

## بررسی قیمت‌گذاری سازه‌های سود طی چرخه عمر شرکت‌ها

فریدون رهنمای رودپشتی<sup>۱</sup>

فرید غلامی حسن‌کیاده<sup>۲</sup>

سارا کریم‌پور<sup>۳</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۷/۰۴/۰۱

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۱/۲۴

### چکیده

پژوهش‌های زیادی نشان داده‌اند که استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی قادر نیستند اجزای سود را به درستی قیمت‌گذاری کنند. بر اساس تئوری‌های رقابتی و علامت‌دهی، کیفیت گزارشگری و سود شرکت‌ها در مراحل مختلف چرخه عمر متفاوت است. بنابراین در این تحقیق تلاش می‌گردد نحوه قیمت‌گذاری سازه‌های سود طی چرخه عمر شرکت‌ها بررسی شود. این بررسی از طریق آزمون میسکین بسط یافته با مدل آلن و همکاران (۲۰۱۳) صورت پذیرفت. به منظور اجرای این طرح داده‌های مربوط به ۷۸ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس تهران طی سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۳ و از بانک‌های اطلاعاتی کدال و تی اس کلاینت گردآوری شد. شواهد آزمون حاکی از آن است که در مرحله رشد، بازار جز نقدی سود عملیاتی را کمتر از واقع و سازه‌های جز تعهدی را بیش از واقع قیمت‌گذاری می‌کند. به علاوه، در مرحله بلوغ شواهدی دال بر قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی مربوط به رشد شرکت یافت نشد و در مرحله افول شواهد نشان داد که این اقلام کمتر از واقع قیمت‌گذاری می‌شوند. نحوه قیمت‌گذاری سایر اجزای سود در سه مرحله مشابه بود. با توجه به اینکه کوچکترین مقدار قدر مطلق اختلاف ضرایب اجزای سود در مرحله بلوغ و بزرگترین مقدار آن در مرحله افول مشاهده شد، می‌توان چنین استنباط کرد که سود در مرحله بلوغ و افول به ترتیب کمترین و بیشترین میزان گمراه‌کنندگی را دارد.

**واژه‌های کلیدی:** پایداری سود، اقلام تعهدی مربوط به رشد، اقلام تعهدی مربوط به نوسانات موقت سرمایه در گردش، خطای برآورد اقلام تعهدی، چرخه عمر.

۱- استاد و عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد اسلامی، واحد علوم تحقیقات، تهران، ایران

۲- دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه شهید بهشتی، تهران، ایران (نویسنده مسئول) faridgholami92@gmail.com

۳- دانشجوی دکتری حسابداری، دانشگاه آزاد اسلامی، واحد نور، نور، ایران.

## ۱- مقدمه

قیمت‌گذاری سازه‌های نقدی و تعهدی سود یکی از مباحث چالشی در حسابداری مالی است. درک ویژگی‌های این اجزا یکی از مهمترین دغدغه‌های تحقیقات این حوزه بوده و حجم زیادی از ادبیات مدیریت، کیفیت و محتوای اطلاعاتی سود به این موضوع اختصاص یافته است (آلن و همکاران<sup>۱</sup>، ۲۰۱۳؛ لائوسون و وانگ<sup>۲</sup>، ۲۰۱۵).

به طور کلی تا مدت‌ها اعتقاد بر توانایی سود در تلخیص اطلاعات ارزشمند و قابل اعتماد بود و عنوان می‌گردید که بین سود و بازده سهام رابطه مثبت وجود دارد (بال و براون<sup>۳</sup>، ۱۹۶۸). اما تحقیقات بعدی موجب پیدایش این عقیده شد که استفاده‌کنندگان قادر به تشخیص صحیح محتوای اطلاعاتی سود نیستند و نمی‌توانند آنرا را به نحوی مطلوب در پیش-بینی‌های خود بکار گیرند (ایو و پنمن<sup>۴</sup>، ۱۹۸۹؛ برنارد و استوبر<sup>۵</sup>، ۱۹۹۰؛ ماینس و هند<sup>۶</sup>، ۱۹۹۶). در ادامه اسلون<sup>۷</sup> (۱۹۹۶) شواهدی حاکی از گمراه‌کننده بودن جزء تعهدی سود فراهم نمود و پس از آن بر اساس مفروضات وی تحقیقات بسیاری در این حوزه بسط یافت.

اکثر پژوهش‌های انجام شده در این حوزه علت گمراختگی اجزای تعهدی سود را پایداری اندک جزء تعهدی نسبت به جزء نقدی آن می‌دانند (اسلون، ۱۹۹۶؛ ژای<sup>۸</sup>، ۲۰۰۱؛ عظیمی، ۱۳۹۲؛ آلن و همکاران، ۲۰۱۳؛ فدیک و همکاران<sup>۹</sup>، ۲۰۱۳؛ شهریاری و سلیم، ۱۳۹۳؛ هریبار و یهودا<sup>۱۰</sup>، ۲۰۱۴). از طرفی بر اساس دو تئوری رقابتی<sup>۱۱</sup> و علامت‌دهی<sup>۱۲</sup>، ویژگی شرکت‌ها طی مراحل مختلف چرخه عمرشان متفاوت بوده و این ویژگی‌های متفاوت روی نحوه گزارشگری و کیفیت سود<sup>۱۳</sup> آنها تاثیرگذار است (مرادی و اسکندر، ۱۳۹۳). شواهد حاصل از پژوهش‌های تجربی نیز موید این موضوع و حاکی از آن است که در مراحل مختلف چرخه عمر<sup>۱۴</sup> شرکت‌ها ابعاد مختلف کیفیت سود، از جمله پایداری آن متفاوت است (ام‌نیف<sup>۱۵</sup>، ۲۰۰۹؛ چن<sup>۱۶</sup>، ۲۰۱۰؛ مرادی و اسکندر، ۱۳۹۳؛ صالح و همکاران<sup>۱۷</sup>، ۲۰۱۳). بنابراین انتظار می‌رود که نحوه

قیمت‌گذاری سود و اجزای آن نیز در مراحل مختلف چرخه عمر شرکت‌ها متفاوت باشد.

در گذشته چندی از محققین نظیر اسلون (۱۹۹۶)، ژای (۲۰۰۱)، عظیمی (۱۳۹۲)، آلن و همکاران (۲۰۱۳)، فدیک و همکاران (۲۰۱۳) و شهریاری و سلیم (۱۳۹۳) نحوه قیمت‌گذاری سود و اجزای آن را بررسی کردند. تا جایی که بررسی‌ها نشان می‌دهد نحوه قیمت‌گذاری سود و اقلام نقدی و تعهدی طی چرخه عمر تنها توسط هریبار و یهودا (۲۰۱۴) مورد مطالعه قرار گرفته است. اما ایشان نیز تنها اقلام تعهدی سرمایه در گردش را مورد توجه قرار دادند. اقلام تعهدی سرمایه در گردش طبق ادبیات دارای اجزایی نظیر اقلام تعهدی اختیاری و غیراختیاری (ژای، ۲۰۰۱؛ شهریاری و سلیم، ۱۳۹۳) یا اقلام تعهدی خوب و خطای برآورد (آلن و همکاران، ۲۰۱۳) است. بنابراین طبق بررسی‌ها چگونگی قیمت‌گذاری اجزای اقلام تعهدی طی چرخه عمر تا کنون واکاوی نشده است. در تحقیق حاضر تلاش می‌شود این خلاء تحقیقاتی پوشش یابد.

شناسایی نحوه قیمت‌گذاری سود و اجزای آن می‌تواند یکی از عوامل موثر بر پیش‌بینی بازده را برجسته سازد (مشایخی و همکاران، ۱۳۸۹). پیش‌بینی بازده خود عامل مهمی برای قیمت‌گذاری سهام محسوب می‌شود. بدیهی است که ارزشیابی نادرست سهام می‌تواند به شکست بازار و تخصیص نابهینه منابع کمیاب بی‌انجامد، فرآیند انباشت و توزیع کارآمد سرمایه را با مشکل مواجه سازد و صرفه‌جویی‌های ناشی از مقیاس، توسعه اقتصادی و رفاه اجتماعی دچار خطر شود (عظیمی یانچشمه، ۱۳۹۲). بنابراین شناسایی عوامل قیمت‌گذاری نادرست اجزای سود که خود مانعی برای ارزیابی و پیش‌بینی بازده توسط سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود از این حیث دارای اهمیت و ضرورت است.

همانطور که عنوان شد محققان عامل سردرگمی سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری سود را پایداری متفاوت اجزای سود دانسته‌اند و طبق تئوری‌های موجود (یعنی علامت‌دهی و رقابتی) کیفیت سود شرکت‌ها (از

این عقیده باید در مبانی فرضیه اسلون (۱۹۹۶) جستجو شود.

اسلون (۱۹۹۶) دلیل تکرارپذیری کمتر اقلام تعهدی<sup>۱۹</sup> را حاصل مواردی چون ذخایر اختیاری، سطوح غیرعادی استهلاک و شیوه‌های متفاوت ارزیابی موجودی می‌داند که موجب ایجاد اقلامی می‌شود که احتمال تکرار آنها در سودهای دوره‌های آتی کمتر است. وی با تاکید بر فرضیه تمرکز ساده‌انگارانه سرمایه‌گذاران اعتقاد بر گمراه‌کنندگی اقلام تعهدی داشت.

پس از اسلون (۱۹۹۶) دو رویکرد تحقیقاتی بوجود آمد که با تاکید بر تجزیه اقلام تعهدی، در راستای شناخت جز گمراه‌کننده اقلام تعهدی اهتمام ورزیدند: رویکرد اقلام تعهدی اختیاری<sup>۲۰</sup> و غیراختیاری<sup>۲۱</sup> و رویکرد خطای برآورد اقلام تعهدی<sup>۲۲</sup>. در رویکرد اول چنین استدلال می‌شود که چون اقلام تعهدی اختیاری قابل دستکاری است و به احتمال زیاد از سوی مدیران دستکاری می‌شود، محتوای اطلاعاتی گمراه‌کننده داشته و سرمایه‌گذاران را در برآورد سودآوری و بازده آتی سردرگم می‌کند (ژای، ۲۰۰۱). در رویکرد دوم چنین استدلال می‌شود که لزوماً تمام اقلام تعهدی اختیاری مورد دستکاری قرار نمی‌گیرد. بلکه بخشی از این اقلام در معرض دستکاری قرار نمی‌گیرند. این بخش منافع آتی را درست منعکس کرده و موجب گمراهی نمی‌شود. در عوض علاوه بر جز گمراه‌کننده اقلام تعهدی اختیاری، ممکن است بخشی از اقلام تعهدی غیراختیاری نیز منافع آتی را به درستی انعکاس ندهد و گمراه‌کننده باشد. در این رویکرد مجموع اقلام تعهدی که تصویر نادرستی از منافع آتی ارائه می‌دهد خطای برآورد اقلام تعهدی نامیده می‌شود و اعتقاد بر آن است که این خطای برآورد عامل گمراهی است (فدیک، ۲۰۱۳).

آلن و همکاران (۲۰۱۳) ضمن پشتیبانی از رویکرد اخیر معتقدند که آنچه محققان پیشین به عنوان خطای برآورد مورد مطالعه قرار دادند، شامل بخشی از اقلام تعهدی است که منافع آتی را بدرستی منعکس می‌کند. ایشان معتقدند که اقلام تعهدی سرمایه<sup>۲۳</sup> در

جمله پایداری سود) طی مراحل مختلف چرخه عمر متفاوت است. بنابراین انتظار می‌رود نحوه قیمت‌گذاری هر یک از اجزای سود در مراحل مختلف چرخه عمر متفاوت باشد. این موضوع با مدنظر قراردادن اهمیت شناخت قیمت‌گذاری سود و خلاء تحقیقاتی موجود، انگیزه‌ای شد تا محققان با تاکید بر تفکیک جز تعهدی سود و بررسی قیمت‌گذاری این اجزا در مراحل مختلف چرخه عمر، نگاهی موشکافانه‌تر به نحوه قیمت‌گذاری سازه‌های نقدی و تعهدی را هدف تحقیق قرار دهند.

بنابراین محققان دنبال یافتن پاسخ این پرسش‌ها هستند که آیا نحوه قیمت‌گذاری اجزای نقدی و تعهدی سود طی چرخه عمر شرکت‌ها متفاوت است؟ این تفاوت منطبق با کدام یک از تئوری‌های رقیب علامت‌دهی و رقابتی است؟

نتایج این تحقیق می‌تواند نشان دهد که جزء نقدی سود، اقلام تعهدی مربوط به رشد سرمایه در گردش و نوسانات موقت سرمایه در گردش و خطای برآورد اقلام تعهدی در مراحل مختلف چرخه عمر، بیشتر یا کمتر از واقع قیمت‌گذاری می‌شود. همچنین قیمت‌گذاری این اقلام در مراحل چرخه عمر مقایسه می‌شود و این قیاس نشان خواهد داد که چگونگی قیمت‌گذاری اقلام یاد شده طی این مراحل یکسان یا متفاوت است.

## ۲- مبانی نظری و مروری بر پیشینه پژوهش

### ۲-۱- پیشینه نظری

**گمراه‌کنندگی اجزای سود:** سود حسابداری، این معیار مهم مالی، دو جزء نقدی و تعهدی را دربر دارد. اما هر یک از این اجزاء پایداری متفاوتی دارند. پایداری سود<sup>۱۸</sup> به معنای تکرارپذیری یا استمرار سود جاری است. این ویژگی سود و اجزای آن یکی از معیارهای کیفیت سود بوده که به طور کلی هر چه بیشتر باشد، شرکت توان بیشتری برای حفظ سودهای جاری دارد. به طور کلی نظر محقق و کارشناسان بر آن است که جزء تعهدی سود نسبت به جزء نقدی آن پایداری کمتری دارد (آلن و همکاران، ۲۰۱۳). ریشه

مرحله رشد تاکید دارد. طبق این تئوری شرکت‌های رشدی تمایل دارند با ارائه اطلاعات با کیفیت فرصت-های رشد و عملکرد آتی مطلوب خود را در معرض نمایش قرار دهند و پس از رسیدن به بلوغ اهمیت چنین امری برایشان کاهش‌یابد (مرادی و اسکندر، ۱۳۹۳).

بنابراین می‌توان ادعا کرد که در صورت برقراری تئوری رقابتی گمراه‌کنندگی سود در مرحله رشد نسبت به مرحله بلوغ بیشتر است. از طرف دیگر در صورت وجود تئوری علالت‌دهی این استدلال معکوس خواهد بود. یعنی اجزای سود در مرحله بلوغ نسبت به مرحله رشد گمراه‌کننده تر خواهد بود. گمانه‌زنی در این مورد منوط به بررسی شواهد تجربی است.

## ۲-۲- پیشینه پژوهش

**چرخه عمر و کیفیت سود:** در ادبیات حسابداری پژوهش‌های متفاوتی حول تاثیر چرخه عمر بر کیفیت سود انجام شده است. ام‌نیف (۲۰۰۹) در تحقیق خود نشان داد از آنجا که پیش‌بینی سود برای شرکت‌های جوان نسبت به شرکت‌های مسن دشوارتر است، هر چه عمر شرکت بیشتر باشد صحت و کیفیت سود پیش‌بینی شده آنها بیشتر خواهد شد.

نتایج استا و قیطاسی (۱۳۹۱) از آن حکایت دارد که بیشترین میزان استفاده از ارقام تعهدی اختیاری در مرحله رشد و کمترین میزان آن در مرحله بلوغ است. در واقع با توجه به آنکه در پژوهش‌های متعددی نظیر ژای (۲۰۰۱) و شهریاری و سلیم (۱۳۹۳) دلیل پایداری کمتر ارقام تعهدی نسبت به وجه نقد را ارقام تعهدی اختیاری می‌دانند، می‌توان چنین عنوان کرد که پایداری ارقام تعهدی در مرحله رشد کمتر از سایر مراحل است.

واروساویتارانا<sup>۲۷</sup> (۲۰۱۴) بر اساس تحقیق خود چنین استنتاج کرده است که چون در مرحله رشد سودآوری اثر کمتری بر بقای شرکت‌های دارد، آنها برای حفظ مزیت رقابتی خود سودهایی گزارش می‌کنند که از کیفیت نامطلوبی برخوردار است.

گردش شامل دو بخش ارقام تعهدی خوب<sup>۲۴</sup> (ارقامی که تصویر مناسبی از منافع آتی ارائه می‌دهند) و خطای برآورد ارقام تعهدی است. ارقام تعهدی خوب به نوبه خود از دو جز ارقام تعهدی مربوط به رشد شرکت<sup>۲۵</sup> و ارقام تعهدی مربوط به نوسانات موقت سرمایه در گردش<sup>۲۶</sup> تشکیل شده که محققان پیشین ارقام تعهدی مربوط به رشد شرکت و خطای برآورد را بدرستی تفکیک نکردند. پژوهش حاضر برای شناخت ناهنجاری ارقام تعهدی بر مدل آلن و همکاران (۲۰۱۳) متکی است.

**چرخه عمر شرکت‌ها و کیفیت سود:** چرخه عمر شرکت‌ها شامل چهار مرحله شروع، رشد، بلوغ و افول است. شرکت‌ها در مرحله رشد دارایی‌های نسبتاً اندکی داشته و ریسک عملیاتی بالایی را تجربه می‌کنند، همچنین بخش بزرگی از ارزش شرکت از فرصت‌های رشد آتی نشأت می‌گیرد. حین خیز شرکت‌ها به سمت مرحله بلوغ، سود و درآمد عملیاتی آنها به سرعت رشد کرده و مثبت می‌شود. مقارن با این افزایش رشد، فرصت‌های سودآوری کم‌تر می‌شود، رقابت از راه می‌رسد و رفته رفته بازار محصولات شرکت اشباع می‌شود. در نتیجه، نرخ رشد شرکت‌ها کاهش می‌یابد. در مرحله افول، فروش و درآمد شرکت تنزل و ظرفیت بلااستفاده تولید افزایش می‌یابد. احتمالاً در این مرحله جریان‌های حاصل از سرمایه‌گذاری‌ها با نرخ کاهنده تداوم می‌یابد. در این مرحله ارزش شرکت از دارایی‌های موجود آن مشتق می‌شود (هریبار و یهودا، ۲۰۱۴).

شرکت‌ها در هر مرحله از حیات خود سیاست‌های مشخصی را دنبال می‌کنند که بخشی از پیامد این سیاست‌ها در اطلاعات حسابداری تبلور می‌یابد. در این زمینه دو دیدگاه رقیب وجود دارد: تئوری رقابتی و تئوری علامت‌دهی. دیدگاه اول بر این عقیده مؤکد است که شرکت‌های رشدی برای حذف ریسک از دست دادن مزیت رقابتی خود تمایل دارند اطلاعات با کیفیت پایین‌تر ارائه دهند و پس از رسیدن به بلوغ کیفیت اطلاعاتشان را افزایش می‌دهند. در مقابل، تئوری علامت‌دهی بر کیفیت بیشتر اطلاعات در

مرادی و اسکندر (۱۳۹۳) نیز تاثیر مراحل چرخه عمر روی کیفیت سود را مورد بررسی قرار دادند. تحقیق ایشان مشتمل بر چهار معیار برای کیفیت سود بود و نتایج آن نشان داد که محافظه‌کاری و مربوط بودن ارزش از مراحل چرخه عمر تاثیر نمی‌پذیرند. اما معیارهای پیش‌بینی‌کنندگی و پایداری سود طی چرخه عمر شرکت‌ها متفاوت است. طی این تحقیق مشخص شد که پایداری سود شرکت‌ها در مرحله افول نسبت به سایر مراحل کمتر است.

ناگار و رادهاکریشن<sup>۲۸</sup> (۲۰۱۷) در تحقیق خود کیفیت سود شرکت‌های هندی را طی چرخه عمر بررسی کردند. ایشان از مدیریت سود به عنوان سنججه کیفیت سود استفاده کردند و به این نتیجه دست یافتند که کیفیت سود شرکت‌ها در مرحله بلوغ نسبت به سایر مراحل بیشتر است.

**قیمت‌گذاری اجزای سود:** پس از پیشگام عرصه پژوهشی قیمت‌گذاری اجزای سود، یعنی اسلون (۱۹۹۶)، تئو و همکاران<sup>۲۹</sup> (۱۹۹۸) گام را فراتر نهاده و با بکارگیری مدل جونز به تفکیک ارقام تعهدی جاری به غیراختیاری و اختیاری پرداختند و در راه شناخت پایداری اجزای ارقام تعهدی و رابطه آن‌ها با بازده آتی سهام اهتمام ورزیدند. ایشان در تحقیق خود شواهدی از وجود رابطه منفی بین ارقام تعهدی اختیاری و بازده آتی سهام شرکت‌های عرضه‌کننده اولیه و ثانویه سهام فراهم نمودند.

ژای (۲۰۰۱) نیز با استفاده از مدل جونز، ارقام تعهدی را به دو قسم ارقام تعهدی غیراختیاری و ارقام تعهدی اختیاری تفکیک نموده و به بررسی موضوع مورد بحث پرداخت. نتیجه تحقیق وی اندکی با محققین قبلی متفاوت و بدین قرار بود که ارقام تعهدی غیراختیاری پایدارتر از ارقام تعهدی اختیاری است و البته هر دو جزء یاد شده نسبت به جریان‌های نقد پایداری کمتری دارند. همچنین سرمایه‌گذاران هر دو جزء ارقام تعهدی مورد نظر آنها را بیش از واقع قیمت‌گذاری می‌کنند، اما این امر در ارقام تعهدی اختیاری بیشتر می‌باشد.

زاچ<sup>۳۰</sup> (۲۰۰۶) نیز در تحقیق خود با تاکید بر تفکیک ارقام تعهدی سرمایه در گردش به غیر اختیاری و اختیاری شواهدی مستند نمودند که بر اساس آن قیمت‌گذاری بیش از حد کل ارقام تعهدی را پیامد قیمت‌گذاری بیش از اندازه ارقام تعهدی اختیاری می‌دانند.

چان و همکاران<sup>۳۱</sup> (۲۰۰۶) به بررسی رابطه بین اجزای ارقام تعهدی سرمایه در گردش و بازده آتی سهام پرداختند. بر اساس شواهد بدست آمده در تحقیق ایشان تنها ارقام تعهدی اختیاری و برخی از ارقام تعهدی جاری خاص مثل حساب‌های دریافتی و موجودی کالا با بازده آتی سهام رابطه‌ای منفی و معنادار دارند.

اگنوا<sup>۳۲</sup> (۲۰۰۸) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین ارقام تعهدی سرمایه در گردش با بازده سهام پرداخت و نشان داد که بین ارقام تعهدی با بازده آتی سهام ارتباط منفی و معناداری وجود دارد.

فدیک و همکاران (۲۰۱۳) به دنبال پاسخی برای این پرسش که آیا برگشت ارقام تعهدی سرمایه در گردش می‌تواند توجیه‌کننده ناهنجاری‌های شناسایی شده توسط اسلون (۱۹۹۶) باشد یا خیر؟، شواهدی مستند نمودند که بر مبنای آن برگشت ارقام تعهدی اعم از خطای برآورد و سایر ارقام تعهدی می‌تواند ناهنجاری مذکور را توجیه کند.

نتایج تحقیق آلن و همکاران (۲۰۱۳) بیانگر آن است که خطای برآورد ارقام تعهدی نسبت به سایر اجزای تشیکل دهنده سود عملیاتی پایداری کمتری دارد. به علاوه شواهد پژوهش ایشان حاکی از آن است که تمامی اجزای ارقام تعهدی نسبت به جزء نقدی سود تکرارپذیری کمتری دارد. همچنین این پژوهشگران با توجه به شواهد حاصله نتیجه می‌گیرند که ترکیبی از سازه‌های تعهدی خوب مربوط به رشد شرکت و خطای برآورد ارقام تعهدی موجب بروز رابطه منفی ارقام تعهدی با بازده آتی می‌گردد.

هریبار و یهودا (۲۰۱۴) نیز با بررسی نحوه قیمت‌گذاری اجزای نقدی و تعهدی سود در دوره‌های مختلف چرخه عمر شرکت‌ها به این نتیجه دست

به سه گروه رژیم گزارشگری نیم‌ساله از سال ۱۹۸۲ تا ۱۹۸۵، رژیم گزارشگری سه‌ماهه سال‌های ۱۹۸۶ تا ۱۹۸۷ و رژیم گزارشگری ماهانه تقسیم کردند. شواهد این تحقیق نشان داد که تغییر از رژیم گزارشگری نیم‌ساله به سه‌ماهه و از رژیم گزارشگری سه‌ماهه به ماهانه موجب افزایش محتوای اطلاعاتی ارقام تعهدی سالانه و کاهش قیمت‌گذاری نادرست این ارقام می‌شود. البته این اثرگذاری در مورد تغییر از رژیم سه‌ماهه به ماهانه کمتر است.

آلام<sup>۳۵</sup> و همکاران (۲۰۱۸) تاثیر کیفیت ارقام تعهدی بر قیمت‌گذاری سود را مورد بررسی قرار دادند. ایشان در یک حرکت نوآورانه برای آزمون قیمت‌گذاری سود به جای استفاده از ارتباط سود و بازده غیرعادی از ارتباط بین سود و شکاف اعتباری<sup>۳۶</sup> استفاده نمودند. ایشان نشان دادند که با تقلیل کیفیت ارقام تعهدی ارتباط بین سود و شکاف اعتباری کاهش می‌یابد. آنها از این شواهد نتیجه می‌گیرند که کاهش کیفیت ارقام تعهدی قیمت‌گذاری نادرست سود را تشدید می‌کند.

به طور کلی شواهد پژوهش‌ها حاکی از آن است که چرخه عمر می‌تواند کیفیت و پایداری سود را تحت تاثیر قرار دهد. همچنین، طبق فرضیه اسلون (۱۹۹۶) و شواهد تجربی، قیمت‌گذاری سود خود از تکرارپذیری و کیفیت سود متاثر می‌شود. بنابراین انتظار می‌رود نحوه قیمت‌گذاری اجزای سود در مراحل مختلف چرخه عمر متفاوت باشد. از سوی دیگر، شواهد پژوهش مرادی و اسکندر (۱۳۹۳) با تئوری رقابتی سازگار است. بنابراین به نظر می‌رسد که قیمت‌گذاری نادرست اجزای سود در مرحله رشد نسبت به سایر مراحل چرخه عمر بیشتر باشد.

### ۳- روش‌شناسی پژوهش

در این تحقیق با استفاده از ضوابط زیر و با توجه به دردسترس بودن داده‌های مورد نیاز تعداد ۷۸ شرکت از شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۳ تا ۱۳۹۴ (۱۲ سال) به عنوان انتخاب شد و با توجه اتخاذ رویکرد داده‌های ترکیبی

یافتند که هر دو جزء یاد شده طی دوران رشد، بلوغ و افول شرکت‌ها به صورت نادرستی قیمت‌گذاری می‌شود. اما در مراحل اولیه چرخه عمر این خطا بیشتر است.

عظیمی یانچشمه (۱۳۹۲) در تحقیق خود با کاربست رویکرد کل ارقام تعهدی به بررسی رابطه بین پایداری ارقام تعهدی کل شرکت و بازده سهام پرداخته است. یافته‌های پژوهش وی نشان می‌دهد بین ارقام تعهدی و بازده سهام رابطه منفی وجود ندارد.

شهریاری و سلیم (۱۳۹۳) نیز با تاکید بر ارقام تعهدی جاری و تفکیک آن به دو بخش اختیاری و غیراختیاری به آزمون قیمت‌گذاری ارقام تعهدی پرداختند. ایشان شواهدی ارائه می‌نمایند که قیمت‌گذاری بیش از واقع ارقام تعهدی اختیاری و غیراختیاری و تکرارپذیری کمتر این ارقام نسبت به وجه نقد را تأیید می‌کند.

کورنل<sup>۳۳</sup> و همکاران (۲۰۱۷) در تحقیق خود تاثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر قیمت‌گذاری نادرست احساسی سرمایه‌گذاران را بررسی کردند. شواهد این تحقیق گویای آن است که هر چه کیفیت اطلاعات حسابداری بیشتر باشد قیمت‌گذاری نادرست احساسی سرمایه‌گذاران کاهش می‌یابد. همچنین یافته‌های آنها نشان داد هنگامی که حساسیت سرمایه‌گذاران نسبت به قیمت‌گذاری بیشتر باشد تحلیل‌گران گزارش‌هایی منتشر می‌کنند که مطلوب سرمایه‌گذاران باشد. این رفتار تحلیل‌گران حتی در شرکت‌هایی که سود آنها بیش از واقع قیمت‌گذاری شده باشد نیز قابل مشاهده است. این محققان نشان دادند که کیفیت اطلاعات حسابداری می‌تواند این رفتار تحلیل‌گران را تحت تاثیر قرار دهد. شواهد آنها گویای آن است که اطلاعات حسابداری با کیفیت این رفتار تحلیل‌گران را تضعیف می‌کند.

تی‌ساو<sup>۳۴</sup> و همکاران (۲۰۱۸) رابطه بین تناوب گزارشگری مالی اجباری و ناهنجاری ارقام تعهدی را مورد بررسی قرار دادند. آنها بر اساس تغییرات الزامات تناوب گزارشگری در تایوان، دوره نمونه تحقیق خود را

ایویوز متغیرهای تحقیق محاسبه شد. برای آزمون فرضیه‌ها نیز نرم‌افزار ایویوز مورد استفاده قرار گرفت. جدول (۱) فهرست متغیرهای تحقیق، نحوه اندازه‌گیری و نماد آنها را منعکس می‌کند. تجزیه ارقام تعهدی سرمایه در گردش از طریق مدل رگرسیونی زیر انجام شده است:

$$ACC_{i,t} = \alpha + \underbrace{\beta_1 SGR_{i,t} + \beta_2 EMPGR_{i,t}}_{GROWTH} + \underbrace{\beta_3 CF_{i,t-1} + \beta_4 CF_{i,t} + \beta_5 CF_{i,t+1}}_{MATCH} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

توضیح نمادها و نحوه اندازه‌گیری متغیرهای این مدل در جدول (۱) ارائه شده است. این رگرسیون با تاکید بر قضیه حد مرکزی در سطح صناعی اجرا شد که حداقل ۳۰ مشاهده سالم در آنها وجود داشته باشد. تمام اجزای این مدل نسبت به میانگین دارایی-های دوره همگن شده است (آلن و همکاران، ۲۰۱۳).

نمونه‌ای به حجم ۹۳۶ مشاهده سال - شرکت پدید آمد:

الف) شرکت‌های منتخب باید در تمام سال‌های بازه یاد شده جزء شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بوده باشند.

ب) جزء بانک‌ها و موسسات اعتباری، بیمه و بازنشستگی، واسطه‌گری‌های مالی و پولی و سرمایه‌گذاری‌ها قرار نباشند.

ج) سال مالی آنها منطبق بر سال شمسی باشد و طی بازه زمانی یاد شده تغییر نکرده باشد.

د) در صنایع مربوط به آنها حداقل دو شرکت دیگر نیز موجود باشد. دلیل اعمال چنین قیدی در توضیحات مدل اول (رگرسیون تجزیه ارقام تعهدی) تشریح شده است.

پس از تعیین نمونه، داده‌های تحقیق از طریق پایگاه اینترنتی "کدال" و نرم افزار "تی-اس-ای کلاینت" استخراج و با استفاده از نرم افزار اکسل و

جدول ۱- فهرست متغیرها، نحوه اندازه‌گیری آنها و نماد های استفاده شده در مدل‌ها

نماد	متغیر	نحوه اندازه‌گیری
ACC	ارقام تعهدی سرمایه در گردش	تغییرات دارایی‌های جاری منهای تغییرات وجه نقد و بدهی‌های جاری به علاوه تغییرات در ذخیره مالیات و تسهیلات مالی کوتاه مدت (آلن و همکاران، ۲۰۱۳)
SGR	نرخ رشد فروش	تغییرات سالانه فروش تقسیم بر فروش اول سال (آلن و همکاران، ۲۰۱۳)
EMPGR	نرخ رشد کارکنان	تغییرات سالانه کارکنان تقسیم بر تعداد کارکنان اول سال (آلن و همکاران، ۲۰۱۳)
CF	جریان نقد عملیاتی	ماه‌التفاوت ارقام تعهدی و سود عملیاتی قبل از کسر استهلاک و ارقام عملیاتی استثنایی (آلن و همکاران، ۲۰۱۳)
GROWTH	ارقام تعهدی مربوط به رشد سرمایه در گردش	قسمت اول مدل (۱) (آلن و همکاران، ۲۰۱۳)
MATCH	ارقام تعهدی مربوط به نوسانات موقت سرمایه در گردش	قسمت دوم مدل (۱) (آلن و همکاران، ۲۰۱۳)
ERROR	خطای برآورد ارقام تعهدی	پسماند مدل (۱) (آلن و همکاران، ۲۰۱۳)
INC	سود	سود عملیاتی قبل از کسر استهلاک و ارقام عملیاتی استثنایی (هریبار و پهودا، ۲۰۱۴)
SIZERET	بازده غیرعادی تعدیل شده به ازای اندازه	تفاوت میان بازده خرید و نگهداشت سالانه شرکت و بازده سبد دهکی بر حسب اندازه بازار می‌باشد. به منظور در نظر گرفتن فاصله پایان سال مالی تا انتشار صورت‌های مالی، بازده خرید و نگهداشت طی یک دوره یک ساله مختوم به چهار ماه پس از پایان سال مالی محاسبه گردید (شهریاری و سلیم، ۱۳۹۳).

۱۳۹۳). مدل مذکور برای این تحقیق به صورت زیر بسط یافت:

مدل (۲)

$$INC_{i,t+1} = \alpha_1 + \beta_1 CF_{i,t} + \beta_3 GROWTH_{i,t} + \beta_4 MATCH_{i,t} + \beta_5 ERROR_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$SIZERET_{i,t+1} = \alpha_2 + \alpha_3 (INC_{i,t+1} - \alpha_1 - \gamma_1 CF_{i,t} - \gamma_3 GROWTH_{i,t} - \gamma_4 MATCH_{i,t} - \gamma_5 ERROR_{i,t}) + \varepsilon_{i,t}$$

چنانچه ضریب هر جزء از اجزای سود در معادله اول (پیش بینی) کوچکتر از ضریب متناظر خود در معادله دوم (ارزش گذاری) باشد و آزمون والد فرض برابری آنها را رد کند، به معنای قیمت گذاری بیش از واقع جزء مربوطه خواهد بود. رد فرض برابری دو ضریب در حالت عکس، یعنی قیمت گذاری جزء مربوطه کمتر از واقع بوده است (اسلون، ۱۳۹۶؛ ژای، ۲۰۰۱؛ شهریاری و سلیم، ۱۳۹۳). این سیستم معادلات در هر مرحله از چرخه عمر شرکتها اجرا و نتایج آن در بخش بعدی ارائه شد.

#### ۴- شاخص های توصیفی متغیرها

جدول (۳) شاخص های توصیفی متغیرهای تحقیق را ارائه می کند. خاطرنشان کردن این نکته حائز اهمیت است که تمام داده ها در سطح ۲/۵ درصد وینزوریزه شده اند تا اثر مشاهدات پرت بر نتایج تحقیق اطمینان حذف شود. همانطور که مشاهده می شود مقادیر بیشینه و کمینه متغیرها فاصله بزرگی از میانگین و میانه ندارند و انحراف معیار متغیرها بیش از اندازه معمول بزرگ نیست.

جدول ۳- آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	بیشینه	کمینه
سود	۰/۲۹	۰/۲۸۴	۰/۱۷۳	۰/۸۲۳	-۰/۲۷۳
اقدام تعهدی	۰/۰۶۳	۰/۰۵۸	۰/۱۷۱	۰/۵۲۸	-۰/۳۷۱
نرخ رشد فروش	۰/۱۹۷	۰/۱۷۸	۰/۴۱۷	۱/۱۹۷	-۰/۷۹۹
نرخ رشد کارکنان	-۰/۰۰۹	-۰/۰۰۸	۰/۱۴۷	۰/۳۴۸	-۰/۳۴۹
جریان نقد عملیاتی	۰/۱۳۹	۰/۱۲۸	۰/۱۷۴	۰/۵۴۸	-۰/۳۴۸
اقدام تعهدی مربوط به رشد	۰/۰۹۲	۰/۰۸۹	۰/۰۷۶	۰/۳۱۰	-۰/۱۵۰
اقدام تعهدی مربوط به نوسانات	۰/۰۲۹	-۰/۰۲۸	۰/۱۱۱۷	۰/۲۲۰	-۰/۳۰۰
خطای برآورد اقدام تعهدی	-۰/۰۰۰	-۰/۰۰۲	۰/۰۸۱	۰/۲۱۰	-۰/۲۰۰
بازده غیرعادی تعدیل شده	۰/۰۱۶	۰/۰۱۵	۰/۳۶	۰/۲۸	-۰/۳۹

برای تفکیک چرخه عمر شرکتها به سه مرحله رشد، بلوغ و افول از رویه استفاده شده توسط مرادی و اسکندر (۱۳۹۳) استفاده شد. در این شیوه سه معیار نرخ رشد فروش، نرخ رشد هزینه های سرمایه ای و سن شرکت به سه طبقه تفکیک می شوند و مشاهدات طبق جدول (۲) در زمره یکی از سه مرحله مذکور جای می گیرند.

#### جدول ۲- چگونگی دسته بندی مشاهدات در سه

##### مرحله چرخه عمر

مرحله چرخه عمر	نرخ رشد فروش	نرخ رشد هزینه های سرمایه ای	عمر شرکت
رشد	بالا	بالا	جوان
بلوغ	متوسط	متوسط	بالغ
افول	پایین	پایین	پیر

در این تحقیق برای آزمون قیمت گذاری اجزای سود از یک سیستم معادلات همزمان بازگشتی استفاده شده است. این سیستم اولین بار توسط میشکین<sup>۳۷</sup> در سال ۱۹۸۳ طراحی شده و به نام وی شناخته می شود. در این سیستم یک معادله پیش بینی و یک معادله قیمت گذاری وجود دارد که در معادله پیش بینی سود آتی به عنوان متغیر وابسته و اجزای سود در سال جاری به عنوان متغیرهای مستقل قرار می گیرند. در معادله ارزش گذاری بازده غیرعادی آتی به عنوان متغیر وابسته و سود آتی به همراه اجزای آن در سال جاری به عنوان متغیرهای مستقل قرار می - گیرند (اسلون، ۱۳۹۶؛ ژای، ۲۰۰۱؛ شهریاری و سلیم،



با توجه به آنکه ضریب وجه نقد در معادله پیش-بینی از ضریب متناظر آن در معادله ارزش‌گذاری بزرگتر و اختلاف آنها معنی‌دار است می‌توان عنوان نمود که در مرحله رشد وجه نقد عملیاتی کمتر از واقع قیمت‌گذاری می‌شود. در واقع وجه‌نقد عملیاتی توسط سرمایه‌گذاران کمتر از آنچه که باید ارزش‌شان می‌شوند.

از سوی دیگر ضریب تک تک اجزای اقلام تعهدی در مدل پیش‌بینی از ضریب متناظر خود از مدل قیمت‌گذاری کوچکترند. بنابراین در این مرحله از چرخه عمر تمام سازه‌های اقلام تعهدی بیشتر از واقع قیمت‌گذاری می‌شوند. یعنی سرمایه‌گذاران ارزش اجزای اقلام تعهدی را بیش از آنچه که باید تصور می‌کنند. دلیل شواهد بدست آمده احتمالاً پایداری کمتر اجزای تعهدی نسبت به پایداری جریان نقد عملیاتی است. در واقع سرمایه‌گذاران نمی‌توانند پایداری اجزای سود را بدرستی تشخیص دهند.

این امر نشان‌دهنده کارایی استفاده از فن مذکور در حذف مشاهدات پرت است. میانگین خطای برآورد اقلام تعهدی در نمونه تحقیق بسیار کوچک است. از آنجا که این متغیر پسماند مدل (۱) است مقدار میانگین بدست آمده منطقی جلوه می‌نماید.

#### ۵- یافته‌های پژوهش

مرحله رشد: جدول (۴) خلاصه‌ای از اطلاعات سیستم معادلات برآورد شده برای مشاهدات مرحله رشد ارائه می‌کند. همانطور که بخش اول این جدول نشان می‌دهد تمام ضرایب برآوردی در هر دو مدل معنی‌دار است. یعنی تمام احتمال‌ها در دو معادله از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ کمتر است. اختلاف ضرایب دو رگرسیون نیز طبق آزمون برابری ضرایب معنی‌دار است. زیرا احتمال اختلاف تمام ضرایب از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ کوچکتر است.

جدول ۴- خلاصه نتایج برآورد الگوی (۲) در نمونه مشاهدات رشدی

بخش اول - برآورد ضرایب:		ضرایب مدل پیش‌بینی		ضرایب مدل ارزش‌گذاری			
اجزای سود		ضریب (β)	آماره	احتمال	ضریب (γ)	آماره	احتمال
جریان نقد (CF)		۰/۰۷۱	۲/۶۱	۰/۰۰۹	۰/۰۶۶	۵/۷۶	۰/۰۰۰
اقلام تعهدی مربوط به رشد (GROWTH)		۰/۰۵۹	۲/۰۷	۰/۰۳۸	۰/۰۶۲	۳/۱۸	۰/۰۰۲
اقلام تعهدی مربوط به نوسانات (MATCH)		۰/۰۴۴	۲/۳۲	۰/۰۲۰	۰/۰۵۴	۲/۰۳	۰/۰۴۱
خطای برآورد (ERROR)		۰/۰۴۲	۳/۵۵	۰/۰۰۰	۰/۰۵۸	۲/۵۲	۰/۰۱۲
بخش دوم - آزمون برابری ضرایب:		اختلاف		آماره والد		احتمال	
$\beta_{CF} = \gamma_{CF}$		۰/۰۰۵		۲/۳۰۳۷		۰/۰۲۱۵	
$\beta_{Growth} = \gamma_{Growth}$		-۰/۰۰۳		۲/۰۱۵۵		۰/۰۴۴۲	
$\beta_{Match} = \gamma_{Match}$		-۰/۰۱		۲/۱۰۷۴		۰/۰۳۵۴	
$\beta_{Error} = \gamma_{Error}$		-۰/۰۱۱		۲/۳۵۲۴		۰/۰۱۸۹	

اقلام تعهدی مربوط به رشد در دو معادله از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ کمتر است.

اختلاف ضرایب دو رگرسیون نیز طبق آزمون برابری ضرایب برای متغیرهای نقد عملیاتی، اقلام تعهدی مربوط به نوسانات و خطای برآورد اقلام تعهدی معنی‌دار است. زیرا احتمال اختلاف تمام ضرایب از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ کوچکتر است. اما

مرحله بلوغ: جدول (۵) خلاصه اطلاعات سیستم معادلات برآورد شده برای مشاهدات مرحله بلوغ را گزارش می‌کند. در بخش اول این جدول ملاحظه می‌شود که به غیر از ضریب اقلام تعهدی مربوط به رشد ضرایب برآوردی سایر متغیرها در هر دو مدل معنی‌دار است. یعنی تمام احتمال‌ها به جز احتمال مربوط به

به علاوه، با توجه به عدم معنی‌داری اختلاف ضرایب اقلام تعهدی مربوط به رشد در دو معادله، می‌توان چنین نتیجه گرفت این جزء از اجزای اقلام تعهدی در مرحله بلوغ به صورت صحیحی قیمت-گذاری می‌شود. دلیل این امر احتمالاً ثبات بیشتر اقلام تعهدی مربوط به رشد شرکت در مرحله بلوغ است. از سوی دیگر دلیل قیمت‌گذاری کمتر از واقع نقد عملیاتی، گمراهی سرمایه‌گذاران از نوسانات موقت در سرمایه در گردش و خطای برآورد اقلام تعهدی است.

اختلاف ضریب اقلام تعهدی مربوط به رشد معنی‌دار نیست. با توجه به آنکه ضریب وجه نقد در معادله پیش‌بینی از ضریب متناظر آن در معادله ارزش‌گذاری بزرگتر و اختلاف آنها معنی‌دار است می‌توان عنوان نمود که در مرحله بلوغ وجه نقد عملیاتی کمتر از واقع قیمت‌گذاری می‌شود.

از سوی دیگر چون ضریب اقلام تعهدی مربوط به نوسانات و خطای برآورد اقلام تعهدی در معادله پیش-بینی از ضریب متناظر خود از معادله قیمت‌گذاری کوچکتر است، بنابراین در این مرحله از چرخه عمر نیز این سازه‌ها بیش از واقع قیمت‌گذاری می‌شوند.

جدول ۵- خلاصه نتایج برآورد الگوی (۲) در مشاهدات بالغ

بخش اول - برآورد ضرایب:			ضرایب مدل پیش‌بینی			ضرایب مدل ارزش‌گذاری		
اجزای سود			ضریب (β)	آماره	احتمال	ضریب (γ)	آماره	احتمال
جریان نقد (CF)			۰/۰۶۹	۲/۲۹	۰/۰۲۳	۰/۰۶۷	۲/۳۱	۰/۰۲۱
اقلام تعهدی مربوط به رشد (GROWTH)			۰/۰۶۶	۱/۶۸	۰/۰۹۲	۰/۰۶۴	۱/۷۵	۰/۰۸۱
اقلام تعهدی مربوط به نوسانات (MATCH)			۰/۰۲۹	۲/۳۲	۰/۰۲۰	۰/۰۳۲	۳/۳۶	۰/۰۰۱
خطای برآورد (ERROR)			۰/۰۳۲	۳/۵۵	۰/۰۰۰	۰/۰۴۳	۲/۳۳	۰/۰۲۰
بخش دوم - آزمون برابری ضرایب:			اختلاف			آماره والد		
$\beta_{cf} = \gamma_{cf}$			۰/۰۰۲			۲/۱۳۷۱		۰/۰۳۲۹
$\beta_{growth} = \gamma_{growth}$			۰/۰۰۲			۱/۸۴۸۶		۰/۰۸۴۹
$\beta_{match} = \gamma_{match}$			-۰/۰۰۳			۴/۷۹۶۱		۰/۰۰۵۳
$\beta_{error} = \gamma_{error}$			-۰/۰۱۶			۲/۶۱۸۶		۰/۰۰۹

بزرگتر و اختلاف آنها معنی‌دار است می‌توان عنوان نمود که در مرحله افول وجه نقد عملیاتی و اقلام تعهدی مربوط به رشد شرکت کمتر از واقع قیمت-گذاری می‌شود.

از سوی دیگر چون ضریب اقلام تعهدی مربوط به نوسانات و خطای برآورد اقلام تعهدی در معادله پیش-بینی از ضریب متناظر خود در معادله قیمت‌گذاری کوچکترند، بنابراین در این مرحله از چرخه عمر نیز این سازه‌های تعهدی بیش از واقع قیمت‌گذاری می‌شوند.

#### مرحله افول: جدول (۶) خلاصه اطلاعات

سیستم معادلات برآورد شده برای مشاهدات مرحله افول را گزارش می‌کند. در بخش اول این جدول ملاحظه می‌شود که ضرایب برآوردی تمام متغیرها در هر دو مدل معنی‌دار است. یعنی تمام احتمال‌ها در دو معادله از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ کمتر است.

اختلاف ضرایب دو رگرسیون نیز طبق آزمون برابری ضرایب برای اجزای سود معنی‌دار است. زیرا احتمال اختلاف تمام ضرایب از سطح معنی‌داری ۰/۰۵ کوچکتر می‌باشد. با توجه به آنکه ضریب وجه نقد عملیاتی و اقلام تعهدی مربوط به رشد در معادله پیش‌بینی از ضریب متناظر آن در معادله ارزش‌گذاری

جدول ۶- خلاصه نتایج برآورد الگوی (۲) در مشاهدات در مرحله افول

بخش اول - برآورد ضرایب:		ضرایب مدل پیش‌بینی		ضرایب مدل ارزش‌گذاری	
اجزای سود		ضریب (β)	آماره	احتمال	ضریب (γ)
جریان نقد (CF)		۰/۰۵۳	۴/۹۲	۰/۰۰۰	۰/۰۴۹
اقدام تعهدی مربوط به رشد (GROWTH)		۰/۰۴۶	۳/۲۹	۰/۰۰۱	۰/۰۳۹
اقدام تعهدی مربوط به نوسانات (MATCH)		۰/۰۱۵	۳/۷۲	۰/۰۰۰	۰/۰۴۱
خطای برآورد (ERROR)		۰/۰۰۹	۳/۳۶	۰/۰۰۰	۰/۰۵۲
بخش دوم - آزمون برابری ضرایب:		اختلاف	آماره والد	احتمال	
$\beta_{cf} = \gamma_{cf}$		۰/۰۰۴	۳/۲۵۰۹	۰/۰۰۱۲	
$\beta_{growth} = \gamma_{growth}$		۰/۰۰۷	۳/۲۹۷۵	۰/۰۰۱۰	
$\beta_{match} = \gamma_{match}$		-۰/۰۲۶	۳/۳۳۲۹	۰/۰۰۰۹	
$\beta_{error} = \gamma_{error}$		-۰/۰۴۳	۵/۴۷۲۲	۰/۰۰۰۰	

تئوری رقابتی سازگار است. همچنین این شواهد نشان می‌دهد که مراحل چرخه عمر شرکت‌ها، دقت قیمت-گذاری اجزای سود را تحت تاثیر قرار می‌دهد. زیرا اختلاف ضرایب دو معادله از هر مرحله به مرحله دیگر تغییر می‌کند. کمترین اختلاف ضرایب در مرحله بلوغ و بیشترین اختلاف ضرایب در مرحله افول دیده می‌شود. بنابراین بیشترین و کمترین دقت قیمت‌گذاری به ترتیب در مراحل بلوغ و افول است. به نظر می‌رسد به دلیل کمبود فرصت‌های سودآوری در مرحله افول، تمایل به ارائه اطلاعات دستکاری شده از سایر مراحل بیشتر است.

#### ۶- نتیجه‌گیری و بحث

در این پژوهش سعی شد تا با بسط مدل آلن و همکاران (۲۰۱۳) به مدل میشکین، نحوه قیمت-گذاری سازه‌های سود طی مراحل مختلف چرخه عمر شرکت‌ها مورد بررسی قرار گیرد. شالوده نظری این پژوهش بر تئوری‌های علامت‌دهی و رقابتی و فرضیه اسلون (۱۹۹۶) استوار است. بر پایه این شالوده و شواهد پژوهش‌های تجربی انتظار می‌رفت که به دلیل کیفیت و پایداری بیشتر اجزای سود در مرحله بلوغ، قیمت‌گذاری این اجزا در این مرحله دقیق‌تر باشد. کاهش قدر مطلق اختلاف ضرایب متغیرها در دو معادله پیش‌بینی و ارزش‌گذاری طی گذار شرکت‌ها از

مقایسه شواهد حاصله در سه مرحله: جدول (۷) اختلاف ضرایب سیستم معادلات مندرج در بخش دوم جداول ۴ تا ۶ را مقایسه می‌کند. همانگونه که ملاحظه می‌شود قدر مطلق اختلاف قیمت‌گذاری تمام اجزای سود در مرحله رشد نسبت به مرحله بلوغ بیشتر است. در واقع دقت قیمت‌گذاری اجزای سود با گذر از مرحله رشد به مرحله بلوغ افزایش می‌یابد. به نظر این موضوع از دستکاری کمتر سود در مرحله بلوغ نشأت می‌گیرد.

جدول ۷- مقایسه اختلاف ضرایب طی سه مرحله رشد، بلوغ و افول

اختلاف	رشد	بلوغ
$\beta_{cf} = \gamma_{cf}$	۰/۰۰۵۷	۰/۰۰۲۷
$\beta_{growth} = \gamma_{growth}$	-۰/۰۰۳۷	۰/۰۰۲
$\beta_{match} = \gamma_{match}$	-۰/۰۱۷	-۰/۰۰۳۷
$\beta_{error} = \gamma_{error}$	-۰/۰۱۶۷	-۰/۰۱۱۷

علامت ✓ نشان‌دهنده معنی‌داری اختلاف ضرایب است

طبق دیدگاه رقابتی شرکت‌ها در مرحله رشد برای حذف ریسک از دست دادن مزیت رقابتی خود تمایل دارند اطلاعات مالی را دستکاری کرده و به نحوی ارائه دهند که مزیت رقابتی خود را حفظ کنند و پس از رسیدن به بلوغ به دلیل کاهش این میل کیفیت اطلاعاتشان افزایش می‌یابد. بنابراین نتیجه حاصله با

بهادار تهران. پژوهش‌های تجربی حسابداری، شماره (۸)، ۱۴۷ - ۱۶۶.

\* شهریاری، سارا؛ سلیم، فرشاد. (۱۳۹۳). بررسی و آزمون قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی غیرعادی در بورس اوراق بهادار تهران طی سال-های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹. فصلنامه علمی پژوهشی مدیریت دارایی و تامین مالی، شماره ۳، ۱-۱۶.

\* عظیمی‌یانچشمه، مجید. (۱۳۹۲). مطالعه رابطه بین اقلام تعهدی و بازده سهام. تحقیقات حسابداری و حسابرسی، شماره (۲۱)، ۸۶ - ۹۹.

\* مرادی، محمد؛ اسکندر، هدی. (۱۳۹۳). بررسی کیفیت سود طی چرخه عمر در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. دانش حسابداری، شماره (۱۹)، ۱۲۱ - ۱۳۹.

\* مشایخی، بیتا؛ فدایی نژاد، محمد اسماعیل؛ کلاته رحمانی، راحله. (۱۳۸۹). مخارج سرمایه‌ای، اقلام تعهدی و بازده. پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره اول، ۷۷-۹۹.

\* نوروش، ایرج؛ ناظمی، امین؛ حیدری، مهدی (۱۳۸۵) کیفیت اقلام تعهدی و سود با تاکید بر نقش خطای برآورد اقلام تعهدی. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره (۴۲)، ۱۳۵ - ۱۶۰.

\* Alam, P., Pu, X., Hettler, B. and Lin, H. (2018) "The pricing of accruals quality in credit default swap spreads", *Accounting and Finance*, <https://doi.org/10.1111/acfi.12368>.

\* Allen, J. E.; Larson, R. C.; Sloan, G. R. (2013). Accrual Reversals, Earnings and Stock Returns. *Journal of Accounting and Economics*, No. 56, 113-129.

\* Ball, R.; P. Brown. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, No. 6, 159-178.

\* Bernard, V.; T. Stober. (1989). The nature and amount of information reflected in cash flows and accruals. *The Accounting Review*, No. 64, 624-652.

\* Bernstein, L. (1993). *Financial Statement Analysis* (5th ed), Homewood: Irwin Inc.

مرحله رشد به بلوغ موید این گمانه است. از طرف دیگر بیشترین خطای قیت‌گذاری (اعم از بیش از واقع و کمتر از واقع) در دوره افول مشاهده شد. هر چند در مورد این موضوع در تئوری رقابتی و رقیب آن (یعنی تئوری علامت‌دهی) توجیه خاصی وجود ندارد، اما به نظر می‌رسد کاهش صحت قیمت‌گذاری در مرحله افول به دلیل دستکاری بیشتر سود توسط تهیه-کنندگان صورت‌های مالی جهت انعکاس صوری توان سودآوری بالا باشد. همانطور که در مبانی نظری عنوان شد در مرحله افول توان سودآوری شرکت‌ها کاهش می‌یابد. بنابراین بروز حالت مذکور محتمل است.

شواهد حاصل از این پژوهش با یافته‌های مرادی و اسکندر (۱۳۹۳) مبنی بر بیشتر بودن پایداری سود در مرحله بلوغ و کمتر بودن این خصیصه در مرحله افول منطبق است. اما شواهد حاصل از پژوهش هریبار و یهودا (۲۰۱۴) در مورد افزایش دقت قیمت‌گذاری اجزای سود در گذر چرخه عمر را صرفاً تا مرحله بلوغ تایید می‌نماید. شواهد پژوهش حاضر خلاف یافته‌های ایشان نشان می‌دهد که بیشترین خطای قیمت‌گذاری در مرحله افول وجود دارد.

بر اساس یافته‌های تحقیق به استفاده‌کنندگان برون‌سازمانی اطلاعات مالی نظیر سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان، تحلیلگران، کارگزاران و ... پیشنهاد می‌گردد که هنگام پیش‌بینی بازده و عملکرد آتی، ضمن تاکید بر ویژگی پایداری یا تکرار پذیری سازه-های سود، نقش و تاثیر مراحل چرخه عمر شرکت‌ها روی این ویژگی سود را نیز مدنظر قرار دهند.

#### فهرست منابع

\* استا، سهراب؛ قیطاسی، روح‌ا... . (۱۳۹۱). اثر چرخه عمر واحد تجاری بر اقلام تعهدی اختیاری. پژوهش‌های حسابداری مالی، ۴ (۱)، ۸۹ - ۱۰۳.

\* خانی، عبدا...؛ صادقی، محسن. (۱۳۹۲). تاثیر برگشت، پایداری و ناهنجاری اقلام تعهدی بر سود دوره شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

- Paper, University of Sfax, High School of Commerce.
- \* Nagar, N. and Radhakrishnan, S. (2017), "Firm Life Cycle and Real-Activity Based Earnings Management", Available at SSRN: [https://ssrn.com/abstract=27\\_01680](https://ssrn.com/abstract=27_01680).
  - \* Ogneva, M. (2008). Accruals quality and expected returns: the importance of controlling for cash flow shocks. Working paper, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1476456>.
  - \* Ou, J.; Penman, S. (1989). Financial statement analysis and the prediction of stock returns. *Journal of Accounting and Economics*, vol. 11, 295-330.
  - \* Richardson, S.; Sloan, R. G.; Soliman, M.; Tuna, I. (2006). Implication of Accounting Distortions and Growth for Accruals and Profitability. *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 3, 713-743.
  - \* Saleh, F.K.; Madrakian, H.; Ziaee, M. T. (2013). The Impact of Life Cycle on the Value-relevance of Cash Flows Versus Accrual Financial Information: An Empirical Study Based on Tehran Stock Exchange, *Management Science Letters*, No. 3, 2251-2258.
  - \* Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows?. *The Accounting Review*, No. 71, 289 - 315.
  - \* Teoh, S.; Welch, I.; Wong, T. (1998). Earning Management and Long-Run Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics*, No. 50, 63-100.
  - \* Tsao, M., Lu, H. and Keung, E. (2018) "Interim Reporting Frequency and the Mispricing of Accruals". *Accounting Horizons In-Pres.* <https://doi.org/10.2308/acch-52097>.
  - \* Tu, Y-K.; Kellet, M.; Clerehugh, V.; Gilthorpe, M. S. (2005). Problems of correlations between explanatory variables in multiple regression analyses in the dental literature. *British Dental Journal*, vol 199, 457-461.
  - \* Warusawitharana, M. (2014). Profitability and the Lifecycle of Firms, Board of Governors of the Federal Reserve System. Working paper.
  - \* Xie, H. (2001). The Mispricing of Abnormal Accruals. *The Accounting Review*, No. 76, 357-373.
  - \* Zach, T. (2006) "Evaluating the Accrual-Fixation Hypothesis as an Explanation for the Accrual Anomaly", AAA 2005 FARS
  - \* Chan, k.; Chan, L. K. C.; Jegadeesh, N.; Lakonishok, J. (2006). Earnings Quality and Stock Returns. *Journal of Business*, 79(3), 1041-1082.
  - \* Chen, X.; Yang, W.; Huang, D. (2010). Corporate Life Cycle and the Accrual Model: An Empirical Study Based on Chinese listed companies. *Frontiers of Business Research in China*, 4 (4), 580-607.
  - \* Cornell, B., Landsman, W. R. and Stubben S. R. (2017), "Accounting Information, Investor Sentiment, and Market Pricing," Electronic copy available at: <https://ssrn.com/abstract=2447695>.
  - \* Dechow, P. M.; Richardson, S. A.; Sloan R. G. (2008). The Persistence and Pricing of the Cash Component of Earnings. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 537- 566.
  - \* Fedyk, T.; Singer, Z.; Sougiannis, S. J. (2013). "Does the Accrual Anomaly End When Accruals Reverse?" downloaded from SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1466356>.
  - \* Graham, B.; Dodd D.; Cottle, S. (1962). *Security Analysis: Principles and Techniques*, New York: McGraw-Hill.
  - \* Hou, K.; Hirshleifer, D.; Teoh, S. H. (2011). "The accrual anomaly: risk or mispricing?" *Management Science*, Vol. 58, 320-335.
  - \* Hribar, P.; Yehuda, N. (2014). The Mispricing of Cashflows and Accruals at Different Life-Cycle Stages, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 23, 1053-1072.
  - \* Lawson, B. and Wang, D. (2015) "The Earnings Quality Information Content of Dividend Policies and Audit Pricing", *Contemporary Accounting Research*, Forthcoming. Downloaded from SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2574293>.
  - \* Loftus, J. A.; Sin, S. (1997). The role of current and non-current accruals in the relation between stock returns and earnings. *Accounting & Finance*, 37(2), 147-161.
  - \* Maines, L.; Hand, J. (1996). Individuals' perceptions and misperceptions of the time series properties of quarterly earnings. *The Accounting Review* (July): 3, 17-336.
  - \* Maggina, A.; Tsaklanganos, A. (2012). Asset Growth and Firm Performance: Evidence from Greece. *The International Journal of Business and Finance Research*, Vol. 5, No. 2, 113-124.
  - \* Mnif, A.; (2009). Corporate Governance and Management Earnings Forecast Quality: Evidence from French IPOS. Working

## یادداشت‌ها

- <sup>1</sup> Allen et al
- <sup>2</sup> Lawson and Wang
- <sup>3</sup> Ball and Brown
- <sup>4</sup> Ou and Penman
- <sup>5</sup> Bernard and Stober
- <sup>6</sup> Maines and Hand
- <sup>7</sup> Sloan
- <sup>8</sup> Xie
- <sup>9</sup> Fedyk et al
- <sup>10</sup> Hribar and Yehuda
- <sup>11</sup> Competing Theory
- <sup>12</sup> Signalling Theory
- <sup>13</sup> Earnings Quality
- <sup>14</sup> Life Cycle
- <sup>15</sup> Mnif
- <sup>16</sup> Chen
- <sup>17</sup> Saleh
- <sup>18</sup> Earnings Persistence
- <sup>19</sup> Accruals
- <sup>20</sup> Discretionary Accruals
- <sup>21</sup> Non-discretionary Accruals
- <sup>22</sup> Accruals Estimation Errors
- <sup>23</sup> Working Capital Accruals
- <sup>24</sup> Good Accruals
- <sup>25</sup> Accruals Related to Firm Growth
- <sup>26</sup> Accruals related to Temporary Fluctuations in Working Capital
- <sup>27</sup> Warusawitharana
- <sup>28</sup> Nagar and Radhakrishnan
- <sup>29</sup> Tu et al
- <sup>30</sup> Zach
- <sup>31</sup> Chan et al
- <sup>32</sup> Ogneva
- <sup>33</sup> Cornell
- <sup>34</sup> Tsao
- <sup>35</sup> Alam
- <sup>36</sup> Credit Spreads
- <sup>37</sup> Mishkin