فصلنامه حسابداری مالی/سال دهم/ شماره ۳۷ /بهار ۹۷/صفحات ۲۳- ۱

بررسی تمرکز سرمایه‌گذاران بر پایداری اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان

محسن صادقی *
محسن دستگیر**
هادی امیری***

تاریخ دریافت: ۱۳۹۶/۰۸/۲۲ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۶/۱۰/۱۱

چکیده

این پژوهش به بررسی پایداری اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی و قیمت‌گذاری آن توسط سرمایه‌گذاران پرداخته است. بدین‌جهت از نظریه ثبات رفتاری استفاده‌شده و ناهنجاری اقلام تعهدی در زمان گزارش زیان خالص موردبررسی قرارگرفته است. روش پژوهش مبتنی بر تحلیل رگرسیون و استفاده از معادلات هم‌زمان به روش حداقل مربعات دومرحله‌ای می‌باشد. نمونه آماری متشکل از ۶۶ شرکت تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی از سال ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۵ است. یافته‌ها نشان می‌دهد که پایداری اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی کمتر است و سرمایه‌گذاران پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی را مد نظر قرار می‌دهند؛ لیکن پایداری کمتر اقلام تعهدی در سال‌های گزارش زیان خالص و پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان خالص مورد تائید قرار نگرفت.

واژه‌های کلیدی: اقلام تعهدی، جریان‌های نقدی، پایداری سود، زیان خالص.

*دانشجوی دکترای حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران
Email: mohsen_ms_sadeghi@yahoo.com
**استاد حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی واحد اصفهان (خوراسگان)، اصفهان، ایران (نویسنده مسئول)
Email: dastmw@yahoo.com
***استادیار اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران
Email: amiri1705@gmail.com

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱- مقدمه

یکی از کارکردهایی که برای حسابداری تعریف شده است ارائه اطلاعات مفید و سودمند برای سرمایه‌گذاران جهت تعیین ارزش اوراق بهادار و کمک به تصمیمات آگاهانه سرمایه‌گذاری می‌باشد. از بین اطلاعات حسابداری، سود حسابداری به‌عنوان مهم‌ترین منبع اطلاعاتی درباره ارزیابی توان سودآوری و جریان‌های نقدی آتی محسوب می‌شود. با در نظر گرفتن اهمیت سود حسابداری و نقش وجوه نقد به‌عنوان یکی از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی و استفاده از آن در بسیاری از تصمیمات مالی از قبیل مدل‌های ارزشیابی اوراق بهادار، سود حسابداری به دو بخش نقدی و تعهدی تفکیک‌شده است. طبق فرضیه بازار کارا فرض می‌شود که سرمایه‌گذاران، موقعیت بالقوه سرمایه‌گذاری را بر اساس نرخ‌های بازدهی مورد انتظار و انحراف معیارهایی که از توزیع‌های احتمال نرخ‌های بازدهی به دست می‌آیند، ارزیابی می‌کنند. به‌علاوه فرض می‌شود که تخمین‌های سرمایه‌گذاران هیچ تورش سیستماتیکی را نسبت به توزیع‌های واقعی احتمال نشان نمی‌دهند. یعنی سرمایه‌گذاران در زمان بررسی موقعیت‌های سرمایه‌گذاری به طور قاعده‌مند دچار اشتباه نمی شوند؛ اما ناهنجاری اقلام تعهدی، نتایج تجربی هستند که به نظر می‌رسد با نظریه قیمت‌گذاری دارایی‌ها و فرضیه بازارهای کارا ناسازگار هستند. پژوهش‌های بسیار زیادی (کانستنتینیدی و کرافت و پوپ[1]، ۲۰۱۶) بعد از مقاله تأثیرگذار اسلوان درباره قیمت‌گذاری اشتباه اقلام تعهدی انجام‌شده است و موضوع ناهنجاری اقلام تعهدی را به چالش کشیده‌اند. لذا بررسی اثر زیان خالص بر قیمت‌گذاری و پایداری دو جزء سود حسابداری (اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی) هدف اصلی پژوهش خواهد بود.

تاکنون پژوهشی در خصوص آزمون فرضیه ثبات رفتاری و تمرکز سرمایه‌گذاران بر سود حسابداری با تأکید بر گزارش زیان در صورت‌های مالی صورت نگرفته و این پژوهش در ایران برای اولین با انجام شده است. دانشمندانی نظیر اسلون[2] (۱۹۹۶) اصل محافظه‌کاری و قابلیت متفاوت اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی را عاملی برای کج قیمت‌گذاری اقلام تعهدی عنوان نموده؛ این در حالی است که این موضوع با توجه به مکانیسم‌های افشاء برخی از کشورها زیر سؤال رفته است و به دلیل اینکه اصول حاکمیت شرکتی و مکانیسم‌های افشاء در بورس اوراق بهادار تهران در حال بهبود است؛ پژوهشگر در نظر دارد این موضوع را در بورس اوراق بهادار تهران آزمون نماید و از این لحاظ این پژوهش دارای نوآوری می‌باشد.

1 Konstantinidi and Kraft and Pope
2 Sloan

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

در ادامه به بررسی ادبیات و پیشینه پژوهش، فرضیه‌ها، روش و نوع پژوهش، جامعه آماری و آزمون فرضیه‌ها پرداخته خواهد شد.

۲- ادبیات و پیشینه پژوهش

هدف گزارشگری مالی، فراهم کردن اطلاعاتی است که برای تصمیمات جاری سودمند باشد. با توجه به تأکید بر سودمندی تصمیم، کیفیت گزارشگری مالی موردعلاقه کسانی است که از گزارش‌های مالی برای اهداف قراردادی و تصمیمات سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. کیفیت سود از عوامل کیفیت گزارشگری مالی است. چند ساختار وجود دارد که برای انعکاس کیفیت سود در پژوهش‌های حسابداری تلاش می‌کنند. ساختارهای مورداستفاده برای بررسی کیفیت سود از خواص سری‌های زمانی سود یعنی پایداری سود استفاده می‌کنند. پایداری سود ازجمله ویژگی‌های کیفی سود حسابداری به شمار می‌آید که بر اساس اطلاعات حسابداری است و سرمایه‌گذاران را در ارزیابی سودهای آتی و جریان‌های نقدی شرکت کمک می‌کند (کردستانی و مجدی، ۱۳۸۶).

علاوه بر اینکه رقم سود گزارش شده برای سرمایه‌گذاران مهم است و بر تصمیم‌های آن‌ها تأثیر دارد، پایداری سود به‌عنوان یکی از ویژگی‌های کیفی سود موردتوجه سرمایه‌گذاران است و سرمایه‌گذاران در برآورد سودهای آتی و جریان‌های نقدی مورد انتظار خود تنها به رقم سود حسابداری توجه نمی‌کنند بلکه به بخش پایدار سود بیشتر از بخش ناپایدار آن اهمیت می‌دهند. درواقع آن‌ها بیشتر از رقم نهایی سود به اقلام تشکیل‌دهنده آن توجه می‌کنند؛ بنابراین تصمیمات سرمایه‌گذاری به پایداری سود در دوره‌های آتی بستگی دارد. پایداری سودهای گزارش‌شده ازلحاظ نظری و تجربی در رابطه با میزان واکنش سرمایه‌گذاران دائمی محسوب می‌شود و باقابلیت اتکای بیشتری توسط آن‌ها قابل‌استفاده است. پایداری سود، تداوم و ثبات سود از یک دوره به دوره بعد را ارزیابی می‌کند. هر چه پایداری سود بیشتر باشد، یعنی شرکت توان بیشتری برای حفظ سودهای دوره جاری دارد و فرض می‌شود کیفیت سود شرکت بالاتر است (نیکومرام و پازوکی، ۱۳۹۴).

آگاهی از پایداری سود می‌تواند در پیش‌بینی بازده‌ها مورداستفاده قرار گیرد. سود حسابداری بر مبنای تعهدی اندازه‌گیری می‌شود و ازاین‌رو بین سود حسابداری و جریان‌های نقدی عملیاتی تفاوت به وجود می‌آید. در همین ارتباط محتوای اطلاعاتی سود در ارتباط با سودهای آتی، به اجزای تشکیل‌دهنده آن بستگی دارد. درواقع زمانی که سود حسابداری شامل عناصر موقتی و ناپایدار می‌باشد، محتوای اطلاعاتی آن در راستای پیش‌بینی سودهای آتی و قیمت سهام، پایین خواهد بود. در ادبیات حسابداری پژوهش‌های بسیاری در زمینه پیش‌بینی

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سود، اهمیت تجزیه‌وتحلیل عناصر نقدی و تعهدی سود دوره جاری را مورد تأکید قرار داده‌اند. این پژوهش‌ها نشـــان داده‌اند که بخش تعهدی ســـود نســـبت به بخش نقدی آن، از رخدادهای موقتی بیشتری تأثیر می‌گیرد (چاریتو ، کلاب و آندرو[1]، ۲۰۰۱).

به دلیل قضاوت‌های ذهنی در تعیین اقلام تعهدی، اگر سود دوره جاری شامل عناصر تعهدی بیشتر باشد امکان پایداری سود کاهش می‌یابد و بالعکس. همان‌گونه که عنوان گردید پایداری سود ازجمله ویژگی‌های کیفی سود حسابداری به شمار می‌آید که بر اطلاعات حسابداری مبتنی است و به سرمایه‌گذاران در ارزیابی سودهای آتی و جریان‌های نقدی شرکت کمک می‌کند. سرمایه‌گذاران در برآورد سودهای آتی و جریان‌های نقدی مورد انتظار خود به بخش پایدار سود بیشتر از بخش ناپایدار آن اهمیت می‌دهند. در پیش گرفتن روش‌های محافظه‌کارانه توسط هر شرکت موجب تطابق نادرست درآمدها و هزینه‌ها می‌شود و این موجب می‌شود تا اجزای تشکیل‌دهنده درآمد موقتی بوده و درنتیجه درآمد از ثبات کمتری برخوردار باشد، بنابراین کاربرد روش‌های محافظه‌کارانه حسابداری بالقوه باعث می‌شود سودها ثبات کمتری داشته باشد (فرانسیس، لافوند، اولسون و شیپر[2]، ۲۰۰۴).

مرور ادبیات مرتبط با واکنش سرمایه‌گذاران به سود نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران روی مبلغ سود متمرکز می‌شوند و در انعکاس کامل ویژگی‌های عناصر نقدی و تعهدی برای پیش‌بینی سودهای آتی شکست می‌خورند. سرمایه‌گذاران در راستای تعیین سودهای آتی مورد انتظار، تمایل دارند که پایداری عناصر تعهدی سود را به طور اشتباه بیش از واقع ارزش‌گذاری کنند، که این موضوع منجر به انحراف قیمت‌های سهام از ارزش‌های ذاتی می‌شود (اسلون، ۱۹۹۶) و در دوره‌های تحقق سود، به دلیل تحقق سود کمتر از انتظار برای شرکت‌های با اقلام تعهدی بالا، پیش‌بینی‌های خود را تعدیل می‌کنند. بنابراین می‌توان گفت که بین اقلام تعهدی جاری و بازده آتی رابطه منفی برقرار خواهد بود (ژانگ[3]، ۲۰۰۷).

زمانی که شرکت‌ها، زیان شناسایی می‌کنند، اجزای منفی سود بسیار زودگذر هستند اما زمانی که سود شناسایی می‌کنند، اجزای مثبت سود به‌آرامی و با پایداری بیشتری همراه می‌باشند. پایداری کمتر اقلام تعهدی، زمانی که شرکت‌ها زیان گزارش می‌کنند، در پیش‌بینی سود، اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی آتی بسیار مهم است لیکن مدل‌های ارائه‌شده هنوز نتوانسته‌اند به‌خوبی اثر رویدادهایی همچون «شناسایی به هنگام زیان‌ها و به تعویق انداختن

1 Charitou and Clubb and Andreou
2 Franci and Lafond and Olsson and Schipper
3 Zhang

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

سودها» که جانب‌دارانه بوده است و قیمت‌گذاری‌های اشتباه ناشی از این جانب‌داری را اصلاح نماید (کانستنتینیدی و همکاران، ۲۰۱۶).

یافته‌های پژوهش کانستنتینیدی و همکاران (۲۰۱۶) نشان داد که ناهنجاری اقلام تعهدی در سال‌هایی که سود گزارش‌شده است نسبت به سال‌هایی که زیان گزارش‌شده؛ بیشتر رخ داده است و پایداری متفاوت بین اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی و قیمت‌گذاری متفاوت این دو، در سال‌هایی که سود گزارش شده بیشتر بوده است. همین موضوع، فرضیه رفتار مبهم سرمایه-گذاران برای تمرکز روی سودهای گزارش‌شده را بیشتر زیر سؤال می‌برد.

با عنایت به موارد مذکور سؤال اصلی پژوهش آن است که آیا سرمایه‌گذاران بر پایداری اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان تمرکز می‌کنند؟

کانستنتینیدی و همکاران (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی «پایداری نامتقارن و قیمت‌گذاری متفاوت اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی» پرداختند. این پژوهش ناهنجاری اقلام تعهدی را موردبررسی و فرضیه تمرکز سرمایه‌گذاران بر روی سود حسابداری را مورد آزمون مجدد قرار داده است. دوره زمانی پژوهش بین سال‌های ۱۹۸۹ لغایت ۲۰۱۱ بوده و نمونه آماری شامل ۸۰،۸۰۳ مشاهده از داده‌های بورس اوراق بهادار انگلستان بوده است. نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران، پایداری نامتقارن اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی را پیش‌بینی می‌کنند و در تحلیل‌های خود مورداستفاده قرار می‌دهند. دیگر یافته‌ها نشان می‌دهد ناهنجاری اقلام تعهدی و قیمت‌گذاری اشتباه آن در سال‌هایی که سود وجود داشته؛ بیشتر رخ داده است. علاوه بر آن سرمایه‌گذاران نسبت به اقلام تعهدی غیرعادی و جریان‌های نقدی واکنش‌های متفاوت نشان می‌دهند و بنابراین از روی سادگی بر روی سودهای حسابداری تمرکز نمی‌کنند.

چان ، لی و لین[1] (۲۰۰۹) در پژوهشی به بررسی «اثر کیفیت اطلاعات حسابداری بر کج قیمت‌گذاری اقلام تعهدی» پرداختند. روش پژوهش رگرسیون چند متغیره با استفاده از معادلات هم‌زمان بوده است. دوره زمانی از سال ۱۹۸۲ تا ۲۰۰۲ در بورس اوراق بهادار انگلستان بوده است. یافته‌ها نشان دادند شرکت‌های با اقلام تعهدی زیاد در روز بعد از گزارشگری اطلاعات مالی، بازده سهام آن‌ها کاهش می‌یابد. یک تفسیر از این نتایج این است که شرکت‌ها با کیفیت سود پائین (شرکت‌هایی که اقلام تعهدی بالایی دارند) در دوره‌ی پس از گزارشگری سود، دچار افت بازدهی می‌شوند. تفسیر دیگر از این نتایج این است که سرمایه‌گذاران به مسئله کیفیت سود پایین شرکت‌ها پی می‌برند و قیمت سهام را متناسب با آن تعدیل می‌کنند، آن‌ها این موضوع را به‌وسیله

1 Chan and Lee and Lin

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

تفکیک اجزای اقلام تعهدی و نیز دسته‌بندی بر اساس اقلام اختیاری و غیر اختیاری انجام داده و به نتایج مشابهی دست یافتند.

دیچاو ، ریچاردسون و اسلون[1] (۲۰۰۸) در پژوهشی به بررسی «پایداری و قیمت‌گذاری جزء نقدی سود» پرداختند. دوره زمانی پژوهش از ۱۹۵۰ تا ۲۰۰۳ بوده است. داده‌ها برای ۲۳۷,۶۷۳ مشاهده شرکت - سال از Compustat و CRSP استخراج شده است. روش پژوهش رگرسیون و استفاده از معادلات هم‌زمان بوده است. آنان پایداری و قیمت‌گذاری اجزای نقدی سود را موردبررسی 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 اجزای پایدارتر سود که در این پژوهش وجوه پرداختی به سهامداران بود، رابطه معنی‌داری با قیمت سهام دارد. یافته‌ها نشان دادند تمرکز سرمایه‌گذاران بر سود منجر به درک نادرست آنان از سطح پایداری بخش نقدی سود می‌شود. به‌عبارتی‌دیگر درک نادرست سرمایه‌گذاران در خصوص وجه نقدی که در شرکت به‌منظور انجام سرمایه‌گذاری با نرخ بازده بالا نگهداری شده است باعث می‌شود که پایداری کمتری برای سود منظور شود و این تصور منجر به کاهش قیمت سهام خواهد شد. بااین‌حال پرداخت سود نقدی به سهامداران باعث ایجاد تصور پایداری بیشتر سود می‌شود.

حساس یگانه و باری (۱۳۹۶) در پژوهشی به بررسی «نقش پراکندگی بازده در تفسیر ناهنجاری‌های اقلام تعهدی» پرداختند. یکی از ناهنجاری‌های بازار سرمایه، ناهنجاری اقلام تعهدی است. دو دیدگاه رفتاری و دیدگاه انتظارات عقلایی در تشریح این ناهنجاری معرفی‌شده است. در این پژوهش، ضمن بررسی نقش پراکندگی بازده در تفسیر ناهنجاری اقلام تعهدی، به بررسی میزان تأثیر پراکندگی بازده بر صرف ریسک پرتفوی‌های با اقلام تعهدی بالا و پایین پرداخته‌شده است. بدین منظور، نمونه‌ای شامل ۱۱۱ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۳ موردبررسی قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌های پژوهش از مدل قیمت‌گذاری فاما و فرنچ استفاده‌شده است. نتایج به‌دست‌آمده نشان داد که پراکندگی نسبی بازده، منجر به‌صرف ریسک مثبت و معناداری در سطح سهام و پرتفوی اقلام تعهدی می‌شود و میان تأثیر پراکندگی نسبی بازده بر صرف ریسک، در شرکت‌های با اقلام تعهدی کم و شرکت‌های با اقلام تعهدی بالا تفاوت معناداری وجود دارد.

برزیده و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی فرضیه ثبات کار کردی از جنبه تفکیک اجزاء نقدی و تعهدی سود توسط سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران و در سطح شرکت پرداختند. فرضیه ثبات کارکردی بیان می‌کند سرمایه‌گذاران صرف‌نظر از روش‌های حسابداری

1 Dchaw and Richardson and Sloan

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

متفاوت برای محاسبه‌ی سود، ارقام سود را به نحو مشابهی تفسیر می‌کنند. همین‌طور فرضیه بازگشت اقلام تعهدی نیز بیان می‌کند که جزء تعهدی سود دوام کمتری نسبت به جزء نقدی دارد و رشد اقلام تعهدی در دوره جاری منجر به کاهش بازدهی آتی می‌گردد. برای آزمون این فرضیه از اطلاعات ۱۵۳ شرکت طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ استفاده‌شده است. شواهد پژوهش تائید این فرضیه را پشتیبانی نکرد. بررسی رابطه بین تغییرات غیرمنتظره اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی با بازدهی جاری نشان می‌دهد رد فرضیه پژوهش به دلیل وزن متفاوت اخبار مربوط به جریان‌های نقدی مورد انتظار و نرخ تنزیل بازار در اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی می‌باشد.

افلاطونی (۱۳۹۴) در پژوهشی به بررسی «توان پایین سهامداران در پردازش اطلاعات و نقش آن در قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها» پرداخته است. روش پژوهش تحلیل رگرسیون حداقل مربعات غیرخطی در قالب سیستم معادلات هم‌زمان و نیز آزمون میشکین می‌باشد. داده‌های پژوهش نمونه‌ای متشکل از ۱۹۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۲ می‌باشد. یافته‌ها نشان می‌دهد اقلام تعهدی و خالص دارایی‌های عملیاتی با بازده آتی سهام رابطه منفی و معناداری دارند و سرمایه‌گذاری در سهام شرکت‌هایی با حجم بالای اقلام تعهدی و خالص دارایی‌های عملیاتی، منجر به کسب بازده‌های آتی کمتری می‌شود. بااین‌حال، سهامداران به دلیل ضعف در تحلیل این اطلاعات، میزان پایداری آتی اقلام تعهدی و خالص دارایی‌های عملیاتی (و نهایتاً، سود حسابداری) را بیش از واقع برآورد نموده و موجب قیمت‌گذاری ناصحیح و غیر عقلایی سهام در بازار سرمایه می‌شوند.

کرمی و فرجزاده (۱۳۹۴) در پژوهشی به «بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی» پرداختند. داده‌های پژوهش اطلاعات ۸۲ شرکت در طی ۵ سال (از ۱۳۸۷ لغایت ۱۳۹۱) می‌باشد. در این پژوهش برای بررسی قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی از آزمون میشکین و برای آزمون ارتباط آن با عدم تقارن اطلاعاتی از روش پرتفوی‌بندی استفاده گردیده است. هم‌چنین برای اندازه‌گیری اقلام تعهدی از رویکرد ترازنامه‌ای غیرمستقیم و برای سنجش عدم تقارن اطلاعاتی از اختلاف بین قیمت پیشنهادی خریدوفروش نسبی سهام استفاده شده است. نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که به‌موازات افزایش در سطح عدم تقارن اطلاعاتی، اختلاف بین ضرایب پیش‌بینی و ارزشیابی اقلام تعهدی در آزمون میشکین به طور معناداری افزایش می یابد. درنتیجه با افزایش در سطح عدم تقارن اطلاعاتی، قیمت گذاری نادرست اقلام تعهدی تشدید می‌شود.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

دستگیر، حیدری و ترکی (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی میزان پایداری جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی آن و تأثیر ویژگی‌های شرکت بر ناهنجاری اقلام تعهدی در صنایع فعال در زمینه فلزی و کانه فلزی (صنایع فلزات اساسی) پرداختند. روش تجزیه‌وتحلیل اطلاعات با استفاده از مدل رگرسیون چند متغیره، با استفاده از آزمون میشکین است. بدین منظور، داده‌های مالی مربوط به ۴۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ تجزیه‌وتحلیل شده است. نتایج به‌دست‌آمده گویای آن است که پایداری جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی بیشتر است و جزء نقدی توانایی بیشتری در پیش‌بینی ارزش بازار دارد. از دیگر نتایج حاصل‌شده در این پژوهش، وجود ناهنجاری‌های اقلام تعهدی در صنایع فلزی و کانه فلزی بود، که این ناهنجاری‌ها با لحاظ کردن متغیرهای ویژگی‌های شرکت حذف‌شده است.

ایزدی نیا و محمدی (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی «تأثیر تفکیک اجزاء پایدار و ناپایدار سود در شرکت‌های محافظه‌کار و غیر محافظه‌کار بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری» پرداختند. برای انجام این پژوهش از اطلاعات ۱۰۳ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره شش ساله از سال ۱۳۸۵ تا سال ۱۳۹۰ استفاده شد. برای سنجش محافظه-کاری از معیار عدم تقارن زمانی و برای سنجش مربوط بودن اطلاعات حسابداری به ارزش سهام از معیار قیمت سهام استفاده شد. نتایج پژوهش حاکی از آن است که تفکیک اجزای پایدار و ناپایدار سود در شرکت‌های محافظه‌کار تفاوت معناداری در مربوط بودن اطلاعات حسابداری ایجاد نمی‌کند اما در شرکت‌های غیر محافظه‌کار این رابطه معنادار است.

شهریاری و سلیم (۱۳۹۲) در پژوهشی به «بررسی و آزمون قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی غیرعادی در بورس اوراق بهادار تهران طی سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹» پرداختند. روش پژوهش رگرسیون چندمتغیره با استفاده از معادلات هم‌زمان می‌باشد. یافته‌ها نشان می‌دهد بازار تداوم جریان نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی را کم برآورد کرده و بنابراین آن را پایین قیمت‌گذاری می‌کند. برعکس، بازار تداوم اقلام تعهدی عادی و غیرعادی را بالا برآورد کرده و بنابراین آن‌ها را بالا قیمت‌گذاری می‌کند. اگرچه به نظر می‌رسد بازار، اقلام تعهدی غیرعادی را بیش از اقلام تعهدی عادی، بالا قیمت‌گذاری می‌کند.

۳- فرضیه‌ها

فرضیه اول : پایداری اقلام تعهدی نسبت به پایداری جریان‌های نقدی کمتر است.

فرضیه دوم: سرمایه‌گذاران پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی را مد نظر قرار می‌دهند.

فرضیه سوم: پایداری اقلام تعهدی در سال‌های گزارش زیان خالص کمتر است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

فرضیه چهارم: پایداری اقلام تعهدی نسبت به پایداری جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان خالص، کمتر است.

فرضیه پنجم: سرمایه‌گذاران پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان خالص را مد نظر قرار می‌دهند.

۴- روش پژوهش

ابتدا به‌منظور آزمون فرضیه ۱ و ۲ از دو معادله (۱) و (۲) به‌صورت هم‌زمان با استفاده از روش حداقل مربعات دومرحله‌ای[1] استفاده می‌شود:

$$\mathrm{Earn}_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1\,\mathrm{ACC}_t + \alpha_2 \mathrm{CF}_t + \varepsilon_{it} \qquad (۱)$$

$$\mathrm{ARET}_{t+1} = \beta \mathrm{Earn}_{t+1} - \alpha_0^* - \alpha_1^* * \mathrm{ACC}_t - \alpha_2^* \mathrm{CF}_t + \varepsilon_{t+1} \qquad (۲)$$

که در آن:

Earn_{t+1}: عبارت است از سود یا زیان خالص که از صورت سود و زیان قابل استخراج است.

ACC_t عبارت است از اقلام تعهدی که از طریق رابطه (۳) به دست می‌آید:

$$\mathrm{ACC}_t = [(\Delta\text{Current assets} - \Delta\text{Cash}) - (\Delta\text{Current liabilities}) - \text{Depreciation}]/\text{Average assets} \qquad (۳)$$

ΔCurrent assets: تغییرات دارایی‌های جاری سال قبل و سال جاری

ΔCash: تغییرات وجه نقد سال قبل و سال جاری.

ΔCurrent liabilities: تغییرات بدهی‌های بلندمدت سال قبل و سال جاری.

Average assets: میانگین دارایی‌ها.

CF_t: عبارت است از جریان‌های نقدی عملیاتی که از صورت جریان وجوه نقد قابل استخراج است.

Depreciation: عبارت است از استهلاک که به طور مستقیم از صورت سود و زیان قابل استخراج است.

AR_{it}: عبارت است از بازده غیرعادی سهام که به روش خرید و نگهداری محاسبه می‌گردد:

به‌منظور محاسبه بازده غیرعادی ابتدا شرکت‌های نمونه بر اساس ارزش بازار سهام به ترتیب از کوچک به بزرگ مرتب می‌شوند. بازده ماهانه هر یک از شرکت‌ها نیز در هر سال محاسبه و سپس شرکت‌های نمونه چارک بندی شده و در چهار چارک (پرتفوی) دسته‌بندی می‌شوند. پس

1 2SLS

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

از تشکیل پرتفوی‌ها و مشخص شدن تعداد و بازده ماهانه شرکت‌های هر پرتفوی، بازده خرید و نگهداری هر شرکت در هر چارک برای یک دوره ۱۲ ماهه از طریق رابطه محاسبه می‌شود:

$$r_{i,t} = \prod_{m=1}^{12}\left(1 + r_{i,t(m)}\right) - 1 \qquad (۴)$$

$r_{i,t}$: عبارت است از بازده خرید و نگهداری شرکت i برای یک دوره ۱۲ ماهه.

$r_{i,t(m)}$: عبارت است از بازده سهام شرکت i در ماه m در سال t.

$\prod$: عبارت است از علامت ضرب

در مرحله بعد، بازده ماهانه موزون هر پرتفوی (چارک) از طریق رابطه محاسبه می‌شود:

$$r_{\bar{s},t(m)} = \sum_{i=1}^{n} X_i R_i \qquad (۵)$$

X_i: عبارت است از وزن ماهانه هر سهم i که از ارزش بازار سهام هر شرکت در هر پرتفوی تقسیم بر کل ارزش بازار سهام شرکت‌ها در همان پرتفوی به دست می‌آید.

R_i: عبارت است از بازده ماهانه سهام هر شرکت.

پس از محاسبه بازده ماهانه موزون هر پرتفوی، بازده خرید و نگهداری موزون هر پرتفوی (چارک) برای یک دوره ۱۲ ماهه از طریق رابطه (۶) محاسبه می‌شود:

$$r_{\bar{s},t} = \prod_{m=1}^{12}\left(1 + r_{s,t(m)}\right) - 1 \qquad (۶)$$

$r_{\bar{s},}$: بازده خرید و نگهداری موزون هر پرتفوی برای یک دوره ۱۲ ماهه

$r_{\bar{s},(m)}$: بازده ماهانه موزون پرتفو

در پایان، بازده خرید و نگهداری تعدیل‌شده بر اساس اندازه از طریق رابطه (۷) محاسبه‌شده است:

$$ARET_{t+1} = r_{i,t} - r_{\bar{s},t} = \prod_{m=1}^{12}\left(1 + r_{i,t(m)}\right) - \prod_{m=1}^{12}\left(1 + r_{\bar{s},t(m)}\right) \qquad (۷)$$

ضریب α در مدل ۱، ضریب پایداری عینی نامیده می‌شود و هرچه مقدار این ضریب بزرگ‌تر باشد نشان‌دهنده پایداری بیشتر آن است. از سوی دیگر سرمایه‌گذاران در معاملات سهام بدون استفاده از معادله (۱) همواره برداشتی ذهنی از میزان پایداری سود شرکت دارند و این ذهنیت را در تحلیل سهام جهت مبادلات به کار می‌گیرند. به میزان پایداری که سرمایه‌گذار از سود یک شرکت در ذهن دارد پایداری ذهنی گفته می‌شود (افلاطونی، ۱۳۹۲).

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

مدل (۱) مدل پیش‌بینی و مدل (۲) مدل ارزش‌گذاری نامیده می‌شود. در شرایطی که بازار سرمایه ازنظر اطلاعاتی کارا باشد انتظار می‌رود که پایداری عینی و ذهنی باهم تفاوت معنی‌داری نداشته باشد. در این حالت گفته می‌شود که ناهنجاری وجود ندارد و بازار سرمایه نسبت به اطلاعات سود حسابداری واکنش دارد. زمانی که سود به اجزای نقدی و تعهدی تجزیه می‌شود برای آزمون قیمت‌گذاری عقلایی اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی (کارا بودن بازار نسبت به اطلاعات اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی) محدودیت $\alpha_1 = \alpha_1^*$ و $\alpha_2 = \alpha_2^*$ آزمون شود که اگر محدودیت‌های مذکور برقرار نباشد گفته می‌شود بازار نسبت به مجموعه اطلاعات اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی کارایی ندارد و به‌عبارت‌دیگر بازار اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی را به‌صورت عقلایی قیمت‌گذاری ننموده است. با عنایت به موارد مذکور:

اگر $\alpha_1 < \alpha_2$ پایداری اقلام تعهدی از جریان‌های نقدی کمتر است (افلاطونی، ۱۳۹۲).

اگر $\alpha_1 = \alpha_1^*$ و $\alpha_2 = \alpha_2^*$ سرمایه‌گذاران پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی را مد نظر قرار می‌دهند.

سپس به منظور آزمون فرضیه ۳ و ۴ و ۵ از دستگاه معادلات هم‌زمان (مدل ۸ و ۹) استفاده می‌شود:

$$\mathrm{Earn}_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_{01}\,\mathrm{D_t} + \alpha_1\,\mathrm{ACC_t} + \alpha_2 \mathrm{CF_t} + \alpha_3\,\mathrm{ACC_t} * D_t + \alpha_4\,\mathrm{CF_t} D_t + \varepsilon_{it} \quad (۸)$$

$$\mathrm{ARET}_{t+1} = \beta(\mathrm{Earn}_{t+1} - \alpha_0^* - \alpha_{01}^* * \mathrm{D_t} - \alpha_1^* * \mathrm{ACC_t} - \alpha_2^* \mathrm{CF}_t - \alpha_3^* * \mathrm{ACC_t} * D_t - \alpha_4^* * \mathrm{CF_t} * D_t) + \varepsilon_{t+1} \quad (۹)$$

که در آن:

D_t: عبارت است از یک متغیر مجازی و درصورتی‌که شرکت i در سال t زیان گزارش نموده باشد برابر با ۱ و در غیر این صورت برابر با ۰ خواهد بود.

سایر متغیرها در مدل قبل توضیح داده‌شده است.

اگر $\alpha_3 < 0$ اقلام تعهدی در سال‌های گزارش زیان، کمتر پایدارتر است تا در سال‌های سود.

اگر $(\alpha_1 + \alpha_3) < (\alpha_2 + \alpha_4)$ اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان کمتر پایدارتر است.

طبق مدل (۹) قیمت‌گذاری اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی برابر با β است. اگر $(\alpha_2+\alpha_4)$, $(\alpha_1+\alpha_3)$ برابر با $(\alpha_2^*+\alpha_4^*)$, $(\alpha_1^*+\alpha_3^*)$ باشد سرمایه‌گذاران پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان خالص را مد نظر قرار می‌دهند.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۶- نوع پژوهش

ازآنجاکه هدف پژوهش‌های کاربردی توسعه دانش کاربردی در یک زمینه خاص است؛ پژوهش حاضر از نوع کاربردی است. این نوع پژوهش‌ها به سمت کاربرد عملی دانش هدایت می‌شود. همچنین این پژوهش ازلحاظ روش، از نوع توصیفی- همبستگی است؛ زیرا ازیک‌طرف وضع موجود را بررسی می‌کند و به توصیف منظم و نظام‌دار وضعیت قبلی آن می‌پردازد و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون، کشف یا تعیین می‌کند.

در این پژوهش از رگرسیون داده‌های ترکیبی و آماره والد جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش استفاده‌شده است. تجزیه‌وتحلیل داده‌ها با استفاده از نرم‌افزار ایویوز[1] انجام‌شده است.

۷- جامعه آماری و نمونه

در این پژوهش شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که دارای ویژگی‌های زیر بوده؛ طبق روش حذف سیستماتیک به‌عنوان نمونه انتخاب شدند:

۱- به‌منظور قابل‌مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند باشد.

۲- در دوره زمانی موردپژوهش حداقل هر سه ماه یک‌بار سهام آن‌ها مورد مبادله واقع‌شده باشد.

۳- به‌منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت‌ها از نوع تولیدی باشد.

۴- در طی دوره موردبررسی تغییر سال مالی نداشته باشد.

۵- اطلاعات موردنیاز شرکت، در دوره موردبررسی موجود باشد.

با توجه به شرایط و محدودیت‌های فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، در مجموع ۶۶ شرکت انتخاب شدند. در این پژوهش به‌منظور انجام آزمون‌های مورد نظر و بـا توجه به اطلاعات موجود، دوره زمانی پژوهش بین سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۵ می‌باشد.

۸- تخمین مدل معادلات هم‌زمان جهت آزمون فرضیه اول و دوم

همان‌گونه که گفته شد فرضیه اول پژوهش بیان می‌نماید که «پایداری اقلام تعهدی نسبت به جریان‌هـای نقدی کمتر است». علاوه بـر آن فرضیه دوم به این صورت تدوین شد که «سرمایه-گذاران پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی را مد نظر قرار می‌دهند». به‌منظور آزمون این دو فرضیه از مدل معادلات هم‌زمان (۱) و (۲) استفاده شد که نتایج حاصل از آن در جدول (۱) منعکس‌شده است:

1 Eviews

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول (۱). نتایج تجزیه‌وتحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول

EARN= C(1)+ C(2)*ACC+ C(3)*CF
ARET = C(4)*(EARN-(C(5)+ C(6)*ACC+ C(7)*CF))

متغیرها	نماد ضرایب	ضریب	خطای استاندارد	آماره t	ارزش احتمال
ضریب ثابت	C(1)	۰/۰٤٤	۰/۰۰۵	۸/۲۷٦	۰
اقلام تعهدی	C(2)	۰/۲۱۵	۰/۰۲۵	۸/۵۳۳	۰
جریان‌های نقدی عملیاتی	C(3)	۰/۵۰٤	۰/۰۳	۱٦/٤۰۱	۰
ضریب واکنش بازده غیرعادی	C(4)	۱/۱۸۲	۰/٤۷٤	۲/٤۹۱	۰/۰۱۲
ضریب ثابت	C(5)	۰/۰۱۱	۰/۰٦۱	-۰/۱۸۷	۰/۸۵
اقلام تعهدی	C(6)	-۰/۰۵۱	۰/۲۸۵	۰/۱۷۹	۰/۸۵۷
جریان‌های نقدی عملیاتی	C(7)	-۰/۵۹۵	۰/۳۲۵	-۱/۸۳۱	۰/۰٦۷

۹- آزمون فرضیه اول با استفاده از آماره والد

فرضیه اول پژوهش «پایداری اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی کمتر است» با شرط «$c_2<c_3$» آزمون گردید که نتایج آن به شرح جدول (۲) بوده است.

جدول (۲). آزمون والد برای آزمون فرضیه اول

احتمال	مقدار	آماره آزمون
۰/۰۰۰	٤۷/۲۱٦	کای اسکوئر
	C(2)=C(3) :فرض صفر	
خطای استاندارد	مقدار	(0 =) محدودیت نرمال شده
۰/۰٤۲	-۰/۲۸۹	C(2) - C(3)

همان‌گونه که در جدول (۲) ارائه‌شده است فرض صفر رد شده است و بنابراین پایداری اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی برابر نیست و پایداری جریان‌های نقدی بیشتر از پایداری اقلام تعهدی است.

۱۰- آزمون فرضیه دوم با استفاده از آماره والد

فرضیه دوم پژوهش «سرمایه‌گذاران پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی را مد نظر قرار می‌دهند» با شرط «$c_7= c_3$ و $c_2 c_6 =$» آزمون گردید که نتایج آن به شرح جدول (۳) بوده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول (۳). آزمون والد برای آزمون فرضیه دوم

C(2)=C(6) :فرض صفر		
احتمال	**مقدار**	**آماره آزمون**
۰/۳۵۲	**۰/۸۶۳**	**کای اسکوئر**
خطای استاندارد	**مقدار**	**(0 =) محدودیت نرمال شده**
۰/۲۸۶	**۰/۲۶۶**	**C(2) - C(6)**
C(3)=C(7) :فرض صفر		
احتمال	**مقدار**	**آماره آزمون**
۰/۷۸	**۰/۰۷**	**کای اسکوئر**
خطای استاندارد	**مقدار**	**(0 =) محدودیت نرمال شده**
۰/۳۳	**-۰/۰۹**	**C(3) - C(7)**

همان‌گونه که در جدول (۳) ارائه‌شده است فرض صفر برای هر دو شرط پذیرفته شده است و لذا می‌توان نتیجه گرفت که سرمایه‌گذاران پایداری بیشتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی را مد نظر قرار می‌دهند.

۱۱- تخمین مدل معادلات هم‌زمان جهت آزمون فرضیه سوم تا پنجم

فرضیه سوم پژوهش بیان می‌نمود که «پایداری اقلام تعهدی در سال‌های گزارش زیان خالص کمتر است». علاوه بر آن فرضیه چهارم به این صورت تدوین شد که «پایداری اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان خالص، کمتر است». درنهایت فرضیه پنجم عنوان نمود که «سرمایه‌گذاران پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان خالص را مد نظر قرار می‌دهند». به‌منظور آزمون این سه فرضیه از مدل معادلات هم‌زمان ۸ و ۹ استفاده شد که نتایج حاصل از آن در جدول (۴) منعکس‌شده است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

جدول (٤). نتایج تجزیه‌وتحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه سوم تا پنجم

EARN= C(1)+ C(2)*D+C(3)*ACC+ C(4)*CF+C(5)*ACCD+C(6)*CFD
ARET = C(7)*(EARN-(C(8)+ C(9)*D+C(10)*ACC+ C(11)*CF+C(12)*ACCD+C(13)*CFD))

متغیرها	نماد ضرایب	ضریب	خطا استاندارد	آماره t	ارزش احتمال
ضریب ثابت	C(1)	۰/۰٦۱	۰/۰۰۵	۱۱/۸٤۸	۰
متغیر مجازی زیان	C(2)	-۰/۱٤۷	۰/۰۱۵	-۹/۵۱۱	۰
اقلام تعهدی	C(3)	۰/۱۷۳	۰/۰۲٤	٦/۹٤۸	۰
جریان‌های نقدی عملیاتی	C(4)	۰/٤۷۸	۰/۰۲۹	۱٦/۳۷٦	۰
اثر متقابل اقلام تعهدی و متغیر مجازی زیان	C(5)	۰/۱۲۵	۰/۰٦٤	۱/۹۵۷	۰/۰۵
اثر متقابل جریان‌های نقدی و متغیر مجازی زیان	C(6)	-۰/۱٦٤	۰/۱۰٦	-۱/۵٤٤	۰/۱۲۲
ضریب واکنش بازده غیرعادی	C(7)	۱/۳۵۳	۰/۵۲٤	۲/۵۷۸	۰/۰۱
ضریب ثابت	C(8)	-۰/۰۰۳	۰/۰۵۸	-۰/۰۵٦	۰/۹۵٤
متغیر مجازی زیان	C(9)	-۰/۰۳۷	۰/۱٦۲	-۰/۲۳۲	۰/۸۱٦
اقلام تعهدی	C(10)	۰/۰۰۰٦	۰/۲٦۱	۰/۰۰۲	۰/۹۹۸
جریان‌های نقدی عملیاتی	C(11)	۰/٦٤٦	۰/۳۰۲	۲/۱۳۳	۰/۰۳۳
اثر متقابل اقلام تعهدی و متغیر مجازی زیان	C(12)	-۰/۱٦۵	۰/٦۵۹	-۰/۲۵	۰/۸۰۱
اثر متقابل جریان‌های نقدی و متغیر مجازی زیان	C(13)	-۱/۱۵۹	۱/۱٤۳	-۱/۰۱٤	۰/۳۱

۱۲- آزمون فرضیه سوم با استفاده از آماره والد

با استفاده از آزمون والد فرضیه سوم پژوهش «پایداری اقلام تعهدی در سال‌های گزارش زیان خالص کمتر است» با شرط «$C_3 <0$» آزمون گردید که نتایج آن به شرح جدول (۵) بوده است.

جدول (۵). آزمون والد جهت آزمون فرضیه سوم

احتمال	مقدار	آماره آزمون
۰/۰۵	۳/۸۳۲	کای اسکوئر
	C(3)=0 :فرض صفر	
خطای استاندارد	مقدار	(=0) محدودیت نرمال شده
۰/۰٦٤	۰/۱۲	C(3)

همان‌گونه که در جدول (۵) ارائه‌شده است فرض صفر رد شده است ولی به دلیل آنکه ضریب اقلام تعهدی برابر با ۰,۱۲ و بزرگ‌تر از صفر است نمی‌توان گفت که پایداری اقلام تعهدی در سال‌های گزارش زیان کمتر است.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۱۳- آزمون فرضیه چهارم با استفاده از آماره والد

فرضیه چهارم پژوهش «پایداری اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان خالص، کمتر است» با شرط «$(c_3 + c_5) < (c_4 + c_6)$» آزمون گردید که نتایج آن به شرح جدول (۶) بوده است.

جدول (٦). آزمون والد جهت آزمون فرضیه چهارم

احتمال	مقدار	آماره آزمون
۰/۹	۰/۰۱٤	کای اسکوئر
(c3+ c5) = (c4+ c6): فرض صفر		
خطای استاندارد	مقدار	(=0) محدودیت نرمال شده
۰/۱۲٦	-۰/۰۱۵	C(3) - C(4) + C(5) - C(6)

همان‌گونه که در جدول (۶) ارائه‌شده است فرض صفر پذیرفته شده و بنابراین نمی‌توان گفت که پایداری اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان خالص، کمتر است.

۱۴- آزمون فرضیه پنجم با استفاده از آماره والد

فرضیه پنجم پژوهش «سرمایه‌گذاران پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان خالص را مد نظر قرار می‌دهند» با شرط «(C_4+C_6), $(C_3 + C_5)$ برابر با $(C_{11}+C_{13})$, $(C_{10} + C_{12})$» آزمون گردید که نتایج آن به شرح جدول (۷) بوده است.

جدول (۷). آزمون والد جهت آزمون فرضیه پنجم

C(3) + C(5) =C(10) +C(12) :فرض صفر		
احتمال	مقدار	آماره آزمون
۰/٤٦	۰/٥٤	کای اسکوئر
خطای استاندارد	مقدار	(=0) محدودیت نرمال شده
۰/٦۲	۰/٤٦	C(3) + C(5) - C(10) - C(12)
C(4) + C(6) =C(11) + C(13) :فرض صفر		
احتمال	مقدار	آماره آزمون
۰/٤٤	۰/٥۷	کای اسکوئر
خطای استاندارد	مقدار	(=0)محدودیت نرمال شده
۱/۰۸	۰/۸۲	C(4) + C(6) - C(11) - C(13)

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

همان‌گونه که در جدول (۷) ارائه‌شده فرض صفر پذیرفته شده و لذا می‌توان گفت که سرمایه-گذاران پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان خالص را مد نظر قرار می‌دهند.

۱۵- نتیجه‌گیری

موضوعی که در این پژوهش ذهن هر تحلیلگر را به خود جلب نموده آن است که سود دوره جاری باید در سال‌های آتی تداوم و ثبات داشته باشد تا سرمایه‌گذار بتواند در سال‌های آتی به بازده موردنظرش دست یابد. زمانی که بحث تداوم و پایداری سود مطرح می‌شود تحلیلگران به سراغ پایداری اجزا می‌روند؛ لذا در فرضیه اول این پژوهش این موضوع مطرح‌شده که کدام جزء سود، پایداری بیشتری نسبت به جزء دیگر دارد تا سرمایه‌گذار بتواند در پیش‌بینی سودهای آتی از آن استفاده کند.

نتیجه فرضیه اول نشان داد که پایداری جزء نقدی از جزء تعهدی بیشتر است. این نتایج را می‌توان این‌گونه تحلیل نمود که جزء تعهدی دارای دو جزء اختیاری و غیر اختیاری است و مدیریت می‌تواند از اجزای اختیاری استفاده نماید و اقدام به مدیریت اقلام تعهدی نماید. لذا این احتمال وجود دارد که انگیزه‌های مدیریت باعث شود تا جزء تعهدی نوسان بسیار زیادی داشته باشد و لذا از ثبات و پایداری آن کاسته شود؛ ولی در خصوص جزء نقدی این نوسانات به‌مراتب کمتر است و لذا می‌توان گفت که جزء نقدی از ثبات و پایداری بالاتری برخوردار است. نتایج حاصل از آزمون این فرضیه با نتایج پژوهش‌های شهریاری و سلیم (۱۳۹۲)، افلاطونی (۱۳۹۴)، دستگیر و همکاران (۱۳۹۳)، پژوهش کانستنتینیدی و همکاران (۲۰۱۶)، دیچاو و همکاران (۲۰۰۸) مطابقت دارد و می‌توان به این نتیجه رسید که اکثر پژوهش‌های پیشین به این نتیجه رسیده‌اند که پایداری جزء نقدی از جزء تعهدی بیشتر است. یکی از عوامل اصلی که به عقیده اسلون (۱۹۹۶) موجب ناهنجاری اقلام تعهدی می‌گردد تفاوت پایداری اجزای سود است؛ نتایج این فرضیه با یافته‌های اسلون نیز مطابقت دارد.

یافته‌های آزمون فرضیه دوم نشان داد که سرمایه‌گذاران پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی را مدنظر قرار می‌دهند. به نظر می‌رسد مکانیسم‌های ایجاد شفافیت اطلاعاتی برای دسترسی هرچه سریع‌تر سرمایه‌گذاران به اطلاعات اثرگذار شرکت‌ها، اثر خود را گذاشته و بسیاری از سرمایه‌گذاران قادر بوده‌اند به تجزیه‌وتحلیل اخبار منتشرشده شرکت‌ها از طریق سایت کدال و سایر منابع اطلاعاتی بپردازند؛ و یا در غیر این صورت از تجزیه‌وتحلیل‌های تحلیلگران بازار سرمایه استفاده نمایند. در این دیدگاه می‌توان نتیجه گرفت که بازار سرمایه‌ی ایران از کارایی اطلاعاتی خوبی برخوردار بوده و منابع اطلاعاتی موجود در بازار سرمایه توانسته‌اند به‌خوبی

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

اطلاعات شرکت‌ها را در اختیار همگان قرار دهند. در حال حاضر سایت‌های مختلفی ازجمله: www.codal.ir، www.tsetmc.com، www.seo.ir، www.tse.ir، سایت‌های تحلیلی مختلف ازجمله www.fipiran.com، سایت شرکت‌ها، سایت‌های مختلف تحلیلگری کارگزاری‌های مختلف، اطلاعات منتشرشده از طریق شبکه‌های مجازی توانسته‌اند اخبار روز شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران را در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهند. این یافته‌ها را می‌توان از دیدگاه دیگری نیز تحلیل نمود که شاید بازیگران اصلی بازار سرمایه ایران کارگزاری‌ها و سرمایه‌گذاران نهادی، صندوق‌های سرمایه‌گذاری و ... بوده‌اند که به‌خوبی اطلاعات را تجزیه‌وتحلیل کرده و پایداری اجزای سود را به طور مطلوب مد نظر قرار می‌دهند. این یافته‌ها با پژوهش کانستنتینیدی و همکاران (۲۰۱۶)، پژوهش دیچاو و همکاران (۲۰۰۸) و پژوهش چان و همکاران (۲۰۰۹) مطابقت ندارد. در خصوص پژوهش‌های داخل ایران با پژوهش افلاطونی (۱۳۹۴) و کرمی و فرج زاده (۱۳۹۴) مطابقت ندارد.

از دیگر علل ناهنجاری اقلام تعهدی که توسط اسلون (۱۹۹۶) مطرح گردید محافظه‌کاری حسابداری بود و اینکه او مطرح نمود زمانی که شرکت‌ها، زیان شناسایی می‌کنند؛ اقلام تعهدی شامل اجزای زودگذر هستند اما زمانی که سود شناسایی می‌کنند، اجزای سود به‌آرامی و با پایداری بیشتری همراه است. بنابراین انتظار آن است که ناهنجاری اقلام تعهدی بیشتر در سال‌های گزارش زیان رخ دهد؛ اما یافته‌های این پژوهش عکس این موضوع را ثابت کرد و نشان داد پایداری اقلام تعهدی در سال‌های گزارش زیان کمتر نبوده است. بنابراین یافته‌ها با پژوهش اسلون (۱۹۹۶) که عنوان نمود ناهنجاری اقلام تعهدی در سال‌های گزارش زیان رخ می‌دهد مطابقت ندارد اما با مبانی نظری ارائه‌شده در این پژوهش که معتقد است ناهنجاری اقلام تعهدی در سال‌های گزارش سود رخ می‌دهد، مطابقت دارد. این یافته‌ها با پژوهش کانستنتینیدی و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت ندارد. این موضوع را از این دیدگاه نیز می‌توان بررسی نمود که شاید عناصر زیان (اقلام تعهدی) زودگذر نبوده و محافظه‌کاری حسابداری، گزارشگری مالی را زیاد تحت تأثیر قرار نداده و شاید خوش‌بینی‌های مدیریت به‌گونه‌ای بوده که باعث شده سود و زیان به‌درستی گزارش گردد و به عبارت دیگر خوش‌بینی مدیریت، محافظه‌کاری حسابداری را خنثی نموده است.

اسلون (۱۹۹۶) مطرح کرد که پایداری اقلام تعهدی از جریان‌های نقدی در سال‌های زیان کمتر است. ازآنجایی‌که مدیریت می‌تواند از اقلام تعهدی استفاده نماید تا نسبت به مدیریت سود در سال‌های گزارش زیان اقدام کند؛ پس باید پایداری اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی کمتر باشد. یافته‌های این پژوهش عکس نتایج اسلون را اثبات نمود و پژوهشگر معتقد است

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

پایداری اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان کمتر نبوده است. یافته‌های این پژوهش با یافته‌های پژوهش کانستنتینیدی و همکاران (۲۰۱۶) نیز مطابقت ندارد. به نظر می‌رسد دلایل آن مرتبط با شرایط محیطی ایران در مقایسه با سایر کشورها باشد. می‌توان گفت تفاسیری که برای فرضیه سوم مطرح شد برای یافته‌های این فرضیه نیز مصداق دارد.

نتایج فرضیه پنجم نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی را مد نظر قرار داده‌اند. هرچند که این فرضیه بر طبق مبانی نظری و قبل از دستیابی به نتایج فرضیه چهارم تدوین‌شده؛ اما نتایج فرضیه چهارم این موضوع را تائید نمود که پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان وجود ندارد؛ لیکن می‌توان نتایج آزمون این فرضیه را این‌گونه تفسیر نمود که سرمایه‌گذاران به چنین آگاهی رسیده‌اند که می‌توانند در صورت وجود اقلام تعهدی زودگذر در سال‌های گزارش زیان، آن را تجزیه‌وتحلیل نموده و در تصمیمات سرمایه‌گذاری خود مد نظر قرار دهند. فرضیه ثبات رفتاری که معتقد بود سرمایه‌گذاران بر روی سود حسابداری تمرکز می‌کنند و از طریق اقلام تعهدی دچار خطای قیمت‌گذاری می‌شوند با یافته‌های این پژوهش مطابقت ندارد. همچنین با یافته‌های اسلون که معتقد بود سرمایه‌گذاران از طریق اقلام تعهدی دچار خطای قیمت‌گذاری می‌شوند و محافظه‌کاری حسابداری می‌تواند بر تصمیمات آن‌ها اثرگذار باشد در این فرضیه مورد تأیید قرار نگرفت. همچنین نتایج با یافته‌های پژوهش کانستنتینیدی و همکاران (۲۰۱۶) مطابقت داشت.

۱۶- پیشنهادها و محدودیت‌ها

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول نشان داد که پایداری جزء نقدی نسبت به پایداری جزء تعهدی بیشتر است؛ لذا به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد که در زمان پیش‌بینی بازده‌های آتی به جزء نقدی اهمیت بیشتری بدهند و یا اگر از جزء تعهدی استفاده می‌کنند باید با دقت زیاد آن اقلام را تحلیل نمایند تا بتوانند به قیمت‌گذاری دقیقی دست یابند و دچار کج قیمت‌گذاری نگردند.

هرچند که نتایج آزمون فرضیه دوم نشان داد که سرمایه‌گذاران پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی را مد نظر قرار می‌دهند لیکن به سازمان بورس و اوراق بهادار پیشنهاد می‌گردد در جهت افزایش کارایی بازار علاوه بر انتشار اطلاعات خام، تجزیه‌وتحلیل‌های دقیق‌تری نیز در اختیار سرمایه‌گذاران قرار دهد تا آن‌ها بتوانند در خصوص پایداری جزء تعهدی و نقدی سود به طور دقیق‌تری تصمیم‌گیری نمایند. علاوه بر آن به سرمایه‌گذاران بازار سرمایه توصیه می‌گردد از اطلاعات سایت‌های تحلیلی از جمله www.codal.ir، www.tsetmc.com، www.seo.ir و فایل‌های تحلیلی کارگزاری‌ها و صندوق‌های سرمایه‌گذاری استفاده نمایند تا نسبت به پایداری اجزای سود تجزیه‌وتحلیل دقیق‌تری داشته باشند. علاوه بر آن به شرکت‌ها

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

توصیه می‌شود برای تکریم سهامداران به طور متوالی گزارش‌های تحلیلی تهیه و از طریق سایت شرکت اطلاع‌رسانی لازم را داشته باشند.

نتایج فرضیه سوم نشان داد که پایداری اقلام تعهدی در سال‌های گزارش زیان کمتر نبود لیکن به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد دو معیار محافظه‌کاری حسابداری و خوش‌بینی مدیریت در برآوردهای آتی را با استفاده از شاخص‌های مناسب تعریف و با یکدیگر مقایسه نمایند و در تصمیم‌گیری در خصوص پایداری اجزای سود مد نظر قرار دهند. از سوی دیگر به کارشناسان بازار سرمایه پیشنهاد می‌گردد در تعریف و اندازه‌گیری شاخص‌های کلیدی برای این دو مفهوم کمک کنند تا قیمت‌گذاری سهام به طرز دقیق‌تری صورت پذیرد.

هرچند که نتایج حاصل از آزمون فرضیه چهارم نشان داد که پایداری اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان کمتر نیست اما به کمیته تدوین استانداردها پیشنهاد می‌گردد در خصوص کیفیت گزارشگری مالی به‌خصوص ازلحاظ به‌کارگیری محافظه‌کاری تمهیداتی اندیشیده شود تا اثر آن بر گزارشگری مالی کمتر شود. همچنین با توجه به آن‌که استانداردهای بین‌المللی در حال فراگیر شدن در ایران است پیشنهاد می‌گردد در همین ابتدای کار تعدیلات لازم از این بابت صورت پذیرد. بااین‌وجود به شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد درزمانی که محافظه‌کاری حسابداری اثر قابل‌ملاحظه‌ای بر روی صورت‌های مالی دارد به افشای کافی در این خصوص پرداخته شود و حسابرسان مستقل نیز حداقل در بندهای تأکید بر مطالب خاص به تشریح این موضوع بپردازند.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه پنجم به کمیته حسابرسی شرکت‌ها پیشنهاد می‌گردد به جهت افزایش کیفیت گزارشگری مالی هرگونه اطلاعاتی که می‌تواند به سرمایه‌گذاران در خصوص پیش‌بینی پایداری اقلام تعهدی کمک نماید از طریق سایت کدال یا سایت شرکت منتشر نمایند؛ زیرا که یکی از ارکان رسیدگی حسابرسان داخلی بر طبق استاندارد COSO2015، حسابرسی گزارش‌های مالی است و لذا کمیته‌های حسابرسی از این طریق می‌تواند به قیمت‌گذاری دقیق‌تر سهام کمک ویژه‌ای نمایند.

محدودیت‌هایی که در اجرای این پژوهش وجود داشته و در تعبیر و تفسیر نتایج پژوهش و قابلیت تعمیم آن بایستی مورد ملاحظه قرار گیرد به شرح زیر می‌باشد:

۱) با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکت‌های تولیدی پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و اینکه سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه است، تسری نتایج به سایر شرکت‌ها بایستی بااحتیاط انجام گیرد.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

۲) ازآنجایی‌که برای محاسبه متغیرهای پژوهش از صورت‌های مالی تهیه‌شده بر مبنای بهای تمام‌شده تاریخی استفاده‌شده است؛ در صورت تعدیل اطلاعات صورت‌های مالی برای تورم ممکن است نتایج تحقیق متفاوت از نتایج فعلی باشد.

۳) داده‌های استخراج شده از صورت‌های مالی مربوط به سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۹۴ بوده است که در این بازه زمانی استانداردهای حسابداری مورداستفاده دچار تغییرات زیادی شده است. درنتیجه ممکن است اعداد استخراج شده همگون نباشند.

۱۷- منابع

ابراهیمی کردلر، علی؛ الهام حسنی و آذر داریانی. (۱۳۸۵). بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران، **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**، ۴۵: ۲۳-۳.

افلاطونی، عباس. (۱۳۹۲). **تجزیه‌وتحلیل آماری با Eviews در تحقیقات حسابداری و مدیریت مالی**. تهران: انتشارات ترمه.

افلاطونی، عباس. (۱۳۹۴). توان پایین سهامداران در پردازش اطلاعات و نقش آن در قیمت‌گذاری نادرست سهام شرکت‌ها، **دانش مالی تحلیل اوراق بهادار**، ۳۰: ۶۶-۵۵.

ایزدی‌نیا، ناصر و مهران محمدی. (۱۳۹۳). تأثیر تفکیک اجزاء پایدار و ناپایدار سود در شرکت‌های محافظه‌کار و غیر محافظه‌کار بر ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری. **پژوهش حسابداری**، ۱۴-۱۲۱:۱۳۸.

برزیده، فرخ؛ یحیی حساس یگانه و علیرضا شهریاری. (۱۳۹۴). فرضیه ثبات کارکردی، تفکیک اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی سود. **پژوهش‌های تجربی حسابداری**، ۱۶: ۵۰-۳۳.

حساس یگانه، یحیی و سمانه باری. (۱۳۹۶). نقش پراکندگی بازده در تفسیر ناهنجاری‌های اقلام تعهدی. **دانش مالی تحلیل اوراق بهادار**. ۳۳: ۴۹-۳۳.

دستگیر، محسن؛ سمانه حیدری و لیلا ترکی. (۱۳۹۳). بررسی پایداری جزء نقدی نسبت به جزء تعهدی سود و نقش ویژگی‌های شرکت بر ناهنجاری اقلام تعهدی در صنایع فلزات اساسی. **پژوهش‌های حسابداری مالی**. ۴: ۲۲-۱.

شهریاری، سارا و فرشاد سلیم. (۱۳۹۲). بررسی و آزمون قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی غیرعادی در بورس اوراق بهادار تهران طی سال ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹. **مدیریت دارایی و تأمین مالی**. ۶: ۱۶-۲.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

صالح پور، آزاده؛ امید صباغیان طوسی و محمدرضا سحری. (۱۳۹۴). مقایسه انتظارات سودآوری سرمایه‌گذاران از طریق توجه به پایداری اجزای سود و قیمت سهام در شرکت‌های با اکثریت سهام دولتی و خصوصی. **دانش و پژوهش حسابداری**. ۴۱: ۲۲-۱.

کردستانی، غلامرضا و ضیاءالدین مجدی. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی. **بررسی‌های حسابداری و حسابرسی**. ۴۸: ۱۰۴-۸۵.

کرمی، غلامرضا و مریم فرجزاده. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی. **مطالعات تجربی حسابداری مالی**. ۴۸: ۷۷-۴.

نیکومرام، هاشم و پریسا پازوکی. (۱۳۹۴). پاداش مدیریت و پایداری سود. **حسابداری مدیریت**. ۷۸:۶۱-۲۴.

Chan, A.L., E. Lee, and S. Lin. (2009). The impact of accounting information quality on the mispricing of accruals: The case of FRS3 in the UK. **Journal of accounting and public policy** 28(3): 189-206.

Charitou, A., C. Clubb, and A. Andreou. (2001). The effect of earnings permanence, growth, and firm size on the usefulness of cash flows and earnings in explaining security returns: empirical evidence for the UK. **Journal of Business Finance & Accounting** 28(5-6), 563-594.

Dechow, P.M., S.A. Richardson, and R.G. Sloan. (2008). The persistence and pricing of the cash component of earnings. **Journal of Accounting Research** 46(3): 537-566.

Francis, J., R. Lafond, P. Olsson, and K. Schipper, (2004). Cost of equity and earning attributes, **The Accounting Review** 79: 137-164.

Konstantinidi, T., A. Kraft, and P.F. Pope. (2016). Asymmetric persistence and the market pricing of accruals and cash flows, **Abacus** 52(1): 140-165.

Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flow about future earnings? **The Accounting Review** 71: 289-315.

Thomas, J, and X. Zhang. (2000). Identifying unezpected accrouals: a comparison of current approaches, **Journal of Accounting and Public Policy** 19: 347-367.

Xie, H. (2001). The mispricing of abnormal accruals, **The Accounting Review** 76: 357-373.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]

Zhang. F. (2007). Accruals, investment and the accrual anomaly, **The accounting review** 82: 1333-1363.

[Downloaded from qfaj.mobarakeh.iau.ir on 2026-11-24]