فصلنامه حسابداری مالی/سال هشتم/ شماره ۳۱ /پاییز ۹۵/صفحات ۱۶۱- ۱۳۳

بررسی قیمت‌گذاری اقلام عادی و غیرعادی اجزای نقدی و تعهدی سود

محسن رحیمی دستجردی*
احمد خدامی پور**
مهدی بهار مقدم***

تاریخ دریافت: ۱۳۹۵/۰۷/۲۱ تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۱۱/۱۲

چکیده

سود حسابداری و اجزای مربوط به آن از جمله اطلاعاتی هستند که افراد آن‌ها را در تصمیم‌گیری، مدنظر قرار می‌دهند. اطلاعات مربوط به اجزای سود مهم بوده و به پیش‌بینی سود آینده کمک می‌کند. با توجه به اهمیت سود و محتوای اطلاعاتی اجزای آن، هدف این پژوهش بررسی واکنش بازار نسبت به اقلام عادی و غیرعادی اجزای نقدی و تعهدی سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. بدین منظور پنج فرضیه تدوین و داده‌های مربوط به ۱۰۵ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی بین سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۳ مورد استفاده قرار گرفت. برای آزمون فرضیه‌ها، از تکنیک‌های رگرسیون چندگانه و معادلات هم‌زمان به روش داده‌های تابلویی و آزمون مشکین استفاده شد. نتایج پژوهش نشان داد که بازار تغییرات مثبت عادی و غیرعادی وجه نقد را، بیشتر برآورد کرده و درنتیجه بیشتر از واقع قیمت‌گذاری

* دانشجوی دکتری، گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر، کرمان، ایران (نویسنده مسئول)
Email: Mrahimiphd@gmail.com

** دانشیار حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر، کرمان، ایران
Email: khodamipour@yahoo.com

*** دانشیار حسابداری، گروه حسابداری، دانشگاه شهید باهنر، کرمان، ایران
Email: M.bahar330@yahoo.com

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

می‌کند؛ اما تغییرات غیرعادی وجه نقد را نسبت به تغییرات عادی وجه نقد، کمتر برآورد کرده و درنتیجه بیشتر قیمت‌گذاری نمی‌کند. اقلام تعهدی غیرعادی را نسبت به اقلام تعهدی عادی و تغییرات مثبت غیرعادی وجه نقد بیشتر قیمت‌گذاری می‌کند.

واژه‌های کلیدی: اجزای نقدی سود، اقلام تعهدی عادی، اقلام تعهدی غیرعادی

۱- مقدمه

هدف اصلی گزارشگری مالی، کمک به استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی در تصمیم‌گیری‌های اقتصادی است و سنجش ارزش ذاتی شرکت، مبنای اصلی بیشتر تصمیم‌های اقتصادی سرمایه‌گذاران است. سود حسابداری یکی از مهم‌ترین داده‌ها در مدل‌های سنجش ارزش ذاتی شرکت محسوب می‌شود. سود حسابداری قابل‌تجزیه به دو بخش نقدی و تعهدی است. اتخاذ تصمیمات صحیح توسط سهامداران به میزان کیفیت اطلاعات در دسترس آن‌ها بستگی دارد.

یکی از مهم‌ترین معیارهای ارزیابی کیفیت سود، که توان پیش‌بینی سود را افزایش می‌دهد، پایداری سود است. پایداری سود به معنای تکرارپذیری (استمرار) سود جاری است. هر چه پایداری سود بیشتر باشد یعنی شرکت توان بیشتری برای حفظ سودهای جاری دارد و فرض می‌شود کیفیت سود شرکت بالاتر است. پایداری سود، ازجمله ویژگی‌های کیفی سود حسابداری است که مبتنی بر اطلاعات حسابداری می‌باشد. پایداری سود شاخصی است که 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 ناپایدار سود بیشتر از بخش پایدار آن اهمیت می‌دهند و درنتیجه آن را بیشتر قیمت‌گذاری می‌کنند (قربانی، ۱۳۸۷).

در ادبیات مدیریت مالی جریان‌های نقدی آزاد به‌عنوان معیاری شناخته‌شده و شاخصی برای جزء نقدی سود به اجزایی چون خالص تغییرات در وجه نقد و خالص توزیع به سرمایه‌گذاران و بستانکاران قابل‌تفکیک است. چنین به نظر می‌رسد که خالص تغییرات در وجه نقد رابطه‌ای تنگاتنگ با سطح بهینه نگهداشت وجه نقد داشته باشد، به‌گونه‌ای که تغییرات عادی در وجه نقد، شرکت را به سمت سطح بهینه نگهداشت وجه نقد سوق می‌دهد، لیکن تغییرات غیرعادی شامل تغییرات مثبت و منفی، قادر است شرکت را از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد دور ساخته و به ترتیب نگهداشت بیش‌ازحد یا ناکافی وجه نقد را موجب گردد که این امر باعث واکنش سرمایه گذاران شده و می‌تواند منجر به بیش یا کمتر از واقع قیمت‌گذاری سهام توسط سرمایه‌گذاران گردد. با توجه به موارد فوق پیرامون نگهداشت وجه نقد، انتظار می‌رود که عدول از نگهداشت

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

سطح بهینه وجه نقد کاهش سود آتی و متعاقباً کاهش بازده سهام را در پی داشته باشد (چن و شان، ۲۰۱۴).

ریچاردسون[1] و همکاران (۲۰۰۵) با تجزیه اقلام تعهدی به اجزایی با درجه اتکاپذیری متفاوت، نشان دادند که پایداری اقلام تعهدی با اتکاپذیری اقلام تعهدی مرتبط می‌باشد. مخصوصاً، آن‌ها دریافتند که اقلام تعهدی غیرعادی پایداری کمتری در مقایسه با اقلام تعهدی عادی دارند.

با تجزیه اقلام تعهدی به اجزای با درجه اتکاپذیری متفاوت، اسلوان (۱۹۹۶) بیان می‌کند که اقلام تعهدی غیر قابل‌اتکا (اقلام تعهدی غیرعملیاتی) نسبت به اقلام تعهدی قابل‌اتکا (اقلام تعهدی عملیاتی) توانایی کمتری در پیش‌بینی سودهای آتی دارند؛ بنابراین سهامداران آن را بیشتر قیمت‌گذاری می‌کنند.

براین اساس و با توجه به یافته‌های چن و شان (۲۰۱۴)، که بیان می‌کنند اجزایی از سود که دارای پایداری کمتری هستند توسط سهامداران به‌اشتباه، بیشتر از واقع قیمت‌گذاری می‌شوند. هدف مقاله حاضر این است که کارایی بازار سهام را در لحاظ نمودن ویژگی‌های پایداری تغییرات عادی و غیرعادی در وجه نقد و اقلام تعهدی و مقایسه قیمت‌گذاری این اقلام را موردبررسی قرار دهد. همچنین این پژوهش با تفکیک اجزای نقدی و تعهدی سود به اجزای تشکیل‌دهنده آن شامل اقلام عادی و غیرعادی تعهدی و افزایش و کاهش عادی و غیرعادی وجه نقد قیمت‌گذاری این اقلام توسط بازار را مورد بررسی قرار داد. سپس نحوه قیمت‌گذاری این اقلام با یکدیگر مقایسه گردید که این تفکیک در هیچ‌یک از پژوهش‌های داخلی و خارجی انجام‌نشده است درواقع در پژوهش فوق با بررسی دقیق اجزای سود و با در نظر گرفتن ریز اجزای سود نحوه قیمت‌گذاری آن‌ها مشخص‌شده است. در این پژوهش به ترتیب مبانی نظری، پیشینه پژوهش، فرضیه‌های پژوهش، جامعه آماری و نمونه آماری، روش پژوهش، یافته‌های پژوهش، نتیجه‌گیری و پیشنهادها، محدودیت‌های پژوهش، پیشنهادهای کاربردی و پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی ارائه شده‌است.

۲- مبانی نظری

هدف اصلی واحدهای تجاری، کسب سود و جریان‌های نقدی است. برای این منظور اقدام به تحصیل منابع مورد نیاز می‌کنند. هر قدر سودهای کسب شده از طریق دارایی‌های عملیاتی باشد، پایداری سود بیشتر خواهد بود. پایداری سود محدود به سودهای گذشته و دوره جاری نمی‌شود

1 Richardson

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

بلکه، سودهای آتی را نیز شامل می‌شود. پایداری و تکرارپذیری از عوامل مهم مؤثر بر کیفیت سود هستند، چراکه، شرکت‌های دارای سود منظم و پایدار، در مقایسه با شرکت‌های با سود نامنظم و پر نوسان، از کیفیت سود بالایی برخوردارند. هر چه سود منظم و تکرارپذیر باشد، پیش‌بینی سودهای آتی آن راحت و قابلیت اتکای بالایی خواهد داشت. چراکه، در پیش‌بینی سودهای آتی شرکت، فاکتورها و عوامل غیرعادی و نامنظم سود سال جاری در نظر گرفته نمی‌شود؛ یعنی این‌که اقلام درآمدی غیرعادی و غیرمستمر، از پیش‌بینی سود کنار گذاشته می‌شود؛ زیرا هدف، پیش‌بینی و تخمین میانگین سودهای تکرارپذیر در سال‌های آتی و ایجاد قابلیت مقایسه مناسب است و عناصری که در این راستا نیستند از این فرآیند حذف می‌گردند (دوکاکیس و پاپاناستاسوپولوس[1]، ۲۰۱۴). دراین زمینه دیچو و همکاران[2] (۲۰۰۴) معتقدند، سود ناشی از فعالیت‌های احتمالی، ناگهانی و غیرمنتظره، از پایداری کمتری برخوردار است.

در مفهوم پایداری سود، تنها ارزش یا رویدادهایی لحاظ می‌شود که در کنترل مدیریت و منتج از تصمیم‌های دوره جاری است؛ اما لازم است به‌گونه‌ای تعدیل شود، تا استفاده از عواملی را که در دوره قبل تحصیل شده، اما در دوره جاری مورد استفاده قرارگرفته است، را نیز در برگیرد (دچو و همکاران، ۲۰۰۴).

جنبه دیگر پایداری سود این است که تغییرهای مربوط، تنها از فعالیت اصلی شرکت ناشی، و بدین ترتیب مقایسه آن با عملیات سایر شرکت‌ها امکان‌پذیر، و کارایی مدیریت بهتر آشکار می‌شود. اگرچه اقلام ناپایدار مربوط به فعالیت‌های غیرعملیاتی نیز تحت تأثیر مدیریت قرار دارد، تعیین استانداردهایی که بتوان نتایج را با آن‌ها مقایسه کرد، دشوار است (اسلوان،۱۹۹۶).

سود حسابداری از دو جزء نقدی و تعهدی تشکیل می‌شود. جریان‌های نقدی آزاد می‌تواند به‌عنوان شاخص جزء نقدی سود مورد ملاحظه قرار گیرد. و در مواردی که جریان‌های نقدی آزاد مثبت است، شرکت‌ها می‌توانند آن را به سه شکل مورد استفاده قرار دهند:

۱- توزیع وجوه بین سهامداران ۲- توزیع وجوه بین بستانکاران ۳- نگهداری وجوه در شرکت به‌صورت افزایش مانده وجه نقد؛براین اساس می‌توان ادعا نمود که جریان‌های نقدی آزاد از سه جزء خالص تغییرها در وجه نقد، خالص توزیع به سهامداران و خالص توزیع به بستانکاران تشکیل می‌شود (دچو و همکاران، ۲۰۰۶). خالص تغییرات در وجه نقد خود به دو جزء عادی و غیرعادی اعم از مثبت و منفی تفکیک می‌شود؛ و جزء تعهدی سود نیز به دو بخش اقلام تعهدی عادی و اقلام تعهدی غیرعادی تفکیک می‌شود (چن و شان،۲۰۱۰).

1 Doukakis & Papanastasopoulos
2 Dechow

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

اقلام تعهدی جز دیگر سود حسابداری است که در سیستم حسابداری تعهدی مکمل جز نقدی می‌باشد. اسلون (۱۹۹۶) طی پژوهشی دریافت که به دلیل ذهنی‌گرایی بیشتر و قابلیت اتکای کمتر اقلام تعهدی، این جزء از سود پایداری کمتری نسبت به‌جز نقدی دارد، از سوی دیگر زی (۲۰۰۱) ضمن تفکیک اقلام تعهدی به دو جز اختیاری (غیرعادی) و غیر اختیاری (عادی)، دریافت که اقلام تعهدی غیرعادی پایداری کمتری نسبت به اقلام تعهدی عادی دارد (زی،۲۰۰۱).

پژوهش‌های زیادی در رابطه با وزن دهی بازار به اجزای سود، صورت گرفته است و نتایج اغلب این پژوهش‌ها بیانگر آن است که بازار سرمایه توانایی لازم را برای درک میزان اهمیت اجزای سود ندارد. برای مثال، هند[1] (۱۹۹۰)، اسلوان (۱۹۹۶)، توح و ونگ[2] (۲۰۰۲)، دسای و همکاران[3] (۲۰۰۴) نشان می‌دهند، سرمایه‌گذاران به پایداری اجزای نقدی وزن کمتر و به پایداری اجزای تعهدی سود جاری وزن بیشتری می‌دهند و درنتیجه سهامداران به قسمت تعهدی سود وزن کمتری داده و آن را کمتر قیمت‌گذاری می‌کنند.

اسلون (۱۹۹۶) بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام رابطه منفی مشاهده نمود، این رابطه منفی را اقلام تعهدی خلاف قاعده نامید و علت ایجاد چنین رابطه‌ای را وجود سرمایه‌گذاران بی‌تجربه در بازار عنوان کرد و این‌گونه بیان نمود که سرمایه‌گذاران زمانی که انتظاراتشان را از سود شرکت‌ها شکل می‌دهند، تمایل دارند تا پایداری اقلام تعهدی را بیش از واقع و پایداری در جریانات نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند و درواقع پایداری اقلام تعهدی را نسبت به جریان نقدی بیشتر پیش‌بینی می‌کنند و سبب می‌شود سهام به‌اشتباه قیمت‌گذاری شود (اسلون، ۱۹۹۶). ازاین‌رو پژوهشگران زیادی در مهروموم‌های بعد به بررسی اقلام تعهدی خلاف قاعده پرداختند. عده‌ای هم‌نظر با اسلون نقش پایداری اقلام تعهدی را عامل ایجاد واکنش ناصحیح سرمایه‌گذاران می‌دانند وعده‌ای عامل دیگری را علت ایجاد چنین واکنشی عنوان کردند و آن نقش سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی است (چن و شان،۲۰۱۴).

در مطالعه‌های بازار سرمایه، استنباط نادرست سرمایه‌گذاران از میزان پایداری ارقام حسابداری (که منجر به قیمت‌گذاری نادرست سهام می‌گردد)، ادبیات نابهنجاری یا کج قیمت گذاری نامیده می‌شود (ژی، ۲۰۰۱). ادبیات نابهنجاری بسط داده‌شده توسط اسلوان (۱۹۹۶) در ابتدا روی سنجش پایداری بیش از واقع اقلام تعهدی تمرکز داشت. بااین‌حال پژوهش‌های اخیر

1 Hand
2 Teoh and Wong
3 Desai

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

نشان می‌دهد که تمرکز صرف روی کج قیمت‌گذاری اقلام تعهدی بدون توجه به کج قیمت‌گذاری جریان وجوه نقد، منجر به بحثی ناقص و نتایجی ناصحیح می‌شود (دسای و همکاران، ۲۰۰۴).

در ادامه پژوهشگران سود را به اجزاء کوچک‌تری تفکیک کرده برای مثال، ژی (۲۰۰۱) دریافت اقلام تعهدی غیرعادی نسبت به اقلام تعهدی عادی پایداری کمتری داشته و درنتیجه بازار اقلام تعهدی غیرعادی را نسبت به اقلام تعهدی عادی بیشتر قیمت‌گذاری می‌کند. و اقلام تعهدی غیرعادی نیز نسبت به تغییرات مثبت غیرعادی در وجه نقد پایداری کمتری دارد و درنتیجه اقلام تعهدی غیرعادی نسبت به تغییرهای مثبت غیرعادی در وجه نقد بیشتر قیمت گذاری می‌شود (ماتیو و لیم، ۲۰۱۵).

بخش عادی تغییرهای وجه نقد، شرکت‌ها را به‌سوی سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده سوق می‌دهد، چراکه شرکت‌ها احتمال می‌دهند که این اجزا تقریباً در دسترس هستند درنتیجه می‌توانند بر روی وجود سودهای مستمر و پایدار، حساب کرده و اقدام به سرمایه‌گذاری آن‌ها در پروژه‌های باارزش فعلی خالص مثبت بنمایند، و بخش غیرعادی، شرکت‌ها را از سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده، دور می‌کند. تغییرات غیرعادی درمانده وجه نقد نیز به دو بخش مازاد وجه و کمبود وجه نقد، تفکیک‌شده‌اند. انتظار بر این است که تغییرات غیرعادی مثبت درمانده وجه نقد، پایدار نبوده زیرا که شرکت‌ها به‌یک‌باره با حجمی از وجه نقد روبرو می‌گردند درنتیجه در مصرف آن افراط کرده و آن را در پروژه‌های باارزش فعلی خالص منفی سرمایه‌گذاری می‌کنند؛ و همچنین فرض بر این است که تغییرات غیرعادی منفی درمانده وجه نقد، باعث می‌شود که شرکت نتواند به‌موقع در طرح‌هایی با خالص ارزش مثبت سرمایه‌گذاری کند. انتظار می‌رود، سرمایه‌گذاران، تغییرات مثبت در وجه نقد را به‌عنوان خبر مثبتی ارزیابی کرده درنتیجه این‌گونه تغییرات را بیشتر از واقع قیمت‌گذاری کنند. ،درنتیجه سهامداران سودآوری و بازده آتی سهام شرکت را مثبت ارزیابی کرده و تمایل بیشتری به سرمایه‌گذاری در این شرکت‌ها دارند؛ بنابراین انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران این‌گونه تغییرات مثبت را بیشتر از واقع ارزیابی کنند (چن و شان[1]، ۲۰۱۴). با توجه به این‌که سرمایه‌گذاران معمولاً انتظار تغییرات مثبت در وجه نقد را دارند و انتظار تغییرات مثبت غیرعادی در وجه نقد را ندارند، درواقع سرمایه‌گذاران تغییرات مثبت غیرعادی در وجه نقد را پیش‌بینی نمی‌کنند. لذا در هنگامی‌که این تغییرات غیرعادی مثبت در وجه نقد به‌طور واقعی اتفاق می‌افتد، سرمایه‌گذاران به‌صورت هیجانی واکنش نشان داده و این تغییرات غیرعادی مثبت را نسبت به تغییرات عادی مثبت در وجه نقد، بیشتر قیمت‌گذاری می کنند (چن و شان، ۲۰۱۴). چنانچه قیمت بازار سهام به‌گونه‌ای عمل کند که گویی همه اجزای

1 Chen and Shane

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

سود پایداری یکسانی دارند، پس می‌توان ادعا نمود بازار برای قیمت‌گذاری اجزای با پایداری کمتر، بیش از واقع و برای اجزای با پایداری بیشتر، کمتر از واقع واکنش نشان دهد. پس با توجه به این نکته که تغییرات مثبت عادی در وجه نقد نسبت به تغییرات مثبت غیرعادی در وجه نقد، دارای پایداری بیشتری هستند پس انتظار می‌رود بازار تغییرات مثبت غیرعادی را بیشتر از تغییرات مثبت عادی قیمت‌گذاری کند (ماتیو و لیم، ۲۰۱۵).

اخباری که بیان می‌دارد عایدی‌های شرکت کمتر از میزان مورد انتظار است، می‌تواند به‌سرعت به کاهش قیمت سهام منجر شود. از سوی دیگر، شرکت‌هایی که انتظارات از عایدی‌ها را برآورده می‌سازند، از سوی بازار پاداش می‌گیرند؛ بنابراین می‌توان انتظار داشت که سهامداران به دلیل این‌که انتظار افزایش غیرعادی درمانده وجه نقد را نداشته‌اند، آن را بیشتر از واقع قیمت گذاری می‌کنند؛ و همچنین سهامداران، در مقابل افزایش عادی درمانده وجه نقد نیز به‌صورت هیجانی واکنش نشان داده و آن را بیشتر از واقع قیمت‌گذاری می‌کنند. همچنین انتظار بر این است که به دلیل عدم پیش‌بینی افزایش غیرعادی درمانده وجه نقد، سهامداران افزایش غیرعادی درمانده وجه نقد را بیشتر از افزایش عادی درمانده وجه نقد قیمت‌گذاری (چن و شان، ۲۰۱۴).

۳- پیشینه پژوهش

۳-۱-پیشینه خارجی

ماتیو و لیم (۲۰۱۵) در پژوهشی به بررسی اتکاپذیری اقلام تعهدی، پایداری سود و قیمت سهام پرداختند. هدف این پژوهش بررسی مجدد مطالعه ریچاردسون و همکاران (۲۰۰۵) در مورد نحوه تأثیرگذاری اتکاپذیری اجزای اقلام تعهدی بر پایداری سود و همچنین بررسی پیش‌بینی پایین سرمایه‌گذاران از پایداری سود از طریق بازده سهام می‌باشد. نتایج نشان‌دهنده این است که اتکاپذیری پایین مجموع اقلام تعهدی منجر به پایداری کمتر سود می‌شود.

دوکاکیس و پاپاناستاسوپولوس (۲۰۱۴) به بررسی اثرات اقلام تعهدی حسابداری بر عملکرد آینده شرکت‌ها در بازار سهام بریتانیا پرداخته‌اند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که اقلام تعهدی با سودآوری آینده و بازده سهام ارتباط منفی قوی دارد. اثر اقلام تعهدی بر عملکرد درآمد آینده تنها توسط جزء مربوط به اقلام تعهدی غیرعادی هدایت می‌شود و اثر اقلام تعهدی بر عملکرد قیمت‌سهام توسط هر دو جزء مربوط به اقلام تعهدی غیرعادی و اقلام تعهدی عادی هدایت می‌شود. این دو جزء (اقلام تعهدی عادی و غیرعادی) تکمیل کننده یکدیگر در هدایت اثر اقلام تعهدی بر بازده سهام می باشند.

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

چن و شان (۲۰۱۴) پایداری و قیمت‌گذاری اجزای مختلف سود را مورد بررسی قرار دادند و به این نتیجه رسیدند که تغییرات مثبت غیرعادی وجه نقد پایداری کمتری نسبت به تغییرات مثبت عادی وجه نقد دارد، تغییرات منفی غیرعادی وجه نقد پایداری بیشتری نسبت به تغییرات منفی عادی وجه نقد دارد، تغییرات منفی غیرعادی وجه نقد پایداری بیشتری نسبت به تغییرات مثبت غیرعادی وجه نقد دارد و بازار تغییرات مثبت غیرعادی وجه نقد را بیشتر از تغییرات مثبت عادی وجه نقد قیمت‌گذاری نمی‌کند.

تاکاماتسو و فاورو[1] (۲۰۱۳) به بررسی چگونگی برآوردکردن اجزای مختلف سود و تاثیری که بر سودآوری آینده شرکت‌های تجاری برزیل می‌گذارد، پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می دهد که اقلام تعهدی جاری از پیش‌بینی رفتار آینده بازده غیرعادی در شرکت‌هایی که مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته ناتوان است. به علاوه، هیچ بازده غیرعادی، نمی‌تواند نشان دهد که سرمایه‌گذاران توانایی تفسیر و قیمت‌گذاری داده‌های حسابداری را دارند.

پروتی و ویگن‌هافر[2] (۲۰۱۱) رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و بازده‌اضافی را بررسی کردند. آنان استدلال کردند که ویژگی‌های کیفی سود از طریق تأثیر بر هزینه سرمایه، بر بازده سهام تأثیر می‌گذارند.

هااو[3] (۲۰۰۹) به این نتیجه رسید که وزن دهی غلط بازار به اقلام تعهدی در مورد شرکت‌هایی که چرخه عملیاتی بزرگتری دارند، بیشتر است و سرمایه‌گذاران در زمانی که سودهای شرکت‌های مختلف از نظر کیفیت متفاوت است، بدون در نظرگرفتن فاکتور پایداری سود، تنها برروی عدد سود تأکید می‌کنند و درنتیجه بازار دچار قیمت‌گذاری نادرست می‌شود.

دچو و همکاران (۲۰۰۸)، پایداری و قیمت‌گذاری اجزای نقدی سود را مورد بررسی قرار دادند. نتایج پژوهش آنان نشان داد، در بین اجزای نقدی، وجوه پرداختی به سهامداران بیشترین پایداری را دارد. همچنین، نتایج آنان نشان داد که وجوه پرداختی به سهامداران، رابطه معناداری با قیمت سهام دارد.

جیانگ[4] (۲۰۰۷) رابطه بین عملکرد سهام و پایداری اقلام تعهدی را بررسی کرد. او دریافت در سالهایی که عملکرد سهام ضعیف است، اقلام تعهدی برای پیش‌بینی سودهای آتی پایداری کمتری دارند و در این حالت وزن دهی غلط بازار افزایش می یابد.

1 Takamatsu and Fávero
2 Perotti and Wagenhofer
3 Hao
4 Jiang

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

دوپاچ[1] و همکاران (۲۰۰۵) تفاوت پایداری اقلام تعهدی رابین شرکت‌های سود و زیان ده مطالعه کردند، آنان دریافتند پایداری سودهای تعهدی شرکت‌های سودده نسبت به شرکت‌های زیان ده بیشتر است و سودهای تعهدی شرکت‌های سودده بیش از واقع و شرکت‌های زیان ده کمتر از واقع ارزش‌گذاری می‌کنند.

دچو و همکاران (۲۰۰۴) پایداری و قیمت‌گذاری اجزای نقدی سود را موردبررسی قراردادند. آن‌ها اجزای نقدی سود را به سه جزء، مانده وجوه نقد، وجوه‌نقد پرداختی به اعتباردهندگان 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.

۳-۲-پیشینه داخلی

هاشمی وهمکاران (۱۳۹۳) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر انعکاس به‌موقع اطلاعات در قیمت سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس‌اوراق‌بهادارتهران پرداختند نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که بین کیفیت اقلام‌تعهدی و هموارسازی سود با انعکاس به‌موقع اطلاعات در قیمت سهام شرکت‌ها رابطه مثبت و معنی‌دار وجود دارد؛ لیکن هر چقدر کیفیت اطلاعات حسابداری بالاتر باشد، این اطلاعات با سرعت بیشتری در قیمت سهام تأثیر می‌گذارد. هم چنین شواهد حاکی از آن است که بین اندازه شرکت و حاکمیت شرکتی با انعکاس به‌موقع در قیمت سهام به ترتیب؛ رابطه مثبت و منفی وجود دارد.

شهریاری وسلیم (۱۳۹۳) به بررسی قیمت‌گذاری عقلایی جریان‌های نقدی ناشی از عملیات، اقلام تعهدی عادی و اقلام تعهدی غیرعادی برآوردی، توسط بازار پرداختند تا مشخص شود که آیا قیمت سهام، برآورد عایدی‌های سال بعد را با توجه به این اجزای سه‌گانه به درستی نشان می‌دهد یا خیر. پس از انجام برآوردها مشخص گردید، بازار تداوم جریان‌های 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 برآوردکرده و بنابراین آن‌ها را بالا قیمت‌گذاری می کند. اگرچه به نظر می‌رسد بازار، اقلام تعهدی غیرعادی را بیش از اقلام تعهدی عادی، قیمت‌گذاری می‌کند.

نیکبخت و افلاطونی (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر اخبار خوب وبد بر درک سرمایه‌گذاران از میزان پایداری اقلام تعهدی، پرداختندو به این نتیجه رسیدند که در شرایط وجود اخبار بد ضریب پایداری بخش تعهدی سود کاهش می‌یابد، اما این کاهش در شرایط وجود اخبار خوب، معنادار

1 Dopuche

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

نیست؛ و بازار در رابطه با پایداری اجزای سود به شدت دچار عدم کارایی است و تمامی ضرایب پایداری اجزای سود را در شرایط مختلف کمتر از حد وزن دهی می‌کند.

هاشمی وهمکاران (۱۳۹۲) در پژوهشی به بررسی نابهنجاری اقلام تعهدی با در نظرگرفتن ریسک ناتوانی مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و به این نتیجه رسیدند که نابهنجاری اقلام تعهدی در بازار سرمایه ایران وجود دارد. هم چنین، ریسک ناتوانی مالی بـر رابطه بین اقلام تعهدی و بـازده غیرعادی آتـی سهام (نـابهنجاری اقلام تعهدی) تاثیر دارد.

صادقی و صفاییان (۱۳۸۸) به بررسی رابطه کیفیت سود با پایداری سود پرداختند و به این نتیجه رسیدند که در پنج صنعت (صنایع شیمیایی، ماشین‌آلات وتجهیزات، فلزات اساسی، فراورده‌های غذایی، لاستیک و پلاستیک) بین کیفیت سودبا پایداری سودرابطه معنی داری وجود داردو نوع رابطه نشان می‌دهد که هرچه کیفیت سود افزایش یابد پایداری آن نیز افزایش می‌یابد. اما در سه صنعت (کانی غیر فلزی، خودرو وساخت قطعات و ساخت محصولات فلزی) بین کیفیت سود با پایداری سود رابطه معنی داری مشاهده نشده است.

۴- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری مطرح شده، فرضیه‌های پژوهش به شرح زیر بیان می شوند:

فرضیه اول: بازارتغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد را بیشتر از واقع قیمت‌گذاری می‌کند.

فرضیه دوم: بازارتغییرهای مثبت عادی وجه نقد را بیشتر از واقع قیمت‌گذاری می‌کند.

فرضیه سوم: بازارتغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد رانسبت به تغییرهای مثبت عادی وجه نقد بیشتر از واقع قیمت‌گذاری می‌کند.

فرضیه چهارم: بازار اقلام تعهدی غیرعادی را نسبت به اقلام تعهدی عادی بیشتر از واقع قیمت گذاری می‌کند.

فرضیه پنجم: بازار اقلام تعهدی غیرعادی را نسبت به تغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد بیشتراز واقع قیمت‌گذاری می‌کند.

۵- جامعه آماری و نمونه

در این پژوهش، برای انتخاب جامعه آماری در دسترس از روش غربال‌گری (حذفی) استفاده شده است. برای این منظورمعیارهای زیر در نظرگرفته شده و در صورتی که یک شرکت کلیه معیارها را احراز کرده باشد به‌عنوان یکی از شرکت‌های جامعه آماری در دسترس انتخاب شده

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

است. شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران جامعه آماری این پژوهش را تشکیل می‌دهند. وشرکت‌های منتخب باید واجد کلیه شرایط زیر باشند:

- تا ابتدای سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته‌شده باشد.
- صورت های مالی آن‌ها برای هریک از سال های ۱۳۸۱ لغایت ۱۳۹۳ در دسترس باشد.
- سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفند ماه هر سال باشد.
- جامعه آماری در دسترس شامل شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری‌های مالی، بانک‌ها و موسسات مالی و اعتباری و بیمه و لیزینگ نمی‌باشند.
- شرکت‌ها در طی دوره مورد پژوهش، بیش از یک ماه وقفه معاملاتی نداشته باشند.

بر این اساس ۱۰۵ شرکت (۱۳۶۵ سال- شرکت) به‌عنوان جامعه آماری در دسترس انتخاب گردید.

۶- روش پژوهش

۶-۱- نوع مطالعه و ابزار گردآوری داده ها و اطلاعات

در این پژوهش برای مطالعه مبانی نظری و بررسی پیشینه پژوهش، از روش کتابخانه‌ای با بهره‌گیری از کتب و مقالات تخصصی فارسی و لاتین و پایان‌نامه‌ها استفاده شده است. از آن‌جایی که اطلاعات مربوط به متغیرهای این پژوهش شامل بسیاری از اقلام حسابداری مندرج در صورت‌های مالی حسابرسی شده شرکت‌ها می‌باشد، داده‌های مورد نیاز از صورت‌های مالی موجود در سایت‌های مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی وابسته به سازمان بورس و اوراق‌بهادار، شبکه کدال، مرکز پردازش اطلاعات مالی ایران و لوح‌های فشرده سازمان بورس و اوراق بهادار به‌صورت دستی استخراج شد، هم‌چنین سایر اطلاعات مورد نیاز مربوط به‌صورت‌های مالی شرکت‌ها، از سایت بورس اوراق‌بهادار و از نرم‌افزار ره‌آوردنوین که بصورت فایل های Pdf و Excel می‌باشد گردآوری شده است. این گزارش‌ها شامل سود و زیان، ترازنامه، پیش‌بینی سود و ... می‌باشد.

همچنین این پژوهش از نوع توصیفی همبستگی است و با استفاده از روشهای آماری مانند رگرسیون ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته بررسی می‌شود. جهت بررسی معناداری مدل رگرسیونی از آماره F و جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش از روش رگرسیون و آزمون مشکین استفاده شده است.

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

۶-۲- مدل های پژوهش

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش با پیروی‌از رویکرد چن وشان (۲۰۱۴)، ابتدا دو مدل شماره یک و شماره دو را تخمین زده و سپس با استفاده از آزمون مشکین[1] (۱۹۸۳) به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخته می‌شود.

معادلهٔ یک، معادلهٔ پیش‌بینی است که ضرایب پیش‌بینی (βها) اقلام عادی و غیرعادی تغییرات وجـه نقد و سـایر اجزای سود یک سـال بعد را، برآورد می‌کند. معـادلهٔ دو، معـادلهٔ ارزشیابی است. که ضرایب ارزشیابی (*βها) بازار برای اقلام عادی و غیرعادی تغییرات وجه نقد و سایر اجزای سود یک سال بعد را برآورد می‌کند.

آزمون مشکین روش درست نمایی ماکزیمم غیرخطی است که به‌صورت مشترک مدل پیش‌بینی خطی و مدل قیمت‌گذاری تعادلی بازار را برآورد می‌کند.

آزمون مشکین، وزن مورد استفاده جهت اجزا در مدل پیش‌بینی را با وزن این متغیرها در مدل قیمت‌گذاری مقایسه می‌کند. در صورتی که وزن‌ها برابر نباشند، می‌توان نتیجه گرفت که بازار، اطلاعات رابر مبنای ویژگی‌های تاریخی آن‌ها بصورت منطقی قیمت‌گذاری نمی‌کند. از این رو فرضیه صفر آزمون مشکین بیان می‌کند که ضرایب مدل یک برابر با ضرایب مشاهده شده در مدل دو است و برابری ضرایب نشان دهنده این است که بازار، جزء خاصی را بصورت منطقی قیمت‌گذاری می‌کند. در صورتی که فرضیه صفر رد شود، یعنی این‌که که ضرایب مدل یک برابر با ضرایب مشاهده شده در مدل دو نباشد، نشان دهنده این است که بازار، جزءخاصی را بصورت منطقی قیمت‌گذاری نمی‌کند. یعنی اینکه اگر ضرایب مدل ارزیابی (مدل شماره دو) بیشتر از ضرایب مدل پیش‌بینی (مدل شماره یک) باشد و این تفاوت معنی‌دار باشد. آنگاه بازار آن جز را بیشتر قیمت‌گذاری کرده است.

مدل (۱)

$$INCOME_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 NACCRUAL_{it} + \beta_2 ABNACCRUAL_{it} + \beta_3 N\Delta CASH_{it}^{+} + \beta_4 N\Delta CASH_{it}^{-} + \beta_5 ABN\Delta CASH_{it}^{+} + \beta_6 ABN\Delta CASH_{it}^{-} + \beta_7 DIST - EQ_{it} + \beta_8 DIST - D_{it} + \varepsilon_{it+1}$$

مدل (۲)

$$ARET_{t+1} = \lambda(INCOME_{it+1} - \beta_0^* - \beta_1^* NACCRUAL_{it} - \beta_2^* ABNACCRUAL_{it} - \beta_3^* N\Delta CASH_{it}^{+} - \beta_4^* N\Delta CASH_{it}^{-} - \beta_5^* ABN\Delta CASH_{it}^{+} - \beta_6^* ABN\Delta CASH_{it}^{-} - \beta_7^* DIST - EQ_{it} - \beta_8^* DIST - D_{it}) + \varepsilon_{it+1}$$

که در مدل‌های فوق:

1 Mishkin

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

بازده سهام خریداری شده و نگهداری شده طی سال ARET:

$INCOME_{it+1}$: سود خالص قبل از اقلام تعهدی غیرمترقبه شرکت در سال t+1

$NACCRUAL_{it}$: اقلام تعهدی عادی در سال t

$ABNACCRUAL_{it}$: اقلام تعهدی غیرعادی در سال t

$N\Delta CASH_{it}^{+}$: تغییرهای عادی مثبت درمانده وجه نقد در سال t

$N\Delta CASH_{it}^{-}$: تغییرهای عادی منفی درمانده وجه نقد در سال t

$ABN\Delta CASH_{it}^{-}$: تغییرهای غیرعادی منفی درمانده وجه نقد در سال t

$ABN\Delta CASH_{it}^{+}$: تغییرهای غیرعادی مثبت درمانده وجه نقد در سال t

$DIST - D_{it}$: عبارتست از خالص پرداختی به بستانکاران در سال t

$DIST - EQ_{it}$: عبارتست از خالص پرداختی به حقوق صاحبان سهام در سال t

۶-۳- سنجش متغیرهای پژوهش

۶-۳-۱- متغیرهای وابسته

در این پژوهش متغیرهای وابسته پژوهش شامل:

$ARET_{it+1}$: بازده سهام خریداری شده و نگهداری شده طی سال

$INCOME_{it+1}$: سود خالص قبل از اقلام‌تعهدی غیرمترقبه شرکت در سال t+1

۶-۳-۲- متغیرهای مستقل

در این پژوهش متغیرهای مستقل پژوهش شامل:

۶-۳-۲-۱- تغییرات عادی و غیرعادی در وجه نقد

برای محاسبه تغییرات عادی و غیرعادی درمانده وجه نقد، با استفاده از مدل چن و شان (۲۰۱۴)، تغییرات بهینه وجه نقد نگهداری شده با استفاده از مدل شماره سه محاسبه می‌شود.

مدل (۳)

$$\Delta CASH_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Delta CASH_{it-1} + \alpha_2 CASH_{it-1} + \alpha_3 INDSIGMA_{it} + \alpha_4 \Delta MTB_{it} + \alpha_5 \Delta SIZE_{it} + \alpha_6 \Delta FCF_{it} + \alpha_7 \Delta NWC_{it} + \alpha_8 \Delta CAPEXP_{it} + \alpha_9 \Delta LEV_{it} + \alpha_{10} D\Delta DIV_{it} + \alpha_{11} \Delta ACQEXP_{it} + \varepsilon_{it}$$

که در این مدل:

$CASH_{it-1}$ ، $\Delta CASH_{it-1}$: به ترتیب مانده وجه نقد و تغییرهای در وجه نقد

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

$INDSIGMA_{it}$: نشان دهنده انحراف معیار جریان‌های نقدی

ΔMTB_{it}: تغییر در نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام است.

$\Delta SIZE_{it}$: به‌صورت تغییر در لگاریتم طبیعی مجموع ارزش دفتری دارایی‌ها اندازه‌گیری می‌شود.

ΔFCF_{it}: تغییر در جریان‌های نقدی آزاد تعدیل شده، بر حسب میانگین کل دارایی‌ها برای شرکت I در سال t، جریان‌های‌نقدی آزاد از تفاوت سود خالص و اقلام تعهدی حاصل می‌شود.

ΔNWC_{it}: تغییر در سرمایه در گردش غیر نقدی تعدیل شده بر حسب میانگین کل دارایی‌ها برای شرکت I در سال t.

$\Delta CAPEXP_{it}$: تغییر در مخارج سرمایه‌ای تعدیل شده بر حسب میانگین کل دارایی‌ها برای شرکت I در سال t.

ΔLEV_{it}: تغییر در اهرم تعدیل شده بر حسب میانگین کل دارایی‌ها برای شرکت I در سال t.

$D\Delta DIV_{it}$: نشان دهنده این موضوع است که آیا سود تقسیمی نقدی به سهامداران عادی در طول سال مالی t افزایش یافته است یا خیر. برای محاسبه این متغیر از یک متغیر دو ارزشی استفاده شده است. بدین صورت که اگر سود نقدی پرداختی به سهامداران طی دو دوره متوالی افزایش داشته باشد عدد یک و در غیر این صورت عدد صفر برای آن منظور می‌شود.

$\Delta ACQEXP_{it}$ نشان دهنده تغییر در وجه نقد خروجی برای خرید دارایی‌ها است.

پس از تخمین مدل شماره سه، به‌صورت مقطعی تغییرها درمانده وجه نقد به دو بخش عادی و غیرعادی تفکیک می‌شود. بدین صورت که جملات باقیمانده بدست آمده از مدل نشان دهنده تغییرات غیرعادی درمانده وجه نقد ($AB\Delta CASH$) است، اگر مثبت باشد تغییرات غیرعادی مثبت و اگر منفی باشد تغییرات غیرعادی منفی است؛ و شرکت را از سطح بهینه وجه نقد نگهداری شده دور می‌کند؛ که با کم نمودن آن‌ها از کل تغییرات درمانده وجه نقد تغییرات عادی درمانده وجه نقد ($N\Delta CASH$) بدست می‌آید که شرکت را به سمت سطح بهینه‌ی وجه نقد نگهداری شده سوق می‌دهند.

۶-۳-۲-۲- اقلام تعهدی عادی و غیرعادی

اقلام تعهدی که از تفاوت سود تعهدی و سود نقدی حاصل می‌شود، به‌صورت زیر محاسبه می‌گردد.

اقلام تعهدی = سود تعهدی − سود نقدی = تغییر در دارایی های غیر نقد − تغییر در بدهی ها

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

در پژوهش حاضر تعریف جامع فوق از اقلام تعهدی مورد استفاده قرار می‌گیرد افزون بر این به منظور تفکیک اقلام تعهدی به اجزای عادی و غیرعادی ازمدل تعدیل شده جونز استفاده شده است (کتاری[1] و همکاران،۲۰۰۵).

مدل (۴)

$$\frac{ACC_{it}}{AT_{it}} = \alpha_0\left(\frac{1}{AT_{it}}\right) + \alpha_1\left(\frac{\Delta(\Delta SAL_{it} - \Delta AR_{it})}{AT_{it}}\right) + \alpha_2\left(\frac{PPE_{it}}{AT_{it}}\right) + \varepsilon_{it}$$

که درمدل فوق:

AT_{it}: مجموع دارایی‌های شرکت i درپایان سال t

ΔSAL_{it}: تغییرهای فروش شرکت i در سال t

ΔAR_{it}: تغییرهای حسابهای دریافتنی شرکت i در سال t

PPE_{it}: ناخالص اموال ماشین آلات و تجهیزات شرکت i در پایان سال t است.

ACC_{it}: کل اقلام تعهدی شرکت i در سال t که برابر است با تفاوت تغییر در دارایی‌های غیر نقد و تغییر در بدهی ها:

کل اقلام تعهدی = (تغییر در وجه نقد – تغییر در کل دارایی ها) – (تغییر در کل بدهی ها

(تغییر در وام های مالی بلندمدت – تغییر در حصه جاری بدهیهای بلندمدت –

مدل چهار نیز در هر سال به‌صورت مقطعی برآورد می‌گردد. از آنجا که مجموع سه عبارت اول این رابطه بیانگر اقلام تعهدی عادی است، جزء باقیمانده آن، ε_{it} اقلام تعهدی غیرعادی شرکت i در سال t تقسیم بر کل داراییها را نشان می‌دهد (کتاری و همکاران،۲۰۰۵).

۶-۳-۲-۳- خالص پرداختی به حقوق صاحبان سهام

$\mathrm{DIST-EQ_{it}}$: خالص پرداختی به حقوق صاحبان سهام در سال t تعدیل شده توسط ارزش دفتری کل دارایی‌ها که برابر است با: (چن وشان،۲۰۱۴).

$$\mathrm{DIST-EQ_{it}} = \frac{(-1)\left(\text{سود خالص} - \text{تغییر در کل بدهی ها} - \text{تغییر در کل دارایی ها}\right)}{\text{کل دارایی ها}}$$

1 Kothari et al.

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

۶-۳-۲-۴- خالص پرداختی به بستانکاران

$DIST - D_{it}$ =عبارتست از خالص پرداختی به بستانکاران در سال t تعدیل شده توسط ارزش دفتری کل دارایی‌ها که برابر است با: (چن و شان،۲۰۱۴).

$$DIST - D_{it} = \frac{(-1)\left(\text{تغییر در تسهیلات مالی بلندمدت} - \text{تغییر در حصه جاری بدهی های بلند مدت}\right)}{\text{کل دارایی ها}}$$

۷- یافته‌های پژوهش

۷-۱-آماره های توصیفی

جدول شماره یک نتایج آماره های توصیفی متغیرهای پژوهش را نشان می‌دهد. نتایج نشان می‌دهند که میانگین سود خالص ۰/۱۰۵ که نشان می‌دهد بیشتر داده‌ها حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخصهای مرکزی می باشد که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همانطور که مشاهده می‌شود میانه این متغیر (۰/۰۹) است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌ها کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار هستند. اگر میانه نزدیک میانگین باشد نشان دهنده این است که توزیع تقریبا نرمال است (عرب‌صالحی و همکاران، ۱۳۹۴). در مورد اقلام تعهدی‌عادی، میانگین (۰/۰۲۸) بسیار نزدیک میانه (۰/۰۳) است؛ که نشان دهنده این نکته است که اقلام تعهدی‌عادی تقریبا از توزیع‌نرمال برخورداراست. در مورد اقلام‌تعهدی‌غیرعادی، میانگین (۰/۰۰۰) بسیار نزدیک میانه (۰/۰۰۱-) است؛ که نشان دهنده این نکته است که اقلام تعهدی غیرعادی تقریبا از توزیع نرمال برخورداراست. در مورد افزایش عادی درمانده وجه نقد، میانگین (۰/۰۱۳) دقیقا برابر با میانه (۰/۰۱۳) است؛ که نشان دهنده این نکته است که افزایش‌عادی درمانده وجه نقد از توزیع نرمال برخوردار است. در میان متغیرهای پژوهش، کاهش غیرعادی درمانده وجه نقد، دارای کمترین پراکندگی است؛ زیرا بیشینه آن (۰) وکمینه آن (۰/۱۴۱-) است. بیشتر بودن میانگین پرداختی به صاحبان سهام از میانگین پرداختی به اعتباردهندگان نشان دهنده این است که در اغلب شرکتهای نمونه تامین مالی از طریق حقوق صاحبان سهام بوده و شرکت‌ها پرداخت به صاحبان سهام را در اولویت خود قرارداده‌اند. بالاتر بودن میانگین بازده سهام (۰/۳۰۱) از نرخ سودبانکی، نیز نشان دهنده بازده قابل قبول سهام برای سهامداران می باشد. همچنین میانگین نسبت سود به داراییها نیز (۰/۱۰۵) است؛ که نشان‌دهنده این است که وضع سودآوری شرکتهای پذیرفته‌شده در بورس چندان ایده آل نیست. اما مثبت بودن میانگین و میانه سود تعدیل شده نشان می‌دهد که اکثر شرکت‌ها سودده می‌باشند. منفی بودن

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

میانگین و میانه متغیرهای کاهش غیرعادی درمانده‌وجه نقد و کاهش عادی درمانده وجه نقد، به این علت است که باقیمانده های منفی مدل شماره سه نشان دهنده این اقلام است.

جدول (۱) نتایج آماره های توصیفی متغیرهای اصلی پژوهش

متغیر	نماد	میانگین	میانه	بیشینه	کمینه
اقلام تعهدی عادی	$NACCRUAL_{it}$	۰/۰۲۸	۰/۰۳	۰/۰۵۸	-۰/۱۰۵
اقلام تعهدی غیرعادی	$ABNACCRUAL_{it}$	۰	-۰/۰۰۱	۰/۲۰۱	-۰/۲۳۵
افزایش عادی درمانده وجه نقد	$N\Delta CASH_{it}^{+}$	۰/۰۱۳	۰/۰۱۳	۰/۰۳۸	۰
کاهش عادی درمانده وجه نقد	$N\Delta CASH_{it}^{-}$	-۰/۰۰۴	۰	۰	-۰/۱۴۱
افزایش غیرعادی درمانده وجه نقد	$ABN\Delta CASH_{it}^{+}$	۰/۰۱۳	۰	۰/۳۶۶	۰
کاهش غیرعادی درمانده وجه نقد	$ABN\Delta CASH_{it}^{-}$	-۰/۰۱۳	-۰/۰۱	۰	-۰/۱۰۳
پرداختی به سهامداران	$DIST-EQ_{it}$	۰/۰۷۲	۰/۰۵۵	۰/۲۷۲	۰
پرداختی به اعتبار دهندگان	$DIST-D_{it}$	۰/۰۶۱	۰/۰۴۳	۰/۱۹۸	۰
بازده سهام	$ARET_{t+1}$	۰/۳۰۱	۰/۰۲۳	۸/۵۵۵	-۱
سود تعدیل شده	$INCOME_{it+1}$	۰/۱۰۵	۰/۰۹	۰/۴۹۶	-۰/۳۶۱

منبع: یافته‌های پژوهش

۷-۲-آزمون f لیمر

برای آزمون فرضیه‌های پژوهش لازم است که ابتدا برای تعیین نوع داده‌ها آزمون f لیمر برای معادله‌های یک و دو انجام شودکه نتایج آن در جدول شماره دو گزارش شده است.

جدول (۲) نتایج آزمون f لیمر برای مدل های (۱) و (۲)

مدل	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری
شماره ۱	٦/۰٤٦	۱۰٤/۸۱٤	۰
شماره ۲	۰/۷۷۵	۱۰٤/۸۱۱	۰/۹٦٤

منبع: یافته‌های پژوهش

همانطور که ملاحظه می‌شود سطح معنی‌داری برای مدل شماره یک برابر با صفر است و چون کمتر از پنج درصد است لذا داده‌ها از نوع تابلویی است. سطح معنی‌داری برای مدل شماره دو برابر با ۰/۹۶۴ است و چون بزرگتر از پنج درصد است لذا داده‌ها از نوع تلفیقی است.

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

۷-۳-آزمون هاسمن

همانطور که در جدول شماره دو ملاحظه گردید مدل شماره یک بایستی با استفاده از داده های تابلویی تخمین زده شود بنابراین لازم است با انجام آزمون هاسمن نوع داده‌ها (دارای اثرات ثابت و اثرات تصادفی) مشخص شود؛ که نتایج این آزمون در جدول شماره سه ارائه گردیده است.

جدول (۳) نتایج آزمون هاسمن برای مدل (۱)

مدل	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری
شماره ۱	۵۹/۹	۸	۰

منبع: یافته‌های پژوهش

همانطور که ملاحظه می‌شود سطح معنی‌داری برای مدل شماره یک برابر با صفر است و چون کمتر از پنج درصد است لذا داده‌ها دارای اثرات ثابت می باشد.

۷-۴-آزمون همخطی

برای اینکه تخمین رگرسیون به‌صورت صحیح باشد بایستی که متغیرهای مستقل پژوهش دارای همبستگی نباشند.

جدول شماره (٤) ماتریس همبستگی متغیرهای مستقل پژوهش

متغیرها	اقلام تعهدی عادی	اقلام تعهدی غیر عادی	افزایش عادی وجه نقد	کاهش عادی وجه نقد	افزایش غیرعادی وجه نقد	کاهش غیرعادی وجه نقد	خالص پرداختی به سهامداران	خالص پرداختی به اعتبار دهندگان	سود
اقلام تعهدی عادی	۱	-۰/۱۴	-۰/۰۶	۰/۰۳	۰/۰۶	۰/۰۳	۰/۰۲	-۰/۰۲	۰/۰۴
اقلام تعهدی غیرعادی	-۰/۱۴	۱	۰/۰۰۹	-۰/۰۰۶	-۰/۱۲	-۰/۰۵	۰/۰۸	۰/۱۶	۰/۱۱
افزایش عادی وجه نقد	-۰/۰۶	۰/۰۰۹	۱	۰/۴	-۰/۱۶	-۰/۰۶	۰/۰۲	۰/۱۱	۰/۱۳ -
کاهش عادی وجه نقد	۰/۰۳	-۰/۰۰۶	۰/۴	۱	-۰/۲۵	۰/۰۵	-۰/۰۵	۰/۰۸	۰/۱۴ -
افزایش غیرعادی وجه نقد	۰/۰۶	-۰/۱۲	-۰/۱۶	-۰/۲۵	۱	۰/۳۷	۰/۰۹	-۰/۰۸	۰/۱۸
کاهش‌غیرعادی وجه نقد	۰/۰۳	-۰/۰۵	-۰/۰۶	۰/۰۵	۰/۳۷	۱	-۰/۰۲	-۰/۰۲	۰/۱۱
خالص‌پرداختی‌به سهامداران	۰/۰۲	-۰/۰۸	۰/۰۲	-۰/۰۵	۰/۰۹	-۰/۰۲	۱	-۰/۰۶	۰/۲۴
خالص‌پرداختی‌به اعتبار دهندگان	-۰/۰۲	۰/۱۶	۰/۱۱	۰/۰۸	-۰/۰۸	-۰/۰۲	-۰/۰۶	۱	۰/۰۵ -
سود	۰/۰۴	۰/۱۱	-۰/۱۳	-۰/۱۴	۰/۱۸	۰/۱۱	۰/۲۴	-۰/۰۵	۱

منبع: یافته‌های پژوهش

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

بدین منظور ابتدا ماتریس همبستگی متغیرهای مستقل پژوهش را تشکیل داده که نتایج این ماتریس در جدول شماره چهار ارائه شده است.

اگر ضرایب همبستگی کوچکتر از ۰/۸ باشد آنگاه همخطی صفر است و وجود ندارد (اسدی و حسینی راد، ۱۳۹۴). همانطور که در جدول ملاحظه می‌شودکلیه ضرایب همبستگی کوچکتر از ۰/۸ است. درنتیجه همخطی وجود ندارد و مدل به‌صورت درستی برازش شده است.

۷-۲-۱-آزمون فرضیه اول

هدف از تدوین فرضیه‌اول، بررسی این نکته است که آیا بازار تغییرهای مثبت غیرعادی درمانده وجه نقد را به صورت غیرصحیح قیمت‌گذاری می‌کند. به منظور بررسی این فرضیه، از آزمون مشکین استفاده شده است. برای آزمون مشکین لازم است، تا ابتدا دو مدل شماره یک و دو به‌صورت جداگانه تخمین زده شوند؛ که نتایج تخمین در جدول شماره پنج ارائه شده است.

جدول (۵)- نتایج تخمین دو مدل شماره (۱) و (۲)

$$INCOME_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 NACCRUAL_{it} + \beta_2 ABNACCRUAL_{it} + \beta_3 N\Delta CASH_{it}^{+} + \beta_4 N\Delta CASH_{it}^{-} + \beta_5 ABN\Delta CASH_{it}^{+} + \beta_6 ABN\Delta CASH_{it}^{-} + \beta_7 DIST - EQ_{it} + \beta_8 DIST - D_{it} + \varepsilon_{it+1}$$

$$ARET_{t+1} = \lambda(INCOME_{it+1} - \beta_0^* - \beta_1^* NACCRUAL_{it} - \beta_2^* ABNACCRUAL_{it} - \beta_3^* N\Delta CASH_{it}^{+} - \beta_4^* N\Delta CASH_{it}^{-} - \beta_5^* ABN\Delta CASH_{it}^{+} - \beta_6^* ABN\Delta CASH_{it}^{-} - \beta_7^* DIST - EQ_{it} - \beta_8^* DIST - D_{it}) + \varepsilon_{it+1}$$

مدل پیش‌بینی (1)				مدل ارزیابی (2)			
ضریب	مقدار	آماره t	معنی داری	ضریب	مقدار	آماره t	معنی داری
β_0	۰/۱۲	۷/۹۲۳	۰	β_0^*	-۰/۱۴۱	-۰/۹۶۶	۰/۳۳۴
β_1	۰/۴۰۶	۰/۱۴۸	۰/۲۵۱	β_1^*	-۰/۳۹	-۰/۱۳	۰/۸۹۵
β_2	۰/۰۹	۲/۰۱۷	۰/۰۴۴	β_2^*	۱/۳۴۶	۲/۰۱۳	۰/۰۴۴
β_3	-۰/۷۷۶	-۱/۹۱۵	۰/۰۵۵۸	β_3^*	۳/۲۸۳	۰/۷۰۷	۰/۴۷۹
β_4	۰/۰۵۹۸	۰/۱۹۲	۰/۸۴۷	β_4^*	-۰/۳۰۴	-۰/۰۸۶	۰/۹۳۰
β_5	۰/۲۷	۲/۵۲۸	۰/۰۱۱	β_5^*	۱/۱۳۲	۰/۸۷۵	۰/۰۰۱
β_6	۰/۷۴۳	۲/۷۷۸	۰/۰۰۵	β_6^*	-۰/۳۲۶	-۰/۱۰۶	۰/۹۱۵
β_7	۰/۰۴۲	۰/۷۵۴	۰/۴۵	β_7^*	-۰/۷۶	-۱/۰۱۴	۰/۳۱
β_8	-۰/۰۷۸	-۱/۱۵۹	۰/۲۴	β_8^*	-۰/۴۱	-۰/۵۱۲	۰/۶۰۸
				λ	۱/۲۳	۲/۹۴۸	۰/۰۰۳
F=۶/۹۶۱				F=۱/۹۸۵			
۱/۶۴۸=دوربین واتسون		۰ =سطح معنی داری		۲/۴۵۶=دوربین واتسون		۰/۰۳۷ =سطح معنی داری	

منبع: یافته‌های پژوهش

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

همانطور که ملاحظه می‌شود آماره آزمون دوربین واتسون در هر دو مدل بین ۱/۵ و ۲/۵ می باشد بنابراین مشگل همبستگی جملات‌خطا در مدلها وجود ندارد و هردو مدل خوب تخمین‌زده شده است. و سطح معنی‌داری هر دو مدل نیز کوچکتر از پنج درصد است و هر دو مدل معنی‌دار است. ابتدا آزمون مشکین را جهت بررسی معنی‌داری متفاوت بودن ضرایب تغییرات مثبت غیرعادی درماندهوجه نقددر مدل شماره یک و دو انجام داده که نتایج این آزمون در جدول شماره شش ارائه می‌شود.

جدول (٦) نتایج آزمون مشکین برای فرضیه شماره ۱

فرضیه H_0	تفاضل	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری
$\beta_5^* = \beta_5$	۰/٦٦٥	۱۲٦/۱۲۷	۱	۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج به دست آمده در خصوص تفاوت ضریب متغیرتغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد در دو مدل به‌صورت جداگانه می‌توان بیان کرد که این فرض در سطح خطای پنج درصد تأیید می‌شود و می‌توان گفت که بازار در ارزش‌گذاری درست پایداری تغییرات مثبت غیرعادی وجه نقد ناتوان است؛ به عبارت دیگر ارزش گذاری بازار ازتغیرات مثبت غیرعادی وجه نقد متفاوت از ارزش‌گذاری واقعی آن (با توجه به اطلاعات صورت های مالی) است. حال اگر $\beta_5^* > \beta_5$ آنگاه می‌توان گفت که بازار تغییرهای مثبت غیرعادی درمانده وجه نقد را بیشتر از واقع قیمت گذاری می‌کند که چون ضریب تغییرات مثبت غیرعادی درمانده وجه نقد در مدل ارزیابی بزرگتر از ضریب تغییرات مثبت غیرعادی درمانده وجه نقد در مدل پیش‌بینی (۱/۱۳۲>۰/۲۷) است، بنابراین نشان دهنده این است که بازار تغییرات مثبت غیرعادی درمانده وجه نقد را بیشتر قیمت گذاری می‌کند و فرضیه اول تایید می‌شود.

۷-۲-۲-آزمون فرضیه ی دوم

هدف از تدوین فرضیه دوم، بررسی این نکته است که آیابازار تغییرهای مثبت عادی وجه نقد را به‌صورت غیر صحیح قیمت‌گذاری می‌کند. به منظور بررسی این فرضیه، از آزمون مشکین استفاده شده است. برای آزمون مشکین لازم است تا ابتدا دو مدل شماره یک و دو به‌صورت جداگانه تخمین زده شوند؛ که نتایج مربوط به آن در جدول شماره پنج ارائه شد.

ابتدا آزمون مشکین را جهت بررسی معنی‌داری متفاوت بودن ضرایب تغییرات مثبت عادی وجه نقد در مدل شماره یک و دو انجام داده که نتایج این آزمون در جدول شماره هفت ارائه می‌شود.

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

جدول (۷) نتایج آزمون مشکین برای فرضیه شماره ۲

فرضیه H_0	تفاضل	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری
$\beta_3^* = \beta_3$	٤/٠٤١	٥٥٧/١٣٨	١	٠

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج به دست آمده در خصوص تفاوت ضریب تغییرهای مثبت عادی وجه نقد در دو مدل به‌صورت جداگانه می‌توان بیان کرد که این فرض در سطح خطای پنج درصد تأیید می‌شود و می‌توان گفت که بازار در ارزش‌گذاری درست پایداری تغییرهای مثبت عادی وجه نقد ناتوان است؛ به عبارت دیگر ارزش‌گذاری بازار از تغییرهای مثبت عادی وجه نقد متفاوت از ارزش‌گذاری واقعی آن (با توجه به اطلاعات صورت های مالی) است. حال اگر $\beta_3^* > \beta_3$ آنگاه می‌توان‌گفت که بازار سرمایه تغییرهای مثبت عادی وجه نقد را به‌صورت غیرصحیح قیمت‌گذاری می‌کند که چون ضریب تغییرهای مثبت عادی وجه نقد در مدل ارزیابی بزرگتر از ضریب تغییرهای مثبت عادی وجه نقد در مدل پیش‌بینی (۳/۲۸۳>۰/۷۷۶-) است، بنابراین نشان دهنده این است که بازار تغییرهای مثبت عادی وجه نقد را بیشترقیمت‌گذاری می کند و فرضیه دوم تایید می‌شود.

۷-۲-۳-آزمون فرضیه ی سوم

هدف از تدوین فرضیه‌ی سوم، بررسی این نکته است که آیا بازار تغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد را نسبت به تغییرهای‌مثبت‌عادی‌وجه نقد بیشتر قیمت‌گذاری می‌کند.

حال به منظور بررسی این فرضیه، از آزمون مشکین استفاده شده است. برای آزمون مشکین لازم است تا ابتدا دو مدل شماره یک و دو به‌صورت جداگانه تخمین زده شوند؛ که نتایج مربوط به آن در جدول شماره پنج ارائه شد.

ابتدا آزمون مشکین را جهت بررسی معنی‌داری متفاوت بودن تفاضل ضرایب تغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد و تغییرهای مثبت عادی وجه نقد در مدل شماره یک و دو انجام داده که نتایج این آزمون در جدول شماره هشت ارائه می‌شود.

جدول (۸) نتایج آزمون مشکین برای فرضیه شماره ۳

فرضیه H_0	تفاضل	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری
$\beta_5^* - \beta_5 = \beta_3^* - \beta_3$	-١/٨٦	٦٤٠/٥٨٦	٢	٠

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج به دست آمده در خصوص متفاوت بودن تفاضل ضرایب تغییرهای مثبت غیرعادی وجه و تغییرهای مثبت عادی وجه نقد در دو مدل به‌صورت جداگانه می‌توان بیان کرد

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

که این فرض در سطح خطای پنج درصد تأیید می‌شود و می‌توان گفت‌که بازار در ارزش‌گذاری درست پایداری تغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد نسبت به تغییرهای مثبت عادی وجه نقد ناتوان است؛ به عبارت دیگر ارزش‌گذاری بازار از تغیرات مثبت غیرعادی وجه نقد نسبت به تغییرهای مثبت عادی وجه نقد متفاوت از ارزش‌گذاری واقعی آن (با توجه به اطلاعات صورت های مالی) است. حال اگر $\beta_5^* - \beta_5 > \beta_3^* - \beta_3$ آنگاه می‌توان گفت‌که بازارتغیرهای مثبت غیرعادی وجه نقد را نسبت به تغییرهای مثبت عادی وجه نقد بیشتر قیمت‌گذاری می‌کند، که دراینجا عکس آن صادق است یعنی$\beta_5^* - \beta_5 < \beta_3^* - \beta_3$ (۱/۱۳۲-۰/۲۷) > (۳/۲۸۳-۰/۷۷۶)، بنابراین فرضیه سوم پژوهش در اینجا تأیید نمی‌شود، به عبارت دیگر بازار افزایش غیرعادی در وجه نقد را نسبت به افزایش عادی درمانده وجه نقد بیشتر قیمت‌گذاری نمی‌کند بلکه، بازار افزایش عادی در وجه نقد را نسبت به افزایش غیرعادی درمانده وجه نقد بیشتر قیمت‌گذاری می کند.

۷-۲-۴-آزمون فرضیه ی چهارم

هدف از تدوین فرضیه چهارم، بررسی این نکته است که آیا بازار اقلام تعهدی غیرعادی نسبت به اقلام تعهدی عادی را بیشتر قیمت‌گذاری می‌کند. بـه منظور بررسی این فرضیه، از آزمون مشکین استفاده شده است. برای آزمون مشکین لازم است تـا ابتدا دو مدل شماره یک و دو به‌صورت جداگانه تخمین زده شوند؛ که نتایج مربوط به آن در جدول شماره پنج ارائه شد.

ابتـدا آزمون مشکین را جهت بررسی معنی‌داری متفاوت بودن تفاضل ضرایب اقلام تعهدی غیرعادی و اقلام‌تعهدی عادی در مدل شماره یک و دو انجام داده که نتایج این آزمون در جدول شماره نه ارائه می‌شود.

جدول (۹) نتایج آزمون مشکین برای فرضیه شماره ٤

فرضیه H_0	تفاضل	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری
$\beta_2^* - \beta_2 = \beta_1^* - \beta_1$	۱/۰۲۵	۱٤۳٤/۰۲۳	۲	۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج به دست آمده در خصوص متفاوت بودن تفاضل ضرایب اقلام تعهدی غیرعادی و اقلام تعهدی عادی در دو مدل به‌صورت جداگانه می‌توان بیان کرد که این فرض در سطح خطای پنج درصد تأیید می‌شود و می‌توان گفت که بازار در ارزش‌گذاری درست پایداری اقلام تعهدی غیرعادی نسبت به اقلام تعهدی عادی ناتوان است؛ به عبارت دیگر ارزش‌گذاری بازار از اقلام تعهدی غیرعادی نسبت به اقلام تعهدی عادی از ارزش‌گذاری واقعی آن (با توجه به اطلاعات

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

صورت های مالی) متفاوت است. حال اگر $\beta_2^* - \beta_2 > \beta_1^* - \beta_1$ آنگاه می‌توان گفت که بازار اقلام تعهدی غیرعادی را نسبت به اقلام تعهدی عادی بیشتر قیمت‌گذاری می‌کند، که‌چون تفاضل ضرایب اقلام تعهدی غیرعادی و اقلام تعهدی عادی در مدل ارزیابی بزرگتر از تفاضل ضرایب اقلام تعهدی غیرعادی و اقلام تعهدی عادی در مدل پیش‌بینی (۰/۰۹-۱/۳۴۶<۰/۴۰۶-۰/۳۹۰) است؛ بنابراین فرضیه چهارم پژوهش در اینجا تأیید می‌شود، به عبارت دیگر بازار اقلام تعهدی غیرعادی را نسبت به اقلام تعهدی عادی بیشتر قیمت‌گذاری می‌کند.

۷-۲-۵-آزمون فرضیه ی پنجم

هدف از تدوین فرضیه ی پنجم، بررسی این نکته است که آیا بازار اقلام تعهدی غیرعادی نسبت به تغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد بیشتر قیمت‌گذاری می‌کند.

به منظور بررسی این فرضیه، از آزمون مشکین استفاده شده است. برای آزمون مشکین لازم است تا ابتدا دو مدل شماره یک و دو به‌صورت جداگانه تخمین زده شوند، که نتایج مربوط به آن در جدول شماره پنج ارائه شد.

ابتدا آزمون مشکین را جهت بررسی معنی‌داری متفاوت بودن تفاضل ضرایب اقلام تعهدی غیرعادی و تغییرات مثبت غیرعادی وجه نقد در مدل شماره یک و دو انجام داده که نتایج این آزمون در جدول شماره ده ارائه می‌شود.

جدول (۱۰) نتایج آزمون مشکین برای فرضیه شماره ۵

فرضیه H_0	تفاضل	آماره آزمون	درجه آزادی	سطح معنی داری
$\beta_2^* - \beta_2 = \beta_5^* - \beta_5$	۰/۵۲٤	۱۱۸/٦٦٦	۲	۰

منبع: یافته‌های پژوهش

با توجه به نتایج به دست آمده در خصوص متفاوت بودن تفاضل ضرایب اقلام تعهدی غیرعادی و تغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد در دو مدل به‌صورت جداگانه می‌توان بیان کرد که این فرض در سطح خطای پنج درصد تأیید می‌شود و می‌توان گفت‌که بازار در ارزش‌گذاری درست پایداری اقلام تعهدی غیرعادی نسبت به تغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد ناتوان است؛ به عبارت دیگر ارزش‌گذاری بازار از اقلام تعهدی غیرعادی نسبت به تغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد از ارزش‌گذاری واقعی آن (با توجه به اطلاعات صورت‌های مالی) متفاوت است. حال اگر $\beta_2^* - \beta_2 > \beta_5^* - \beta_5$ آنگاه می‌توان گفت که بازار اقلام تعهدی غیرعادی را نسبت به تغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد بیشتر قیمت‌گذاری می‌کند، که‌چون تفاضل ضرایب اقلام تعهدی غیرعادی و تغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد در مدل ارزیابی بزرگتر از تفاضل ضرایب اقلام تعهدی غیرعادی و تغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد در مدل پیش‌بینی (۰/۲۷-۱/۱۳۲>

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

۱/۳۴۶-۰/۰۹) است؛ بنابراین فرضیه پنجم پژوهش در اینجا تأیید می‌شود، به عبارت دیگر بازار اقلام تعهدی غیرعادی را نسبت به تغییرهای مثبت غیرعادی وجه نقد بیشتر قیمت‌گذاری می‌کند.

۸- نتیجه‌گیری و پیشنهادها

زمانی که سرمایه‌گذاران با حجم عظیمی از اطلاعات روبرو می شوند، صرفاً بر بخش‌های خاصی از اطلاعات تمرکز می‌نمایند. این رویکرد در عین سادگی، ممکن است نتایج خوبی دربر نداشته باشد. سود حسابداری یکی از مهم‌ترین ارقامی است که سرمایه‌گذاران در تحلیل‌های قیمت‌گذاری سهام استفاده می‌کنند. بااین‌حال، استفاده از اطلاعات سود حسابداری، بدون دقت به شیوه ایجاد و ترکیب اجزای تشکیل‌دهنده آن ممکن است در آینده نتایج نامطلوبی در پی داشته باشد.

یکی از مهم‌ترین تصمیم‌های مدیران مالی تعیین سطح نگهداشت وجه نقد است؛ زیرا که عدول از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد می‌تواند بر عملکرد شرکت تأثیرگذارد. از آنجا که سود حسابداری متشکل از اجزای عادی و غیرعادی وجه نقد، و اجزای عادی و غیرعادی اقلام تعهدی است، طبیعتاً بررسی پایداری و قیمت‌گذاری اقلام عادی و غیرعادی وجه نقد که درنتیجه عدول از سطح بهینه نگهداشت وجه نقد رخ می‌دهد می‌تواند بر بینش استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی تأثیر بگذارد (اتوود[1] وهمکاران، ۲۰۱۰). از این‌رو در این پژوهش به بررسی قیمت‌گذاری اجزای عادی و غیرعادی مانده وجه نقد و اقلام عادی و غیرعادی تعهدی، سود پرداخته و سپس اقدام به مقایسه رفتار بازار نسبت به این اقلام شد.

نتایج این پژوهش نشان می‌دهد که افزایش عادی و غیرعادی درمانده وجه نقد شرکت‌ها، از سوی سرمایه‌گذاران به درستی ارزش‌گذاری نمی‌شوند و بازار در درک درست پایداری این اقلام ناتوان است؛ به عبارت دیگر استنباط بازار از میزان پایداری افزایش عادی و غیرعادی درمانده وجه نقد متفاوت از میزان پایداری واقعی این‌گونه اقلام می‌باشدکه مطابق با نتایج پژوهش دچو وهمکاران (۲۰۰۸) و آرکیتیس و پاپاتاناپولوس[2] (۲۰۱۶) و ونتر[3] وهمکاران (۲۰۱۲) و اتوود (۲۰۱۰) است. در توجیه این پدیده می‌توان به این مورد اشاره کرد که اعتقاد بر این است که واکنش غیرمنطقی سرمایه‌گذاران نسبت بـه افزایش عادی و غیرعادی درمـانده وجه نقد بـه علت جنبه سرمایه‌گذاری این اقلام است. از آن جایی که افزایش عادی و غیرعادی در وجه نقد و به‌طور

1 Atwood
2 Artikis and Papanastasopoulos
3 Venter

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

کلی افزایش نقدینگی شرکت نشان‌گر بهبود وضعیت شرکت می‌باشد، بنابراین سرمایه‌گذاران افزایش عادی و غیرعادی درمانده وجه نقد را نشانه‌ی مثبتی در شرکت توصیف نموده و وضعیت شرکت را خوشبینانه پیش‌بینی می‌نماید و برعکس، کاهش درمانده وجه نقد را نشانه منفی در شرکت توصیف نموده و سودآوری آتی شرکت را بدبینانه پیش‌بینی می‌کنند که این موضوع سبب خطای ارزش‌گذاری این‌گونه اقلام می‌شود.

همچنین نتایج نشان داد که بازار افزایش غیرعادی درمانده وجه نقد را نسبت به افزایش عادی درمانده وجه نقد بیشتر قیمت‌گذاری نمی‌کند، که مطابق با نتایج‌پژوهش چن وشان (۲۰۱۴) و دچو وهمکاران (۲۰۰۸) و وای هویی[1] و همکاران (۲۰۱۵) می‌باشد. همچنین نتایج نشان داد که بازار اقلام تعهدی غیرعادی را نسبت به اقلام تعهدی عادی وتغییرات مثبت وجه نقد بیشتر قیمت گذاری می‌کند.

۹- محدودیت‌های پژوهش

محدودیت‌ها و مشکلاتی که در اجرای پژوهش وجود داشته و در تعبیر و تفسیر نتایج پژوهش و قابلیت تعمیم آن بایستی مورد ملاحظه قرار گیرند به شرح زیر می باشند:

۱. این پژوهش متاثر از برخی عوامل کلان نظیر تورم، شرایط صنعت، نرخ بهره و نرخ ارز است که فرض شده اثر آن‌ها برای همه شرکت‌ها و مشاهده ها یکسان است، در حالی که ممکن است چنین نباشد. برای مثال، برخی از صنایع، ازجمله صنعت دارو، همواره تحت نظارت دولت بوده است.

۲. در انجام این پژوهش فرض می‌شود که بازار سرمایه از کارایی اطلاعاتی نسبی برخوردار است، در حالی‌که پژوهشهای پیشین داخلی (مانند قالیباف اصل و ناطقی، ۱۳۸۵) کارایی بورس تهران را صرفاً در سطح ضعیف تأیید می‌کنند. لذا، این موضوع روی قابلیت تعمیم یافته‌های پژوهش محدودیت ایجاد می‌کند.

۱۰-پیشنهادهای کاربردی

نتایج این پژوهش یک راهبرد کلیدی برای سرمایه‌گذاران، مدیران شرکت‌های سرمایه‌گذاری، تحلیل گران بازار سرمایه و ...در مورد نقش اطلاعاتی بخش نقدی سودو اجزای آن در ارزیابی شرکت‌ها و اثر آن برقیمت‌گذاری سهام فراهم می‌کند. نتایج این پژوهش نشان

1 Wai Hui

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

می‌دهد، چنانچه فعالان بازار سرمایه، دیدگاه تثبیت شده‌ای در مورد عدد سود حسابداری داشته باشند، دچار یک خطای بالقوه در امر ارزیابی وضعیت سهام شرکت‌ها خواهند شد. درنتیجه، ضرورت توجه به بخش نقدی سودو اجزای آن در هنگام ارزش‌گذاری شرکت را مطرح می‌کند.

از آنجا که نتایج پژوهش از قیمت‌گذاری نادرست اقلام عادی و غیرعادی وجه نقدو اقلام عادی و غیرعادی تعهدی حکایت می‌کند، به سازمانهای تدوین کننده مقررات و استانداردهای افشای اطلاعات پیشنهاد می‌شود که با تدوین استانداردهای مکمل جهت ارائه اطلاعات بیشتر در رابطه با وجوه نقد و اقلام تعهدی، شامل اطلاعاتی در زمینه تغییرهای مثبت و منفی عادی و غیرعادی در وجه نقد یا اقلام تعهدی عادی و غیرعادی سود، زمینه تحلیل بهتر سرمایه‌گذاران در رابطه با پیش‌بینی قیمت‌گذاری اجزای سود را فراهم آورد.

بر اساس یافته‌های پژوهش، به مدیران توصیه می‌شود تا با اتخاذ تدابیر مناسب، بسترهای لازم برای افزایش کیفیت سود حسابداری را فراهم آورند، زیرا این موضوع کاهش هزینه‌های تأمین مالی شرکت را در پی خواهد داشت. به سرمایه‌گذاران نیز توصیه می‌شود که از سرمایه‌گذاری در سهام شرکتهایی که سود آن‌ها از کیفیت مناسبی برخوردار نیست خودداری کنند.

با توجه به یافته‌های پژوهش، مبنی بر متفاوت بودن قیمت‌گذاری اجزای سود، به سرمایه گذاران توصیه می‌شود که برای قیمت‌گذاری سهام اجزای سود را از یکدیگر تفکیک کرده و اثر هرکدام را به‌طور جداگانه برای ارزیابی ارزش ذاتی شرکت و اتخاذ تصمیم‌های اقتصادی مدنظر قرار دهند.

با توجه به یافته‌های این پژوهش مبنی بر حضور سرمایه‌گذاران بی‌تجربه در بازار سرمایه، پیشنهاد می‌شود، سرمایه‌گذاران با دقت بیشتری نسبت به تغییرهای اجزای سود واکنش نشان داده و از تحلیلگران مالی در اتخاذ تصمیمهای سرمایه‌گذاری کمک بگیرند.

۱۱-پیشنهادهایی برای پژوهش‌های آتی

۱. بررسی ارزش‌گذاری سود و اجزای آن در شرکت‌های ورشکسته و غیرورشکسته (با وضعیت بحرانی و غیربحرانی).
۲. بررسی تأثیر ریسک مواجهه با بحران های مالی (ورشکستگی) بر ارزش‌گذاری سود و اجزای آن.
۳. بررسی ارزش‌گذاری سود و اجزای آن در شرکت‌های رشدی و غیررشدی.
۴. پیشنهاد می‌شود تأثیر عواملی چون کیفیت‌حسابرسی و افشای‌اقلام تعهدی در واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به اقلام‌تعهدی ونقدی مورد بررسی قرار گیرد.

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

منابع

۱. اسدی، احسان؛ حسینی راد، رضا (۱۳۹۴)؛ **"اقتصاد سنجی کاربردی-نرم افزار EVIEWS"**، یزد: دانشگاه آزاد اسلامی یزد-نشر نور کوثر

۲. خدادادی، ولی؛ قربانی، رامین؛ حاجی‌زاده، سعید؛ حیدری‌مقدم، پیمان (۱۳۹۱)؛ "بررسی پایداری اجزای نقدی سود در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **دانش حسابداری**، شماره ۹، ص.ص.۹۹-۷۹.

۳. شهریاری، سارا؛ سلیم، فرشاد (۱۳۹۳)؛ "بررسی و آزمون قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی غیرعادی در بورس اوراق بهادار تهران"، **مدیریت دارایی و تأمین مالی**، شماره ششم، ص.ص.۱۶-۱.

۴. صادقی، محسن؛ صفاییان‌ریزی، محمد (۱۳۸۸)؛ "ارزیابی تصمیم‌های سرمایه‌گذاری و رابطه آن با پایداری سود مطالعه موردی شرکتهای پذیرفته‌شده بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه حسابداری مالی**، شماره ۳، ص.ص.۸۷-۶۹.

۵. عرب‌صالحی، مهدی؛ گوگردچیان، احمد؛ پورفخریان، پروین (۱۳۹۴)؛ "تحلیل مقایسه‌ای اثر اقلام تعهدی اختیاری بر بازده‌سهام، در شرکتهای با رشد بالا و سایر شرکت‌ها"، **فصلنامه حسابداری مالی**، شماره ۲۸، ص.ص.۷۸-۵۶

۶. قالیباف‌اصل، حسن؛ ناطقی، محبوبه (۱۳۸۵)؛ "بررسی کارایی در سطح ضعیف در بورس اوراق بهادار تهران"، **تحقیقات مالی**، شماره ۲۲، ص.ص.۶۶-۴۷.

۷. قربانی، حسن (۱۳۸۷)؛ **"پایداری اجزای نقدی سود"**، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد نیشابور.

۸. محمدزادگان، اکبر (۱۳۸۵)؛ **"بررسی بین قابلیت اتکای اقلام تعهدی، پایداری سود و قیمت سهام در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"**، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین المللی امام خمینی (ره) قزوین

۹. نوروش، ایرج؛ مجیدی، رضا (۱۳۸۴)؛ "بررسی رابطه بین کیفیت سود و هزینه سرمایه در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **حسابداری برق**، شماره ۴۳، ص.ص.۴۲-۲۴.

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

۱۰. نیکبخت، نادر؛ افلاطونی، عباس (۱۳۹۳)؛ "بررسی تأثیر اخبار خوب وبد بر درک سرمایه‌گذاران از میزان پایداری اقلام‌تعهدی"، **بررسیهای حسابداری**، شماره ۳، ص.ص.۳۹-۱۹.

۱۱. هاشمی،سیدعباس؛ حمیدیان، نرگس؛ ابراهیمی، خدیجه (۱۳۹۲)؛ "بررسی نابهنجاری اقلام تعهدی با در نظر گرفتن ریسک ناتوانی مالی در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران"، **فصلنامه حسابداری مالی**، شماره ۱۹، ص.ص.۲۰-۱.

12. Artikis, Panagiotis G. Papanastasopoulos, Georgios A(2016). Implications of the cash component of earnings for earnings persistence and stock returns, **The British Accounting Review**, Accepted Manuscript
13. Atwood, T. Drake, Michael. Linda A, Myers (2010). Book-tax conformity, earnings persistence and the association between earnings and future cash flows, **Journal of Accounting and Economics**. 50:P.P.111–125
14. Chenjeef, zeyun. Shane, philipb (2014) Changes in Cash: Persistence and Pricing Implications, **Journal of Accounting Research**,Vol. 52 No. 3:p.p.599-634
15. Dechow,I'. Schrand, C. (2004). Earnings Quality. Charlottesville. VA. **CFA Institute**.
16. Dechow, P. Richardson,S. R,Sloan.(2008). The persistence and pricingof the cash component of earnings.**Journal of Accounting Research**. Volume 46, Issue 3:p.p. 537–566.
17. Desai, H. Rajgopal, S .Venkatachalam, M (2004).Value-Glamour and Accruals Mispricing: one Anomaly or two? **Accounting Review**, 79: p.p.355-385.
18. Dopuch, N. Mashruwala, R. Seethamraju, C. Zach,T (2005). Accrual determinates sales changes and their impact on empirical accrual models.**Working Paper series at Washington University**.
19. Doukakis, Leonidas C. Papanastasopoulos, Georgios A (2014). The accrual anomaly in the U.K. stock market: Implications of growth and accounting distortions, **Journal of International Financial Markets Institutions and Money**, Volume 32:P.P 256–277
20. Hand, J. (1990). A Test of the Extended Functional Fixation Hypothesis.**Accounting Review**, 65: p.p.740-763.

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

21. Hao, Q (2009). Accruals' Persistence, Accruals Mispricing and Operating Cycle: Evidence from the US, **International Journal of Accounting and Information Management**, 17:p.p. 198-207.
22. Jiang, G. (2007). Stock performance and the mispricing of accruals.**The international Journal of accounting**, 42:p.p.153-170.
23. Kormendi, R. R.Lipe (1987).Earnings innovations, earnings persistence and stock returns, **Journal of Business**, 60:p.p.323-345.
24. Kothari, S.Leone, A.Wasley (2005). Performance matched discretionary accrual measures, **Journal of Accounting and Economics**, Vol.39, No.1, p.p:163-197.
25. Mishkin, S. (1983). **A Rational Expectations Approach to Macro-Econometrics: Testing Policy Effectiveness and Efficient Market Models**. Chicago, IL: University of Chicago Press.
26. Mithu, R. Dey . Lucy Lim (2015).Accrual reliability, earnings persistence, and stock prices: revisited, **American Journal of Business**, Vol. 30 Iss: 1, pp.22 - 48
27. Perotti, P. Wagenhofer, A (2011). Earning Quality Measures and Excess Returns, **Working Paper**, Graz University.
28. Sloan R.G (1996). Do stock prices fully reflect information In accruals and cash flows about future earnings ,**Accounting Review**, No 71: p.p : 289 –315.
29. Takamatsu, Renata Turola; Fávero, Luiz Paulo Lopes(2013). Accruals, Persistence of Profits and Stock Returns in Brazilian Public Companies, **Modern Economy** , 4:P.P.109-118.
30. Teoh, S.H. Wong, T.J (2002). Why new Issues and High-Accrual Firms Underperform: the Role of Analysts Credulity, **Review of Financial Studies**, 15 (3): p.p.869-900.
31. Venter,Elmar R.Cahan,Steven F. Emanuel, David(2013). Mandatory Earnings Disaggregation and the Persistence and Pricing of Earnings Components, **The International Journal of Accounting**. 48: p.p. 26–53.
32. Wai Hui, Kai. Nelson, Karen K.Yeung, P. Eric (2015). On the persistence and pricing of industrywide and firm-specific earnings, cash flows,and accruals, **Journal of Accounting and Economics**, Author's Accepted Manuscrip.

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