخ های مجامع و تاریخ های باز و بسته شدن نماد شرکت ها و نیز قیمت روزانه سهام و شاخص بازار و سایر موارد مربوط به محاسبه متغیر وابسته، از بانک های اطلاعاتی مرتبط با بورس اوراق بهادار از جمله نرم افزار تدبیر پرداز و ره آوردنوبین استفاده شد.

برای تحلیل های تجربی، عموماً سه نوع داده قابل دسترسی است: (گجراتی، ۱۹۹۵)

۱. سری های زمانی ۲. داده های مقطعی ۳. داده های ترکیبی

در این پژوهش با توجه به اینکه تعداد مقاطع (شرکت ها) ۶۰ عدد و تعداد سال ها ۵ سال می باشد، داده ها از نوع ترکیبی است. بنابراین برای انتخاب بین روش های داده های تابلویی^۲ و داده های تلفیقی^۳، از آماره F لیمر استفاده شد و با توجه به نتایج این آزمون، برای همه مدل ها فرض صفر یا روش داده ها تلفیقی تأیید شد. سپس برای آزمون هر یک از فرضیه های پژوهش، بین متغیر مستقل و وابسته آزمون رگرسیون انجام شده و پس از انجام آزمون های فرض رگرسیون نتایج مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفت.

۹- یافته های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه اول

خلاصه نتایج آزمون فرضیه فرعی ۱-۱ (مدل ۱) به طور خلاصه در جدول ۲ ارائه شده است .

^۱ . www.RDIS.ir

^۲ . Panel data

^۳ . Pool data

جدول ۲: خلاصه نتایج مدل ۱

نتیجه	ضریب متغیر مستقل	F آزمون	سطح معنی داری ضریب	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	متغیر وابسته	متغیر مستقل
فرضیه پژوهش رد می شود.	-۰/۱۷۹	۵/۶۲۵	۰/۶۹	۰/۰۴۳	۰/۰۵۳	بازده غیر عادی سهام	نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی

منبع: یافته های پژوهشگر

در مدل بالا با توجه به اینکه سطح معنی داری ضریب ۰/۶۹ بوده و بالاتر از $\alpha = ۰/۰۵$ می باشد، فرض آماری H_0 رد نمی شود و لذا ضریب فوق معنی دار نیست. به عبارتی رابطه معنی داری بین متغیر مستقل (نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی) و متغیر وابسته (بازده غیر عادی سهام) در بلند مدت وجود ندارد.

در فرضیه فرعی ۱-۲ مجدداً رابطه بین نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی و بازده غیر عادی سهام بررسی شد اما این بار بازده غیر عادی سهام برای یک دوره کوتاه مدت یک هفته ای محاسبه شد.

خلاصه نتایج آزمون فرضیه فرعی ۱-۲ (مدل ۲) به طور خلاصه در جدول ۳ ارائه شده است.

جدول ۳: خلاصه نتایج مدل ۲

نتیجه	ضریب متغیر مستقل	F آزمون	سطح معنی داری ضریب	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	متغیر وابسته	متغیر مستقل
فرضیه پژوهش رد می شود.	۰/۲۸۶	۱۴/۹۶۷	۰/۱۶	۰/۱۲	۰/۱۳	بازده غیر عادی سهام	نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی

منبع: یافته های پژوهشگر

در مدل بالا نیز با توجه به اینکه سطح معنی داری ضریب ۰/۱۶ بوده و بالاتر از $\alpha = ۰/۰۵$ می باشد، فرض آماری H_0 رد نمی شود و لذا ضریب فوق معنی دار نیست. به عبارتی در کوتاه مدت نیز رابطه معنی داری بین متغیر مستقل (نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی) و متغیر وابسته (بازده غیر عادی سهام) وجود ندارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم

در فرضیه دوم با استفاده از مدل رگرسیون رابطه اقلام تعهدی و بازده غیرعادی سهام طی دو فرضیه فرعی برای یک دوره یک ماهه و یک دوره یک هفته ای برآورد شد. خلاصه نتایج آزمون فرضیه فرعی ۱-۲ (مدل ۳) به طور خلاصه در جدول ۴ ارائه شده است.

جدول ۴: خلاصه نتایج مدل ۳

نتیجه	ضریب متغیر مستقل	F آزمون	سطح معنی داری ضریب	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	متغیر وابسته	متغیر مستقل
فرضیه پژوهش تأیید می شود.	-۲/۶۲	۵/۳۰۸	۰/۰۰۰۵	۰/۰۴۰	۰/۰۵۰	بازده غیر عادی سهام	اقلام تعهدی

منبع: یافته های پژوهشگر

همانطور که در جدول مشاهده می شود، سطح معنی داری (۰/۰۰۰۵) کوچکتر از $\alpha = ۰/۰۵$ می باشد، لذا در سطح خطای ۰/۰۵، فرض آماری H_0 رد می شود و ضریب فوق معنی دار است. به عبارتی رابطه معنی داری بین متغیر مستقل (اقلام تعهدی) و متغیر وابسته (بازده غیر عادی سهام) در بلند مدت وجود دارد و فرضیه دوم پژوهش تأیید می شود. با توجه به جدول عرض از مبدأ و ضریب متغیر مستقل مدل خط رگرسیون به شرح زیر می باشد:

$$Y = 2.264683 - 2/62 X$$

Y: بازده غیر عادی سهام

X: اقلام تعهدی

با توجه به منفی بودن ضریب X رابطه بین متغیر مستقل و وابسته یک رابطه معکوس می باشد. به عبارتی هر چه میزان اقلام تعهدی بیشتر باشد (کیفیت سود پائین تر باشد)، بازده غیر عادی سهام کمتر است و این نتیجه با مبانی نظری که اقلام تعهدی را یک معیار معکوس برای کیفیت سود می داند، سازگار است.

این فرضیه مجدداً برای یک دوره کوتاه مدت یک هفته ای آزمون شد که خلاصه نتایج فرضیه ۲-۲ (مدل ۴) در جدول ۵ ارائه شده است.

جدول ۵ : خلاصه نتایج مدل ۴

نتیجه	ضریب متغیر مستقل	F آزمون	سطح معنی داری ضریب	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین	متغیر وابسته	متغیر مستقل
فرضیه پژوهش رد می شود.	-۳/۰۷	۱۴/۴۱	۰/۵۹	۰/۱۱	۰/۱۲	بازده غیر عادی سهام	نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی

منبع: یافته های پژوهشگر

در مدل بالا با توجه به اینکه سطح معنی داری ضریب ۰/۵۹ بوده و بالاتر از $\alpha = ۰/۰۵$ می باشد، فرض آماری H_0 رد نمی شود و لذا ضریب فوق معنی دار نیست. به عبارتی در کوتاه مدت رابطه معنی داری بین متغیر مستقل (نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی) و متغیر وابسته (بازده غیر عادی سهام) وجود ندارد.

۱۰- تفسیر و مقایسه نتایج پژوهش حاضر با پژوهش های قبلی

فرضیه اول این پژوهش یعنی وجود رابطه بین نسبت وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی و بازده غیر عادی در بلند مدت و کوتاه مدت تأیید نشد. این موضوع به دلیل متفاوت بودن نحوه محاسبه متفاوت وجوه نقد عملیاتی در صورت جریان وجوه نقد در ایران و سایر کشورها، با سایر پژوهش های مشابه جهانی قابل مقایسه نیست. در ایران خوش طینت و اسماعیلی در سال ۸۵ به نتیجه ای مغایر با نتیجه فرضیه اول این پژوهش رسیدند. اما در پژوهش ایشان بازده واقعی به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده بود که از این نظر با پژوهش جاری متفاوت بود.

فرضیه دوم این پژوهش یعنی وجود رابطه معنی دار بین ارقام تعهدی و بازده غیر عادی سهام در بلند مدت تأیید شد اما در کوتاه مدت این رابطه تأیید نشد. همچنین مطابق مبانی نظری، این رابطه یک رابطه منفی بود. به عبارتی هر چه میزان استفاده از ارقام تعهدی بیشتر باشد، بازده غیر عادی سهام کمتر خواهد بود. این نتیجه نشان می دهد که بازار سهام متوجه کیفیت یا عدم کیفیت سود می شود و نسبت به آن دسته سودهایی که از کیفیت کمی برخوردارند (ارقام تعهدی بیشتری در محاسبه آن نقش داشته است) یک عکس العمل منفی نشان می دهد و بازده غیر عادی کمتری پس از اعلام این سود به وجود می آید در حالی که در اعلام سود با کیفیت بیشتر (ارقام تعهدی کمتر) منجر به بازدهی غیر عادی بیشتری پس از اعلام سود خواهد شد اما از آنجا که همین فرضیه در دوره کوتاه مدت یک هفته ای تأیید نشد

می توان چنین استدلال کرد که این هوشیاری بازار نسبت به میزان کیفیت سود با تأخیر به وقوع می پیوندد. به عبارتی در یک دوره کوتاه مدت پس از مجمع بازار سهام متوجه کیفیت یا عدم کیفیت سود نمی شود اما پس از گذشت یک دوره یک ماهه عکس العمل متفاوتی نسبت به سود با کیفیت بالا و سود با کیفیت پائین نشان می دهد و بازده غیر عادی بیشتری برای سودهای با کیفیت بالاتر در نظر می گیرد.

نتایج آزمون فرضیه دوم (در بلند مدت) با نتایج آزمون این فرضیه توسط اسلوان، هوگ و لگرا، ریچاردسون و همکارانش^۱، پنمان و ژنگ^۲، چان و همکارانش^۳ و خوش طینت و اسماعیلی مطابقت داشته است. به عبارتی تمام این پژوهشگران دریافته اند که سهام با سطح بالای اقلام تعهدی، دارای بازده پائینی می باشد. یعنی بین حجم اقلام تعهدی و بازده سهام رابطه معکوسی وجود دارد. بنابراین انتظار می رود افزایش سطح اقلام تعهدی، عکس العمل منفی بازار را در پی داشته باشد.

۱۱- پیشنهادهای حاصل از نتایج پژوهش

به سرمایه گذاران و سایر استفاده کنندگان از صورت های مالی توصیه می شود علاوه بر رقم سود به محتوا و نحوه محاسبه آن نیز توجه کنند زیرا آنچه باعث تغییر قیمت و در نتیجه بازدهی سهام می شود تنها کمیت سود نیست، بلکه کیفیت آن نیز در تغییر قیمت سهام پس از اعلام سود تأثیر گذار است. به عبارتی یک ریال سود نقدی تأثیر بیشتری در قیمت سهام خواهد داشت تا یک ریال سود حاصل از اقلام تعهدی.

همچنین ممکن است ارائه آموزش هایی از طرف سازمان بورس اوراق بهادار به سهامداران، سرمایه گذاران و به خصوص سهامداران جزئی و کم دانش در مورد ماهیت، کیفیت، نحوه محاسبه و محدودیت های موجود در اقلام صورت های مالی به خصوص رقم سود یا زیان شرکت ها خالی از فایده نباشد.

¹ Richardson, et al.

² Penman, S.Zhang, X.J

³ Chan, K, et al.

منابع

۱. ایزدی نیا، ناصر ونظرزاده، یاسر(۱۳۸۸)؛ "بررسی ارتباط کیفیت سود و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" **مجله توسعه و سرمایه**، شماره ۳، ص ۸۷-۱۱۰
۲. ثقفی، علی و کردستانی، غلامرضا. (۱۳۸۳)؛ "بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی" **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۳۷، تهران.
۳. خواجوی،شکرا.. و ناظمی، امین(۱۳۸۴)؛ "بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار" **بررسی های حسابداری و حسابرسی**، شماره ۴۰، تهران.
۴. خوش طینت، محسن و اسماعیلی، شاهپور(۱۳۸۵)؛ "بررسی رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام" **فصلنامه مطالعات حسابداری**، شماره ۱۲ و ۱۳. ص ۲۷-۵۶
۵. گجراتی، دامودار (۱۳۷۲)؛ "مبانی اقتصاد سنجی" حمید ابریشمی، چاپ اول، انتشارات دانشگاه تهران.
۶. نوروش، ایرج، مشایخی، بیبا و برقی، زهرا(۱۳۸۸)؛ "بررسی تأثیر اقلام تعهدی بر کیفیت سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران" **فصلنامه حسابداری مالی**، شماره ۳، ص ۳۱-۵۳.
7. Bodie, Z. Kane, A and Marcus, A.J, (2002) "Investments" 6 th ed. McGraw Hill, P:35.
8. Chan ,K, Jegadadeesh , N and Sougiannis, T. (2004).The Accrual Effect on Future Earnings." **Review of Quantitative Finance and Accounting** 22, PP. 97-121.
9. Dechow and I. Dichev, (2002), " The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors" **Accounting Review**, No77, PP35-59.
10. Houge, Todd and Tim Longhran. (2000) "Cash flow is king:Cognitive Errors by Investors" **Journal of Psychology and Financial Market**.
11. Jennifer, Francis. Ryan, Lafond. Per, Olsson and Katherine, Schipper,(2002) "The Market Pricing of Earnings Quality" Duke University and University of Wisconsin, **Working Paper**.

12. Jones, j. (1991). "Earnings management during import relief investigations" **Journal of accounting Research** ,Vol.29,pp.193-228.
13. Konan, Chan. Jegadeesh and Souigaunis. (2001), "Earning Quality and Stock Returns" **Working Paper**, National Taiwan University, Taipei 106, Department of Finance.
14. Lev, B. R, Thiagarajan.(1993) "Fundemental Information Analysis" **Journal of Accounting Research**, No 31.
15. Penman, S. Zhang, X.J.(2002) "Accounting Conservatism Quality of Earnings and Stock return" **The accounting review** , Vol(77),no.2, PP.237-264.
16. Revsine, L. Collins, D, and Johnson, B. (1999). "Financial Reporting and Analysis" New Jersey, Upper Sadle River. Prentice Hall.
17. Richardson, S, Sloan, R Soliman, M. and Tuna, I.(2001). "Information in accruals about the quality of earnings" **Working paper**university of Michigan business school , Ann. Arbor,PP.52-89.
18. Sloan, R. G. (1996) " Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?" **Accounting Review**, No 71, PP289-315
19. Wolk, H. (1989) "Accounting Theory" 2nd ed. PWS KENT, Boston.