

نقش پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران جریان نقد در ناهنجاری اقلام تعهدی

وحید بخردی‌نسب^۱ و فاطمه ژولانژاد^۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۹/۸/۲۳، تاریخ پذیرش: ۱۴۰۰/۱/۳۱

چکیده

پیش‌بینی جریان‌های نقدی تحلیل‌گرانه یکی از اهداف مهم گزارشگری مالی است. زیرا اطلاعات مهمی برای استفاده‌کنندگان درون و برون سازمانی فراهم می‌کند. بیشتر پژوهش‌گران اعتقاد دارند که می‌توان از داده‌های حسابداری برای پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی استفاده نمود. پس هدف پژوهش حاضر بررسی رابطه بین پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی و قیمت‌گذاری اقلام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. پیش‌بینی تحلیل‌گر جریان نقدی بر اساس مدل گام تصادفی سنجیده شده و قیمت‌گذاری اقلام تعهدی با استفاده از ناهنجاری اقلام تعهدی ارزیابی شده است. ناهنجاری اقلام تعهدی به ارتباط منفی بین جزء تعهدی سود و بازده‌های آتی سهام اشاره دارد. بر این اساس هدف کلی پژوهش بررسی اثر کاهشی پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی بر ناهنجاری اقلام تعهدی می‌باشد. لذا جهت دستیابی به هدف پژوهش طی بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲، تعداد ۱۶۸ شرکت به‌عنوان حجم نمونه با استفاده از حذف سیستماتیک انتخاب و داده‌های حجم نمونه با استفاده بانک اطلاعاتی ره آورد گردآوری و به کمک نرم افزار اقتصادسنجی ایویوز، تخمین آزمون فرضیه پژوهش اجرا شد. شواهد پژوهش حاکی از آن است که پیش‌بینی‌های جریان نقدی سبب کاهش ناهنجاری اقلام تعهدی می‌شود.

کلمات کلیدی: اقلام تعهدی، ناهنجاری اقلام تعهدی، بازده سهام، پیش‌بینی وجوه نقد.

۱- نویسنده مسئول، استادیار، گروه حسابداری، واحد نجف آباد، دانشگاه آزاد اسلامی، نجف آباد، ایران. آدرس پست الکترونیکی:

vahid.bekhradinab@gmail.com

۲- مربی، گروه حسابداری، موسسه آموزش عالی غیر دولتی-غیرانتفاعی فیض الاسلام، خمینی شهر، اصفهان، ایران.

مقدمه

ناهنجاری ارقام تعهدی در نتیجه واکنش نادرست سرمایه‌گذاران به تغییرات ارقام تعهدی ایجاد می‌شود و به این موضوع اشاره دارد که سطح ارقام تعهدی جاری همبستگی منفی با بازده غیر عادی آتی دارد که امکان کسب بازده‌های غیرعادی را فراهم می‌کند. پژوهش‌های پیشین نشان می‌دهند هنگامی که پیش‌بینی جریان نقد علاوه بر پیش‌بینی سود ارائه می‌گردد، ارقام تعهدی به‌طور ضمنی پیش‌بینی می‌شود. اگر بازده مورد انتظار در ارقام تعهدی در پیش‌بینی‌های جریان نقد اصلاح گردد، این اطلاعات فزاینده در پیش‌بینی‌های جریان نقد می‌تواند منجر به بهبود توانایی سرمایه‌گذاران در ارزیابی ارقام تعهدی شود و ارتباط منفی بین جزء تعهدی سود با بازده آتی سهام کاهش یابد.

این موضوع که بازار سرمایه، اطلاعات حسابداری، به خصوص سود و اجزای آن را چگونه پردازش می‌کند، برای ذی‌نفعان بازار سرمایه بسیار جذاب است. سود یکی از ارقام مندرج در صورت‌های مالی است که در تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان تاثیر بسزایی دارد و توجه زیادی را معطوف خود ساخته است. سود حسابداری به‌عنوان مهم‌ترین منبع اطلاعاتی درباره ارزیابی توان سودآوری و جریان‌های نقدی آتی محسوب می‌شود. سود حسابداری در سیستم تعهدی به دو جزء نقدی و تعهدی تفکیک می‌شود. ارقام تعهدی به‌عنوان تفاوت بین سود حسابداری و جریان‌های نقد عملیاتی تعریف شده و بیشتر مورد توجه قرار می‌گیرند (بخردی‌نسب و ژولانژاد، ۱۳۹۸). زیرا مشکل زمان‌بندی و عدم تطابق هزینه‌ها و درآمدها در جریان وجوه نقد را کاهش می‌دهد. از آنجایی که جزء اختیاری ارقام تعهدی تا حدودی تحت کنترل و نفوذ مدیریت هستند، این امکان وجود دارد که ارقام تعهدی ارائه شده در صورت‌های مالی بوسیله‌ی مدیران به منظور حداکثر کردن منافع خود دستکاری شود. سرمایه‌گذاران قادر به درک تفاوت ارقام تعهدی و نقدی نیستند و در تصمیم‌گیری‌ها بر رقم سود تمرکز می‌کنند.

پیشینه پژوهش

پژوهش‌گران پیشین نظیر کالینز و هریبار^۱ (۲۰۰۰)، هیرشلیفی و همکاران (۲۰۰۴)^۲، هریبار و کالینز^۳ (۲۰۰۲)، لوونیسیم^۴ (۲۰۰۶)، ماشرووالا و همکاران^۵ (۲۰۰۶)، پینکوس و همکاران^۶ (۲۰۰۷)، ریچاردسون و همکاران^۷ (۲۰۱۰)، شی و ژانگ^۸ (۲۰۱۲)، ژی^۹ (۲۰۰۱) و ژانگ^{۱۰} (۲۰۰۷) نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران به صورتی مقتضی قادر به قیمت‌گذاری ارقام تعهدی نیستند. همچنین ادبیات حسابداری و مالی بیانگر رابطه منفی بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام است (اسلون^{۱۱}، ۱۹۹۶). در نتیجه، ارقام تعهدی به صورتی سیستماتیک بازدهی غیر عادی از آینده را برآورد می‌کند. اسلون (۱۹۹۶) نشان داد که برگشت پذیری سود که قابل انتساب به جزء تعهدی سودها است در مقابل بخش قابل انتساب به جزء جریان‌های نقدی سود، از ماندگاری و پایداری کمتری برخوردار است. که دلیل آن ذهنیت‌گرایی و قضاوت بیشتر در برآورد ارقام تعهدی است. این یافته یکی از قوی‌ترین استدلال‌ات تجربی در پژوهش‌های حسابداری است که طی پژوهش‌های متعددی به اثبات رسیده است. همچنین ژی (۲۰۰۱) نشان داد که استراتژی ارقام تعهدی مبتنی بر ارقام تعهدی اختیاری بازده غیر عادی مثبت و معناداری دارد. در حالی که استراتژی مبتنی بر ارقام تعهدی غیر اختیاری بازدهی غیرعادی و غیر معناداری دارد. در گستره‌ای که ارقام تعهدی اختیاری معرف مدیریت سود است، یافته‌ها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران آن را به چشم دستکاری در صورت‌حساب‌ها نمی‌بینند. دفوند و هونگ^{۱۲} (۲۰۰۳، ۲۰۰۷) نشان دادند که تحلیل‌گران جریان‌های نقدی را در پاسخ به خواست سرمایه‌گذاران در آمریکا و دیگر کشورها پیش‌بینی می‌کنند. بنابراین در این پژوهش به بررسی نقش پیش‌بینی جریان‌های نقدی بر ارزش‌گذاری ارقام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق

1- Collins & Hribar

2- Hirshleifer, Hou, Teoh, & Zhang

3- Hribar & Collins

4- Lev & Nissim

5- Mashruwala, Rajgopal, & Shevlin

6- Pincus, Rajgopal, & Venkatachalam

7- Richardson, Tuna, & Wysocki

8- Shi & Zhang

9- Xie

10- Zhang

11- Sloan

12 - DeFond and Hung

بهادار تهران پرداخته می‌شود. به بیان دقیق‌تر، بررسی می‌شود که آیا سرمایه‌گذاران در زمان قیمت‌گذاری اوراق بهادار درک صحیحی از اطلاعات موجود در اقلام تعهدی شرکت‌هایی با پیش‌بینی جریان‌های نقد برای پیش‌بینی سودهای آتی دارند یا خیر.

روش‌شناسی پژوهش

اقلام تعهدی

اقلام تعهدی^۱ بیانگر تفاوت بین سود حسابداری^۲ و جزء نقدی^۳ آن است که شامل تغییر در موجودی کالا، حساب‌های دریافتی و حساب‌های پرداختی است (بخردی‌نسب و ژولانژاد، ۱۳۹۸). در صورتی که اقلام تعهدی مثبت بزرگ باشد، بیانگر این نکته است که سود حسابداری از وجوه نقد حاصل از عملیات واحدهای تجاری بسیار بیشتر است. البته باید توجه داشت که این تفاوت به دلیل اعمال اصول حسابداری در مورد زمان و نحوه شناسایی درآمدها و هزینه‌ها (اصل شناخت و اصل تطابق) است (کونان و دیگران^۴، ۲۰۰۱).

تعبیر عمومی از اقلام تعهدی این است که اقلام تعهدی زائیده اعمال متهورانه مدیریت در شناسایی، ثبت و گزارش رویدادها است. اصول پذیرفته شده حسابداری در مورد زمان شناسایی و مبلغ درآمدها و هزینه‌ها به مدیران شرکت‌ها آزادی عمل نسبی داده است و وقتی که مدیران سود حسابداری را به مبلغی بیشتر از وجوه نقد حاصل شناسایی می‌کنند اقلام تعهدی ایجاد می‌شوند. به‌عنوان مثال وقتی مدیران، فروش را قبل از وقوع ثبت می‌کنند یا بدهی‌هایی نظیر هزینه تضمین کالا را کمتر از حد متعارف برآورد می‌نمایند، حساب‌های دریافتی افزایش و بدهی‌های جاری کاهش و حجم اقلام تعهدی افزایش می‌یابد. به‌طور کلی بخش عمده اقلام تعهدی از تغییرات سرمایه در گردش ناشی می‌شود که با افزایش فروش، افزایش می‌یابد. سطح بالای اقلام تعهدی ممکن است حکایت از رشد شدید فروش در گذشته داشته باشد. وقتی شرکتی در حال رشد است، حجم اقلام تعهدی آن بالا است و مدیران شرکت با اندیشه افزایش بیشتر رشد فروش، موجودی‌ها و سایر اقلام سرمایه در گردش را افزایش می‌دهند. در نتیجه بر حجم اقلام تعهدی شرکت افزوده می‌شود. اجرای اقلام

1. Accrual
 2. Accounting Income
 3. Cash flow
 4. Konan et al

تعهدی، اطلاعاتی درباره عملکرد عملیاتی شرکت ارائه می‌کند. ولی بازار به این اطلاعات به کندی واکنش نشان می‌دهد. تحلیل‌گران اوراق بهادار از اجزای اقلام تعهدی همانند تغییر موجودی‌ها، حساب‌های دریافتی و پرداختی به‌عنوان شاخصی از وضعیت شرکت استفاده می‌کنند. زمانی که شرکت با تولید بالا یا مشکل فروش مواجه است، موجودی‌های شرکت به سرعت افزایش می‌یابد. فروش کم یا فروش نسبی موجب کاهش جریان ورود وجه نقد به شرکت شده و هزینه‌ها با تأخیر پرداخت می‌شود. در نتیجه حساب‌های پرداختی افزایش می‌یابد. بنابراین با کاهش رشد فروش، حجم اقلام تعهدی افزایش می‌یابد. شواهد تجربی زیادی وجود دارد که نشان می‌دهد بازار به اطلاعاتی که شامل اقلام تعهدی است با تأخیر واکنش نشان می‌دهد. بنابراین اجزای اقلام تعهدی می‌تواند به‌عنوان شاخص تعیین بهبود یا زوال شرکت محسوب شود (پالپو ۲۰۰۰). اقلام تعهدی به دو جز اختیاری و غیر اختیاری تقسیم می‌شوند.

اقلام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری

تجزیه و تحلیل مدیریت سود^۱ غالباً بر استفاده مدیریت از اقلام تعهدی اختیاری^۲ تاکید دارد. اقلام تعهدی اختیاری دسته‌ای از اقلام تعهدی است که به وسیله عملیات عادی توصیف نمی‌شود (دیفوند و دیگران^۳ ۱۹۹۸)، یعنی آن دسته از اقلام تعهدی که در معرض تحریف‌های مدیریت قرار گرفته‌اند و ماهیت غیرعادی دارند (استولی و دیگران^۴، ۲۰۰۰). در نتیجه بخش دیگری از اقلام تعهدی که انتظار می‌رود در روند عادی فعالیت مؤسسه گزارش شوند اقلام تعهدی غیراختیاری^۵ یا نرمال (پیش‌بینی شده) نامیده می‌شوند. قضاوت‌هایی که به‌وسیله مدیران به کار برده می‌شود، بر گزارش‌های مالی تأثیر می‌گذارد و این قضاوت‌ها معمولاً از طریق بخش تعهدی سود انجام می‌گیرد. زیرا قابلیت تحریف و اعمال قضاوت در مورد بخش نقدی سود خیلی کمتر از بخش تعهدی است. فرض می‌شود که سودها به روشی قابل پیش‌بینی و در جهت رسیدن به اهداف خاصی مدیریت می‌شوند و اقلام تعهدی اختیاری به‌عنوان نماینده‌ای از میزان مدیریت سود در نظر گرفته می‌شوند (توماس و همکاران^۶،

1. Earnings Management

2. Discretionary Accruals

3. Defond et al

4. Stollowy et al

5. Non Discretionary Accruals

6. Thomas et al

۲۰۰۰). یعنی هر چه درصد ارقام تعهدی اختیاری بیشتر باشد میزان سود مدیریت شده هم بیشتر است. آنچه که مهم است، این است که، مدیران از هر دو ارقام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری طی دوره مالی استفاده خواهد کرد، ولی آنچه مسلم است، رویکرد مدیر در به‌کارگیری این ارقام در گزارش‌های مالی می‌باشد. به عبارتی مدیر از کدام ارقام و به چه نیتی استفاده خواهد کرد. در قسمت بعد به روش‌های حسابداری که مدیریت در عملیات مالی، بر حسب کارایی و منفعت خویش استفاده می‌کند، اشاره شده است.

قیمت‌گذاری ارقام تعهدی

از دیدگاه تئوری، مجموع عرضه و تقاضای ایجاد شده توسط سرمایه‌گذاران بر اساس درک آنان از بازده سرمایه‌گذاری، تعیین‌کننده قیمت سهام یک شرکت در بازار است و فرض می‌شود میانگین رفتار سرمایه‌گذاران در بازار، منطقی است. اما در عمل، گاهی اوقات بازار در مواجهه با اطلاعات موجود، منطقی عمل نمی‌کند که به تبع آن، ارزش ذاتی با قیمت بازار سهام تفاوت خواهد داشت. فرانکل و همکاران (۱۹۹۸) بیان می‌کند، در صورتی که نسبت ارزش ذاتی به قیمت برای اوراق بهادار خاصی، بسیار بالا یا پایین باشد، ارزیابی آن اوراق بهادار توسط بازار به طور صحیح انجام نشده و قیمت آن بیشتر یا کمتر از واقع است. بر این اساس پایین (بالا) بودن نسبت ارزش ذاتی به قیمت، نشان‌گر ویژگی قیمت‌گذاری بالا یا پایین سهام است. برخی پژوهش‌گران بر این باورند که شرکت‌ها تمایلی به ارائه اطلاعات ندارند، مگر آنکه دولت یا حرفه حسابداری آن را الزام‌آور نماید. به عقیده هندریکسون و ونبردا^۱ (۱۹۹۲) یکی از دلایل بی‌میلی شرکت‌ها در افشای اطلاعات این است که چون سرمایه‌گذاران نمی‌توانند رویه‌ها و سیاست‌های حسابداری را درک کنند، افشای اطلاعات بیشتر موجب گمراهی آنان خواهد شد. این دیدگاه هم دارای پشتوانه‌ای قوی نیست، زیرا مدیران مالی و تحلیل‌گران در زمینه حسابداری، آموزش‌های تکمیلی دیده‌اند و سهامداران می‌توانند از دیدگاه تخصصی آنان استفاده کنند. بنابراین سرمایه‌گذاران، سود شرکت‌هایی که کیفیت افشای آن‌ها بالا است را بهتر درک می‌کنند و در نتیجه قیمت‌گذاری نادرست کمتری در اجزای سود این شرکت‌ها مشاهده می‌شود. اگر قیمت‌گذاری نادرست ارقام تعهدی به علت توانایی محدود سرمایه‌گذاران برای ارزیابی پایداری این ارقام باشد، انتظار می‌رود شرکت‌هایی که سرمایه‌گذاران با مهارت بالا اطلاعات

^۱- Hendrickson and Vanbrada

حسابداری آن‌ها را تفسیر می‌کند، قیمت‌گذاری نادرست کمتری در ارقام تعهدی تجربه نمایند. از آنجایی که اطلاعات به صورت یکسان در اختیار استفاده‌کنندگان قرار نمی‌گیرد، بین مدیران و سرمایه‌گذاران عدم تقارن اطلاعات ایجاد می‌شود. عدم تقارن اطلاعات وضعیتی است که مدیران در مقایسه با سرمایه‌گذاران، دارای اطلاعات افشا نشده بیشتری در مورد عملیات و جوانب مختلف شرکت در آینده می‌باشند. همین امر سبب می‌شود که مدیران انگیزه و فرصتی برای استفاده از ارقام تعهدی را داشته باشند (ابراهیمی، ۱۳۸۵). این استفاده اثر منفی بر بازده سهام گذاشته و منجر به ناهنجاری بازار سرمایه، خواهد شد. در ادامه اثر منفی که ارقام تعهدی بر بازده آتی سهام از خود بجای می‌گذارد، مورد بررسی خواهد گرفت.

اسلون (۱۹۹۶) بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام رابطه منفی مشاهده نمود. وی علت وجود چنین رابطه‌ای را وجود سرمایه‌گذاران بی‌تجربه در بازار عنوان کرد و اظهار داشت زمانی که سرمایه‌گذاران انتظارات خود از سود شرکت‌ها را شکل می‌دهند، تمایل دارند تا پایداری ارقام تعهدی را بیش از واقع و پایداری جریان‌های نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند و در واقع پایداری ارقام تعهدی را نسبت به جریان نقدی بیشتر پیش‌بینی می‌کنند و این سبب می‌شود سهام به اشتباه قیمت‌گذاری شود. وجود چنین رابطه‌ای، نشان از واکنش نادرست سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات ارقام تعهدی دارد که بررسی علل و عوامل موثر بر این واکنش نادرست، انگیزه پژوهش‌های زیادی را برای پژوهش‌گران فراهم نموده است. از این رو، پژوهش‌گران زیادی در سال‌های بعد به بررسی ارقام تعهدی و قیمت‌گذاری آن پرداختند.

اسلون (۱۹۹۶) شواهدی فراهم می‌کند که سرمایه‌گذاران، پایداری ارقام تعهدی را بیش از واقع و پایداری جریان نقدی را کمتر از واقع برآورد می‌کنند. ادبیات اسلون (۱۹۹۶) اصولاً بر تخمین بیش از اندازه ثروت متمرکز می‌شود. هر چند، پژوهش‌های اخیر پیشنهاد می‌کنند که تمرکز پژوهش بر قیمت‌گذاری نادرست ارقام تعهدی، بدون بررسی قیمت‌گذاری نادرست جریان نقدی ناقص است. نتایج بررسی‌های ژوی (۲۰۰۱) حاکی از این است که ضریب مربوط به قیمت‌گذاری ارقام تعهدی، به طور قابل ملاحظه‌ای از ضریب مربوط به پیش‌بینی ارقام تعهدی بیشتر است. به عبارت دیگر بازار، ارقام تعهدی را بیش از ارزش واقعی آن قیمت‌گذاری می‌کند. یافته‌های ژوی (۲۰۰۱) نشان می‌دهد، این قیمت‌گذاری بیش از واقع، عمدتاً برای ارقام تعهدی غیرعادی اتفاق می‌افتد.

خنی (۲۰۰۱) دریافت ناهنجاری ارقام تعهدی در گام نخست ناشی از کج قیمت‌گذاری ارقام تعهدی اختیاری است. اسلون (۱۹۹۶) بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام رابطه منفی مشاهده نمود. در مطالعه اسلون (۱۹۹۶) و بسیاری از مطالعات بعدی، استدلال می‌شود که سرمایه‌گذاران، تمایل دارند تا پایداری ارقام تعهدی را بیش از واقع و پایداری در جریان‌های نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند. در نتیجه با کمترین عدم تقارن، در شرکت‌هایی که ارقام تعهدی بالایی دارند، بازده‌های واقعی کمتر از بازده‌های مورد انتظار است. آن‌ها وجود سرمایه‌گذاران بی‌تجربه را علت ایجاد ارقام تعهدی خلاف قاعده می‌دانند. اگر چه شواهد گسترده‌ای یافته‌های اسلون (۱۹۹۶) و مطالعات بعد از آن را تأیید می‌کند، ولی هنوز کاملاً مشخص نیست که چه عواملی باعث ایجاد ارقام تعهدی خلاف قاعده می‌شود. فرضیه اسلون (۱۹۹۶) بر این اساس بود که ارقام تعهدی خلاف قاعده ناشی از قیمت‌گذاری نادرست است. به‌طوری‌که سرمایه‌گذاران، سودهای گزارش شده را ثابت فرض کرده و از درک پایداری پایین ارقام تعهدی ناتوان هستند.

ناهنجاری ارقام تعهدی

از سال ۱۹۸۰ فرض منطقی بودن سرمایه‌گذاران مورد انتقاد جدی قرار گرفته است و نظریه کارا بودن بازارهای سرمایه به چالش کشیده شده است، نتایج پژوهش‌های دو دهه اخیر نشان داده است، سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید واکنش بیش (کمتر) از حد انتظار دارند و واکنش سرمایه‌گذاران منطقی نیست. همچنین پژوهش‌های انجام شده در ادبیات حسابداری و مالی، بیانگر وجود یک رابطه منفی بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام است. از جمله این شواهد کسب بازده‌های غیرعادی برای پرتفوی‌های ساخته شده بر مبنای اطلاعاتی است که در دسترس عموم قرار می‌گیرد که به‌عنوان ناهنجاری بازار شناخته شده است. از جمله ناهنجاری بازار سرمایه، ارتباط منفی بین جزء تعهدی سود و بازده‌های آتی سهام است که به‌عنوان ناهنجاری ارقام تعهدی مطرح شده است. این رابطه منفی در ادبیات معاصر ناهنجاری ارقام تعهدی نامیده می‌شود که اولین بار توسط اسلون (۱۹۹۶) معرفی شد. مطالعه اسلون (۱۹۹۶) نشان داد که پرتفوی شرکت‌هایی با ارقام تعهدی بالا، بازده‌های آتی پایینی کسب می‌کند. اسلون (۱۹۹۶) این موضوع را به پایداری کمتر ارقام تعهدی در مقایسه با جزء نقدی سود نسبت داد و بیان کرد که نادیده گرفتن پایداری متفاوت اجزاء نقدی و تعهدی سود، منجر به ارزیابی نادرست اطلاعات موجود در ارقام تعهدی می‌شود. به‌عبارت دیگر،

سرمایه‌گذاران باید هنگام ارزش‌گذاری شرکت‌ها، بین پایداری اجزای سود جزء نقدی و تعهدی تفاوت قائل شوند. از آنجایی که جریان‌های نقد عملیاتی به دلیل قابلیت اتکاء بالاتر، سودآوری آتی را بهتر از ارقام تعهدی پیش‌بینی می‌کند، نادیده گرفتن این تفاوت سبب شده که سرمایه‌گذاران درباره ارزیابی عملکرد آتی شرکت‌های با ارقام تعهدی بالا، بسیار خوش‌بینانه عمل کنند و درباره آینده شرکت‌هایی با ارقام تعهدی پایین بدبین باشند. بنابراین اگر چنین سرمایه‌گذاران بی‌تجربه و کم‌اطلاعی بر قیمت سهام تاثیر گذار باشند، قیمت‌های بالایی برای شرکت‌هایی با ارقام تعهدی بالا و قیمت‌های پایینی برای شرکت‌هایی با ارقام تعهدی پایین مورد انتظار است. در واقع سهام شرکت‌ها به گونه‌ای نادرست و غیر منطقی ارزش‌گذاری می‌شود. ولی به دلیل پایداری پایین ارقام تعهدی، شرکت‌هایی با حجم بالای ارقام تعهدی، در دوره‌های آتی بازده‌هایی کمتر از حد مورد انتظار (بازده غیر عادی منفی) و شرکت‌هایی با ارقام تعهدی پایین بازده‌هایی بیش از حد مورد انتظار (بازده عادی مثبت) کسب خواهند کرد. این الگو ناهنجاری ارقام تعهدی نام دارد (هرشلیفرو همکاران^۱، ۲۰۱۰). از آنجایی که انتشار پیش‌بینی‌های جریان نقد باعث می‌شود دستکاری سود بر پایه ارقام تعهدی شفاف‌تر و در نتیجه انگیزه مدیران برای دستکاری سود کاهش یابد و سرمایه‌گذاران را به توجه بیشتر به جزء نقدی و تعهدی سود به جای تمرکز بر رقم کلی سود تشویق می‌نماید انتظار می‌رود مکانیزم قیمت‌گذاری ارقام تعهدی در شرکت‌های دارای پیش‌بینی جریان نقد به نحو صحیح صورت گیرد.

پیش‌بینی جریان نقد

حسابداری همواره به‌عنوان ابزاری موثر برای تصمیم‌گیری در محدوده فعالیت واحد اقتصادی و تجاری مطرح است. از این‌رو، تأکید بر تأثیر اطلاعات مالی در فرایند تصمیم‌گیری، محور بسیاری از استدلال‌های مطرح شده برای حمایت از فلسفه وجودی دانش حسابداری است، ضمن آنکه در بسیاری از موارد نیز ادعا می‌شود که هدف سامانه اطلاعاتی حسابداری، تجزیه و تحلیل داده‌های مالی و فراهم آوردن مبانی تصمیم‌گیری مدیران، سرمایه‌گذاران و سایر افراد و گروه‌های علاقه‌مند است. دامنه چنین استدلال‌هایی تا آنجا پیش می‌رود که حسابداری فرآیند شناخت، اندازه‌گیری و

¹ Hirschleifer, et al

انتقال اطلاعات اقتصادی به‌منظور فراهم آوردن امکان قضاوت آگاهانه و تصمیم‌گیری منطقی تعریف می‌شود (ثقفی، ۱۳۷۹). همچنین پیشرفت سریع و شگرف فن‌آوری، همراه با افزایش روز افزون رقابت در بازارهای جهانی، استفاده از سیستم‌های اطلاعات مالی دقیق را ضروری می‌سازد. بدون دسترسی به اطلاعات، امکان تصمیم‌گیری کارا و اثر بخش وجود نخواهد داشت. امروزه فراگیری‌های منطقی و ابزارهای تهیه و تدارک اطلاعات مالی آنچنان اهمیت یافته است که بی‌توجهی به آن سلامت اقتصادی خانواده، بنگاه و جامعه را به خطر می‌اندازد.

بسیاری از تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران معتقدند در هنگام بررسی سلامت مالی و چشم اندازه‌های شرکت، معیارهای جریان نقدی، از جمله جریان‌های نقد آزاد بسیار مفید است. جریان نقد آزاد از این دیدگاه دارای اهمیت است که به مدیران اجازه می‌دهد فرصت‌هایی را جستجو کنند که ارزش سهام شرکت را افزایش می‌دهد. بدون در اختیار داشتن وجه نقد توسعه محصولات جدید، انجام تحصیل‌های تجاری، پرداخت سودهای نقدی به سهامداران و کاهش بدهی‌ها امکان‌پذیر نیست (ارتد^۱ و همکاران، ۲۰۰۷). همچنین هدف اولیه گزارشگری مالی، فراهم آوردن اطلاعاتی است که به سرمایه‌گذاران در ارزیابی مبلغ، زمان‌بندی و ریسک جریان‌های نقد آتی کمک کند. هرچند، اطلاعاتی که بیشترین سودمندی را در ارزیابی جریان‌های نقد آتی دارند، بحث برانگیز است. برخی از تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران ادعا می‌کنند که جریان‌های نقد معیار اصلی ارزیابی است. برای مثال، کاپلند و همکاران^۲ (۱۹۹۰) معتقدند اگرچه معیارهای سنتی حسابداری می‌تواند ابزار مفیدی برای درک و شناخت بازده جریان‌های نقدی باشد، ولی این معیارهای سنتی نمی‌تواند جایگزین شاخص‌های مستقیم نظیر جریان‌های نقدی شود. از طرف دیگر، برخی از حسابداران معتقدند که سود، منبع اصلی اطلاعات است. برای مثال، در بیانیه مفهومی شماره یک هیأت تدوین استانداردهای حسابداری مالی آمده است که اطلاعات مربوط به سود بهتر از اطلاعات جریان‌های نقدی، منافع سرمایه‌گذاران را در پیش‌بینی جریان‌های نقد آتی واحد تجاری تامین می‌کند (بارتو^۳ و همکاران؛ ۲۰۰۱).

¹ Ehrhardt,

² Copeland et al

³ Bartov

پیش‌بینی جزء مهمی از فرایند تصمیم‌گیری است. زیرا تصمیم‌گیری، آنچه در آینده رخ خواهد داد را منعکس می‌کند. در تصمیم‌گیری اقتصادی، پیش‌بینی مالی اصلی‌ترین رکن فعالیت محسوب می‌شود و نیاز به پیش‌بینی جریان وجه نقد در تصمیم‌های اقتصادی مختلف وجود دارد. پیش‌بینی‌های سود، مدت طولانی است که به‌عنوان معیاری معتبر برای عملکرد شرکت‌ها در نظر گرفته می‌شود و مهم‌ترین منبع اطلاعاتی سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات شرکت‌ها در بورس اوراق بهادار، پیش‌بینی‌های سود ارائه شده توسط مدیریت شرکت‌ها در فواصل زمانی معین است. اگرچه بیشتر ادبیات تحلیل‌گری مالی بر پیش‌بینی‌های سود تمرکز دارد، این قابل توجه است که سایر اطلاعات مانند پیش‌بینی‌های جریان وجه نقد، پیش‌بینی رشد بلندمدت می‌تواند در ارزیابی عملکرد شرکت مفید باشد. اهمیت پیش‌بینی جریان وجه نقد توسط بنیادهای استاندارد گذاری ملی و بین‌المللی حمایت شده و در این راستا محققین به طور مکرر از داده‌های حسابداری تعهدی و نقدی برای این پیش‌بینی استفاده نموده‌اند (ثقفی و همکاران، ۱۳۸۳).

در بررسی پژوهش‌ها انجام شده در اواسط دهه ۱۹۸۰، محتوای فزاینده اطلاعات جریان‌های نقدی به مراتب بیشتر از سودهای تعهدی مورد توجه خاص قرار گرفته است. السون (۱۹۸۷) با آزمون مدلی که در آن جریان نقدی، در رابطه سود-بازده دارای ضریب با اهمیتی بود، دریافت که بازار، وزن‌های متفاوتی به جریان نقدی و جزء تعهدی سودهای فعلی می‌دهد.

پیش‌بینی جریان‌های نقدی و تغییرات آن به‌عنوان یک رویداد اقتصادی، از دیرباز مورد توجه پژوهش‌گران، سرمایه‌گذاران، مدیران، تحلیل‌گران مالی و اعتباردهندگان بوده است. این توجه ناشی از استفاده از جریان‌های نقد در مدل‌های ارزشیابی سهام، ارزیابی توان پرداخت (سود سهام، بهره و سایر تعهدات)، ارزیابی ریسک، ارزیابی عملکرد واحد اقتصادی و مباشرت مدیریت، ارزیابی نحوه انتخاب روش‌های حسابداری توسط مدیریت و استفاده از جریان‌های نقدی جهت اتخاذ تصمیمات سودمند و مرتبط با مدل‌های تصمیم‌گیری است. حال اگر بتوان جریان‌های نقدی را به نحو مناسبی پیش‌بینی کرد، بخش درخور توجهی از نیازهای اطلاعاتی مرتبط با جریان‌های نقدی تأمین خواهد شد (عرب و صفرزاده، ۱۳۸۶).

۱۰۰ / نقش پیش‌بینی‌های تملیل‌گران جریان نقد در ناهنجاری ...

در چارچوب نظری حسابداری مالی که تامین‌کننده هدف‌های گزارشگری مالی است، توجه خاصی به جریان‌های نقدی و امکان پیش‌بینی آن مبذول شده است (شیخ و همکاران، ۱۳۹۱). پیش‌بینی جریان وجوه نقد، پایه و اساس مدل‌های ارزشگذاری است (بارث و همکاران^۱، ۲۰۰۱). هیئت تدوین استانداردهای حسابداری مالی آمریکا در بیانیه مفهومی شماره یک خود اظهار کرده است که گزار شگری مالی باید به سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر گروه‌ها در ارزیابی مبلغ، زمان‌بندی و ابهامات مربوط به جریان وجه نقد آتی یاری رساند (FASB^۲، ۱۹۷۸). علی‌رغم اینکه هیئت مذکور الگوی ارزشیابی بر مبنای جریان نقد را پذیرفته است ولی بر این باور است که سامانه حسابداری و ارقام تعهدی برای پیش‌بینی جریان وجه نقد آتی سودمندتر از اطلاعات مبتنی بر دریافت‌ها و پرداخت‌های نقدی است. به طوری‌که در بیانیه مفهومی شماره ۸ (FASB، ۲۰۱۰) پیشنهاد می‌کند که حسابداری تعهدی اطلاعاتی را ارائه می‌کند که توانایی تصمیم‌گیران را در ارزیابی جریان وجوه نقد آتی افزایش می‌دهد. در بیانیه هیئت تدوین استانداردهای حسابداری، که از سوی سازمان حسابرسی انتشار یافته است، در اهمیت وجوه نقد آمده است: (هیأت تدوین استانداردهای حسابداری، نشریه شماره ۱۱۳).

«جریان ورود و خروج وجه نقد در هر واحد سازمانی بازتاب تصمیم‌گیری جهت برنامه‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت عملیاتی و طرح‌های سرمایه‌گذاری و تامین مالی است.»

اطلاعات ارائه شده در خصوص پیش‌بینی جریان وجه نقد خارج از محدوده پیش‌بینی، دارای ارزش اطلاعاتی زیادی برای استفاده کنندگان می‌باشد. شرکتی که وجه نقد بیشتری بین سهامداران خود توزیع می‌کند، معمولاً پیش‌بینی جریان‌های وجوه نقد آن، از دامنه پیش‌بینی خارج می‌شود (فرانسیس^۳، ۲۰۱۱).

اهمیت برآورد جریان وجه نقد آتی تا حدی است که در هر واحد اقتصادی، بازتاب تصمیم‌گیری مدیریت در برنامه‌های کوتاه‌مدت و بلندمدت و طرح‌های سرمایه‌گذاری و تامین مالی خواهد بود. بدون پیش‌بینی جریان وجه نقد آتی قضاوت و تصمیم‌گیری آگاهانه و انتخاب مناسبترین راه‌کار ممکن نیست (صراف و همکاران، ۱۳۹۲).

^۱-Barth et al.

^۲- Financial Accounting standard Board

^۳-Francis

وجه نقد از منابع مهم یک واحد اقتصادی است. برای تضمین پایداری و دوام یک کسب و کار در بلندمدت باید دریافت‌های نقدی از پرداخت‌های نقدی تجاوز کند. شرکت‌ها وقتی درگیر زمان‌بندی وجه نقد می‌شوند که وجه نقد دریافت و سرمایه‌گذاری، به صورت سود سهام بین سهامداران توزیع شود (کیون و همکاران^۱، ۲۰۰۵). کاربران اطلاعات حسابداری از پیش‌بینی جریان وجه نقد آتی به‌عنوان بخش مهمی از فرآیند تصمیم‌گیری استفاده می‌کنند (اوبیناتا^۲، ۲۰۰۲). تقاضا برای پیش‌بینی جریان وجه نقد از سوی سرمایه‌گذاران بازار سرمایه افزایش یافته است. این به ویژه در شرکت‌هایی بیشتر است که با نوسانات شدید سود، سرمایه‌گذاری بیش از حد در دارایی ثابت، انتخاب یک روش از بین رویه‌های مختلف حسابداری (روش‌های محاسبه استهلاک و یا روش‌های قیمت گذاری موجودی کالا) و ارقام تعهدی بزرگ روبرو هستند (دفوند و همکاران^۳، ۲۰۰۳).

بخش عمده فعالیت تحلیل‌گران مالی، پیش‌بینی عملکرد شرکت از طریق سود، جریان وجه نقد و قیمت سهام است (رامانث و همکاران^۴، ۲۰۰۸). مطالعات پیشین نشان داده است که اطلاعات حسابداری یک منبع مهم اطلاعاتی جهت تصمیم‌گیری تحلیل‌گران مالی است (چانگ و همکاران^۵، ۲۰۰۰ و هوپ^۶، ۲۰۰۳). اطلاعات مالی افشاء شده باید مربوط و به موقع باشد و این در صورتی است که بر نتیجه فرایند تصمیم‌گیری موثر واقع شود (ریچاردسون و همکاران^۷، ۲۰۰۲).

لی^۸ (۱۹۸۵) و لاوسون^۹ (۱۹۹۲) پیشنهاد دادند که حسابداری نقدی برای تصمیمات سرمایه‌گذاران مفید است. مفهوم حسابداری نقدی به وسیله انجمن‌ها و محققین در آمریکا و انگلیس از سال ۱۹۸۰ با ظهور گزارشات مالی تورمی حمایت شد (لی، ۱۹۹۲ و استابوس^{۱۰}، ۱۹۸۹). حسابداری نقدی از تخصیص نامطمئن حسابداری دوری کرده و اطلاعات هدفمند را که تأمین‌کننده نیاز استفاده‌کنندگان می‌باشد با داده‌های مالی انتقادی و بنیادی فراهم می‌کند (لی، ۱۹۹۳). این سیستم از حسابداری، فارغ از تخصیص و تطابق است. در نتیجه انتظار می‌رود که کمتر در معرض دستکاری

¹-Keown et al.

²-Obinata

³-DeFond et al.

⁴-Ramnath et al.

⁵-Chang et al.

⁶-Hope

⁷-Richardson et al.

⁸-Lee

⁹-Lawson

¹⁰-Staubus

۱۰۲ / نقش پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران جریان نقد در ناهنجاری ...

قرار گیرد و برای اهداف پیش‌بینی به ویژه پیش‌بینی جریان وجه نقد آتی از درجه اعتبار بیشتری برخوردار است (چاریتو و همکاران^۱، ۱۹۹۰ و لی، ۱۹۹۳).

با توجه به تفاوت اطلاعات گزارش شده در هر یک از دو روش که بر ورود و خروج وجه نقد اثر خواهد داشت، مدل‌های متعددی برای پیش‌بینی جریان وجه نقد شکل می‌گیرد. برخی از مدل‌ها بر پایه اطلاعات حسابداری نقدی (مدل‌های نقدی) و تعدادی بر اساس اطلاعات حسابداری تعهدی (مدل‌های تعهدی) طراحی شده‌اند. متغیرهای هر یک از مدل‌ها متأثر از مفاهیم مطرحه در حسابداری مورد استفاده می‌باشد. استفاده از متغیرهای جدید و اثرگذار بر جریان وجه نقد آتی، قابلیت مدل‌های پیش‌بینی را افزایش می‌دهد. مطالعات سالهای اخیر، به بررسی نقش جریان وجه نقد در توضیح توانایی ارقام تعهدی در پیش‌بینی بازده‌های آتی پرداختند. در قسمت بعد به تشریح ارتباط بین ارقام تعهدی و بازده سهام با جریان نقد پرداخته شده است.

ارتباط بین ارقام تعهدی و بازده سهام با جریان نقد

پس از افشای رسوایی‌های مربوط به دهه ۲۰۰۰ مانند شرکت انرون^۲ و وردکام^۳، درخواست سرمایه‌گذاران برای اطلاعات مربوط به جریان نقدی به طور قابل توجهی افزایش یافت که منجر به رشد تحلیل‌گری در زمینه پیش‌بینی‌های جریان نقدی گردید. ادبیات مربوط به تحلیل‌گری جریان نقدی به دو جریان تقسیم می‌شود. جریان نخست به بررسی نقشی که پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی در رفتار نظارتی بر مدیریت دارد، می‌پردازد. کال^۴ (۲۰۰۸) و مک اینیس و کولینز^۵ (۲۰۱۱) نشان دادند که پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی به کاهش دستکاری در سود و بهبود کیفیت سود منجر می‌شود. جریان دوم به بررسی منفعت اطلاعات در پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی اشاره دارد. پژوهش‌های انجام شده از سوی کال، چن، و تونگ^۶ (۲۰۰۹، ۲۰۱۳) حکایت از آن دارد که پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی شامل اطلاعاتی است که برای تحلیل‌گر و سرمایه‌گذار مفید است. در پاسخ به این ادعا که پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی دارای کیفیت پایینی است،

¹-Charitou et al.

² - Enron

³ - WorldCom

⁴ - Call

⁵ - McInnis and Collins

⁶ - Call, Chen, and Tong

(گیوولی، هیان، ولهاوی^۱، ۲۰۰۹) و کال و همکاران^۲ (۲۰۱۳) این ادعاها را رد کردند. با این وجود مدرک متقنی بر این که چگونه پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی بر توانایی سرمایه‌گذاران در قیمت‌گذاری درست ارقام تعهدی اثر می‌گذارد، وجود ندارد. تحلیل‌گران مالی و سرمایه‌گذاران اغلب به‌عنوان بخشی از تصمیم‌گیری‌های اقتصادی از اطلاعات حسابداری در جهت برآورد توانایی شرکت در ایجاد جریان وجه نقد آتی استفاده می‌کنند. این اطلاعات می‌تواند بر مبنای حسابداری تعهدی و یا نقدی فراهم شود. از این رو، مدل‌های پیش‌بینی جریان وجه نقد، مبتنی بر ارقام تعهدی و نقدی خواهد بود.

حسابداری تعهدی، روش حسابداری پذیرفته شده برای تهیه صورت‌های مالی است که از طرف IASB^۳ (سال ۲۰۰۱، بند ۲۲) توصیه شده است و از ارقام آن می‌توان جهت پیش‌بینی جریان وجه نقد استفاده نمود. در این روش، درآمد و مخارج، مستقل از زمان دریافت یا پرداخت وجه نقد در همان دوره ای که رخ می‌دهند، شناسایی و گزارش می‌شوند (بازلی و همکاران^۴، ۲۰۰۴، والیت و همکاران^۵، ۲۰۰۷ و کیون و همکاران^۶ ۲۰۰۵ و ریچاردسون و همکاران، ۲۰۰۲ و جونز^۷، ۲۰۰۳). بر اساس این مبنای معاملات اقتصادی در دوره ای گزارش می‌شوند که صرفنظر از دریافت‌ها یا پرداخت‌ها تحقق یافته‌اند، دلایل اصلی برای توسعه سیستم حسابداری تعهدی، کاهش مشکلات موجود در زمان‌بندی و تطبیق در جریان وجه نقد به منظور ارزیابی عملکرد شرکت می‌باشد (دیچو^۸، ۱۹۹۴). هیئت استانداردهای حسابداری مالی (FASB، ۱۹۷۸) بر این نکته تأکید دارد که به‌هنگام گزارش عملکرد مالی شرکت، اطلاعات گزارش شده بر اساس حسابداری تعهدی در خصوص توانایی شرکت در ایجاد جریان وجه نقد مستمر، نسبت به اطلاعات محدود به دریافت‌ها و پرداخت‌های نقدی اولویت دارد. صورت‌های مالی بر اساس روش تعهدی نه تنها اطلاعات مربوط به دریافت‌ها و پرداخت‌های نقدی معاملات گذشته را فراهم می‌آورد، بلکه

^۱-Givoly, Hayn, & Lehavy

^۲-Call et al

^۳-International Accounting Standard Board.

^۴-Bazley et al.

^۵-Elliott et al.

^۶-Keown et al.

^۷-Jones

^۸-Dechow

دریافت‌ها و پرداخت‌های ناشی از منافع و تعهدات آتی را نیز گزارش می‌کند که در اتخاذ تصمیمات اقتصادی مفید هستند (الیوت و همکاران، ۲۰۰۷ و IASB، ۲۰۰۱).

اطلاعات حسابداری تعهدی، ترکیبی از جریان وجه نقد عملیاتی و اقلام تعهدی است و نسبت به جریان وجه نقد ذهنی تر می‌باشد. مولفه‌های اقلام تعهدی غالباً به تخمین‌ها و صلاح‌دید مدیریت مربوط می‌شود (دیچو و همکاران، ۲۰۰۸) و شامل فرضیات متعدد و پیچیده در رابطه با رویدادهای آینده است. منتقدین حسابداری تعهدی اینگونه استدلال می‌کنند که کاربران بی‌تجربه اغلب برای فهم جامع از اطلاعات موجود در گزارشات مبتنی بر مبنای تعهدی با مشکلاتی روبرو هستند (آتوکورالا و همکاران^۱، ۲۰۰۳). در حالیکه، اطلاعات نقدی ماهیتاً عینی و ساده‌تر هستند. زیرا، صرفاً دریافت‌ها و پرداخت‌های نقدی را ثبت می‌کنند. حسابداری جریان وجه نقد به وسیله لی در سال ۱۹۸۱ به قرار زیر تعریف شده است:

«حسابداری نقدی یک سیستم گزارشگری مالی است که عملکرد یک واحد تجاری را به صورت نقد شرح می‌دهد. حسابداری نقدی مبنایی برای تطبیق دوره‌ای ورود و خروج وجه نقد است و آزاد از معاملات نسبه و تخصیص اختیاری حسابداری است. ورودیها شامل دریافت نقد ناشی از عملیات تجاری و فعالیت‌های مالی بلندمدت و خروجی‌ها شامل پرداخت مرتبط با جایگزینی، افزایش سرمایه و مالیات و بهره و توزیع سود سهام و ... می‌باشد.»

اقلام تعهدی نشان‌دهنده پیش‌بینی منافع اقتصادی آتی، همچون ورود یا خروج جریان وجه نقد می‌باشد. این توانایی پیش‌بینی اقدلام تعهدی در دو حالت قابل تصور است.

۱- اقلام تعهدی که بدرستی منافع و تعهدات آتی را پیش‌بینی نموده است، یعنی منافع یا تعهدات آتی، تبدیل به ورود یا خروج وجه نقد بشود (اقلام تعهدی خوب) و

۲- اقلام تعهدی که حاصل اشتباه پیش‌بینی می‌باشند، یعنی، شواهد جدید حکایت از عدم ورود یا خروج وجه نقد باشد، به‌عنوان نمونه، مطالبات، سوخت شود (اقلام تعهدی بد) اما در هر حال، هر دو نوع اقلام تعهدی در دوره بعد معکوس خواهند شد.

در پژوهش جامعی که توسط دیچو و همکاران (۱۹۹۸) در مورد اقلام تعهدی و در قالب تابع سری زمانی بین اقلام تعهدی سرمایه در گردش و تغییرات در فروش انجام گرفته، فرض شده در سری زمانی تغییرات در فروش، همبستگی وجود ندارد و در نتیجه، برای سری زمانی اقلام تعهدی نیز

^۱-Athukorala et al.

همبستگی وجود نخواهد داشت. اما نتایج پژوهش نشان‌دهنده همبستگی برای سری زمانی تغییرات در فروش بود. با توجه به رابطه بین ارقام تعهدی و تغییرات فروش، آلن و همکاران (۲۰۱۲) معتقد هستند احتمالاً عدم مشاهده این همبستگی می‌تواند به‌خاطر در نظر نگرفتن معکوس شدن ارقام تعهدی و نوسانات موقت در سرمایه در گردش ناشی از شوک‌های اقتصادی باشد. در ادبیات مدیریت سود، معکوس شدن ارقام تعهدی غیرعادی یا ارقام تعهدی اختیاری، یعنی تمام ارقام تعهدی که مربوط به رشد شرکت نمی‌باشد (جونز^۱، ۱۹۹۱؛ دیفوند و پارک، ۲۰۰۱؛ زای^۲، ۲۰۰۱) آزمون شده است (بابر و همکاران، ۲۰۱۱؛ فدیگ و همکاران، ۲۰۱۱).

جریان نقد و پیش‌بینی آن از جمله اطلاعات اساسی قابل محاسبه از طریق گزارش‌های مالی است که در برگزیده اطلاعات درمورد پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی می‌باشد. (اولسون، ۱۹۹۶؛ فیرفیلد^۳ و همکاران، ۲۰۰۳) و ارقام تعهدی خوب؛ توانایی پیش‌بینی تحلیل‌گر جریان نقدی را دارا می‌باشند (بوشمن^۴، ۲۰۱۱؛ دیچو و دیجو، ۲۰۰۲؛ دیفوند و پارک، ۲۰۰۱). بنابراین، بخش اول ارقام تعهدی خوب، ارقام تعهدی می‌باشند که با رشد شرکت ارتباط دارند بخش دوم ارقام تعهدی خوب مربوط به پیش‌بینی صحیح نوسانات در سرمایه در گردش می‌باشد. مثلاً اگر شرکت در زمان کاهش موقت سرمایه‌گذاری خرید بیش از حد معمول انجام دهد، ارقام تعهدی ناشی از موجودی نیز موقتاً افزایش می‌یابد. اما در دوره بعد، موجودی‌ها نیز مصرف شده و به حالت قبل (عادی) خود برگشته و معکوس می‌شود. بنابراین، بخش دوم ارقام تعهدی خوب، ارقام تعهدی هستند که در سری زمانی آن همبستگی منفی وجود داشته و با نوسانات موقت سرمایه در گردش مرتبط می‌باشند. بخش ارقام تعهدی بد، یعنی بخش اشتباه تخمین ارقام تعهدی که منافع آتی را نمی‌توانند پیش‌بینی نمایند، اما در هر حال، معکوس خواهند شد و زمانی معکوس می‌شوند که مشخص می‌شود منافع آتی مرتبط با آن‌ها تبدیل به تغییر در جریان وجوه نقد نخواهد شد اما بر سود آن دوره تأثیر منفی خواهد گذاشت (آلن و همکاران، ۲۰۱۱).

¹ Jones

² Xie

³ Fairfield

⁴ Bushman

پژوهش‌ها نشان‌دهنده پایداری کمتر جزء ارقام تعهدی رقم سود نسبت به جزء نقدی آن می‌باشد (اسلوان، ۱۹۹۶؛ حقیقت، ۱۳۸۹) این عدم ثبات ارقام تعهدی، منجر به افزایش عدم اطمینان در مورد اطلاعات گزارش شده می‌شود و بنابراین، ریسک افزایش یافته و در نتیجه، قیمت‌گذاری بیش از حد ارقام تعهدی (ناهنجاری ارقام تعهدی) امری منطقی خواهد بود. (نظر به منطقی بودن قیمت‌گذاری ریسک) (خان^۱، ۲۰۰۸) و (یو^۲ و همکاران، ۲۰۱۰) توجیه دیگر برای ناهنجاری ارقام تعهدی بر این اساس می‌باشد که قاعده می‌باشد (یو و همکاران، ۲۰۱۰) و (فایرفیلد و همکاران، ۲۰۰۳) (خانی و صالحی، ۱۳۹۱). فرض می‌شود تغییر در ارقام تعهدی مرتبط با تغییر در میزان تغییرات سرمایه‌گذاری می‌باشد؛ بنابراین، افزایش در ارقام تعهدی به معنای افزایش در سرمایه‌گذاری بوده که با افزایش این سرمایه‌گذاری باید شاهد کاهش تدریجی در بازده یا برگشت نهایی در سرمایه‌گذاری بود (بازده نهایی نزولی سرمایه‌گذاری جدید). بنابراین، منطقی خواهد بود اگر شاهد قیمت پایین برای سهام شرکت‌های با ارقام تعهدی بالا و قیمت بالا برای شرکت‌های با ارقام تعهدی پایین، یعنی ناهنجاری ارقام تعهدی بود. عدم ثبات ارقام تعهدی منجر به قابلیت اتکای کمتر آن و در نتیجه قیمت‌گذاری بیش از اندازه سرمایه‌گذاران ساده‌انگار خواهد شد. اکسای (۲۰۰۱) ارقام تعهدی غیرعادی مدل جونز (۱۹۹۱) را جهت توجیه عدم ثبات ارقام تعهدی به‌کار برد. در مقابل، دیچو و همکاران (۲۰۱۱)، بخش دوم ارقام تعهدی بد، یعنی خطای پیش‌بینی را برای توجیه عدم ثبات ارقام تعهدی و ناهنجاری ارقام تعهدی به‌کار بردند.

به‌طور خلاصه، بخش اول ارقام تعهدی خوب، اقلامی خواهند بود که توانایی پیش‌بینی نماینده‌های شناخته شده برای متغیرهای سودآوری آتی شرکت یعنی رشد فروش و رشد کارکنان (دیچو و دیچو، ۲۰۱۱، بوشمن، ۲۰۱۱، دیچو و همکاران، ۲۰۰۲) را داشته باشند. اگر توسعه شرکت همراه با سرمایه‌گذاری در سرمایه در گردش همچون، موجودی کالا و حساب‌های دریافتی جهت حمایت از افزایش در عملیات باشد، انتظار می‌رود رابطه بین ارقام تعهدی و متغیر یا نماینده‌های رشد مثبت باشد (آلن و همکاران، ۲۰۱۱؛ بوشمن، ۲۰۱۱) در مقابل، اگر برعکس از سرمایه در گردش، استفاده (بهینه) نشود انتظار کاهش پایداری ارقام تعهدی ناشی از متغیر رشد فروش

¹ Kahn

² Wu

(ریچاردسون^۱، ۲۰۰۶؛ رضازاده و همکاران، ۱۳۹۰) یعنی رابطه منفی برای متغیرهای مذکور وجود خواهد داشت.

بین طبقه بندی ارقام تعهدی به خوب و بد و به عادی و غیرعادی (جونز، ۱۹۹۱) نیز تفاوت وجود دارد. ارقام تعهدی خوب و بد براساس ارزیابی پس از وقوع ارقام تعهدی می باشد، مبنی بر اینکه آیا ارقام تعهدی پیش‌بینی صحیحی از منافع آتی انجام داده اند یا خیر (از قبل مدیر خبر از سوخت شدن مطالبات نداشته است). در حالی که ارقام تعهدی عادی و غیرعادی بر مبنای ارزیابی قبل از وقوع ارقام تعهدی و در قالب قصد و هدف مدیریت در زمان گزارش این ارقام خواهد بود (از قبل مدیر خبر از سوخت شدن مطالبات نداشته است) (آلن و همکاران، ۲۰۱۱). اگر کاهش موجودی به علت ناباب شدن باشد، این مبلغ بدون تبدیل شدن به وجه نقد منجر به کاهش سود دوره کاهش ارزش، یعنی دوره بعد خواهد شد. تغییرات ارقام تعهدی دوره بعد به دوره جاری، دربرگیرنده اینگونه اشتباه در تخمین، یعنی ارقام تعهدی بد خواهد بود (آلن و همکاران، ۲۰۱۱). شی و همکاران (۲۰۱۴) معتقدند که پیش‌بینی جریان نقد بر رابطه ارقام تعهدی و بازده سهام اثر مثبتی دارد. لذا انتظار می‌رود که پیش‌بینی جریان نقد بر ارتباط بین ارقام تعهدی و بازده سهام اثر مثبتی داشته باشد.

ناهنجاری ارقام تعهدی و پیش‌بینی جریان نقد

ناهنجاری ارقام تعهدی در نتیجه درک نادرست سرمایه‌گذاران از تفاوت ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی موجود در عایدات و گرایش ارقام تعهدی به یافتن روندی معکوس در مقابل جریان‌های نقدی ایجاد می‌شود. اسلون^۲ (۱۹۹۶) بیان کرد که سطح ارقام تعهدی جاری همبستگی منفی با بازده غیرعادی سال آینده دارد. این نتایج نشان می‌دهد که بازار، کمتر بودن پایداری جزء تعهدی سود و جزء نقدی آن را تشخیص نمی‌دهد؛ در نتیجه نسبت به عایداتی که دارای ارقام تعهدی بالا باشد، واکنش بیش از حد نشان می‌دهد و زمانی که عایدات در آینده گزارش می‌شود، بازار متوجه می‌شود که عایدات دوره قبل پایدار نبوده است و واکنش بیش از حد، معکوس می‌گردد. نتایج پژوهش‌ها

¹ Richardson

² Sloan

۱۰۸ / نقش پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران جریان نقد در ناهنجاری ...

نشان می‌دهد هنگامی که پیش‌بینی جریان نقد همراه با پیش‌بینی سود به سرمایه‌گذاران ارایه می‌شود، ارقام تعهدی به طور ضمنی پیش‌بینی می‌شود و با توجه به اینکه ناهنجاری ارقام تعهدی در نتیجه درک نادرست سرمایه‌گذاران از پایداری اجزاء سود ایجاد می‌شود؛ انتظار می‌رود ناپایداری در جزء تعهدی سود با پیش‌بینی‌های جریان نقد اصلاح گردد، اگر وارونگی مورد انتظار در ارقام تعهدی در پیش‌بینی‌های جریان نقد اصلاح گردد این اطلاعات فزاینده در پیش‌بینی‌های جریان نقد می‌تواند کمک نماید تا قیمت‌گذاری نادرست ارقام تعهدی کاهش یابد. (موهانرام^۱، ۲۰۱۴). ریچاردسون و همکاران (۲۰۱۰) و گرین^۲ و همکاران (۲۰۱۱) کاهش ناهنجاری ارقام تعهدی مطابق با افزایش در دسترس بودن پیش‌بینی جریان نقد را آزمون نمودند؛ آنها دریافتند که در دوره زمانی که پیش‌بینی جریان نقد رایج تر گردیده است، بازده‌ها بر پایه استراتژی ارقام تعهدی کاهش می‌یابد و ارتباط منفی بین ارقام تعهدی و بازده‌های آتی به طور معنادار برای شرکت‌هایی با پیش‌بینی‌های جریان نقد ضعیف تر است. شی و همکاران (۲۰۱۴) معتقدند که پیش‌بینی جریان نقد توان اثرگذاری بر ناهنجاری ارقام تعهدی را دارد. به طوری که با افزایش پیش‌بینی جریان نقد، ناهنجاری ارقام تعهدی کاهش می‌یابد. پس پیش‌بینی می‌شود که پیش‌بینی‌های جریان نقدی در این پژوهش توان اثرگذاری بر ناهنجاری ارقام تعهدی را داشته و آن را کاهش دهد. لذا انتظار می‌رود پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی سبب کاهش ناهنجاری ارقام تعهدی می‌شود.

فرضیه پژوهش

با توجه به مبانی نظری، سوابق و پیشینه داخلی و خارجی پژوهش، از آنجایی که انتظار می‌رود انتشار اطلاعات مربوط به پیش‌بینی جریان‌ات نقدی سبب کاهش رابطه منفی بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام و در نتیجه قیمت‌گذاری صحیح تر ارقام تعهدی گردد، در مطالعه حاضر انتظار می‌رود که پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی بر ارتباط منفی ارقام تعهدی و بازده اثر قابل ملاحظه‌ای داشته باشد. بدین صورت که پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی منجر به کاهش ناهنجاری ارقام تعهدی می‌شود. لذا فرضیه پژوهش به شرح زیر تبیین و طراحی شد:

پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران جریان نقدی سبب کاهش ناهنجاری انتخاب‌های اختیاری مدیران می‌شود.

¹ mohanram

² Green

طرح آزمون فرضیه

جهت آزمون فرضیه پژوهش که به بررسی رابطه بین پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی و قیمت‌گذاری اقلام می‌پردازد، از مدل رگرسیونی چندمتغیره و داده‌های ترکیبی بر اساس پژوهش‌های همکاران (۲۰۱۴) و مدل ماشرووالا و همکاران^۱ (۲۰۰۶) به شرح رابطه (۱) استفاده شده است. تصمیم‌گیری در خصوص فرضیه پژوهش بدین صورت است که برای آزمون فرضیه پژوهش به ترتیب از ضرایب β_1 الی β_8 استفاده شد. چنانچه بر اساس آزمون F فیشر، کل مدل برآوردی معنی‌دار باشد و ضریب متغیر β_3 یا به عبارتی متغیر تعاملی ACCR*MYC مثبت و معنی‌دار باشد، فرضیه پژوهشی رد نخواهد شد.

رابطه (۱)

$$SAR_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 MYC_{it} + \beta_2 ACC_{it} + \beta_3 ACCR_{it} \times MYC_{it} + \beta_4 ACCR_{it} \times CONTROL + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 BETA_{it} + \beta_7 BTOM_{it} + \beta_8 ETOP_{it} + \varepsilon_{it}$$

در این رابطه:

SAR : بازده آتی سهام

MYC : پیش‌بینی جریان نقدی

ACC : کل اقلام تعهدی

CONTROL : متغیرهای کنترلی ناهنجاری اقلام تعهدی که عبارتند از :

EVOL : نوسان‌پذیری سود

ALTZ : بحران مالی

SIZE : اندازه شرکت مبتنی بر نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام

IDVOL : نوسانات غیرمتعارف

PRICE : قیمت سهام

VOL : حجم معاملات سهام

SIZE : اندازه شرکت مبتنی بر جمع دارایی‌ها

BETA : ریسک شرکت

¹ Mashruwala et al.

BTOM : نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار

ETOP : نسبت سود به قیمت

ε : خطای مدل

نحوه سنجش متغیرهای پژوهش در ادامه بیان شده است.

متغیر وابسته

بازده آتی سهام (SAR): در پژوهش حاضر به پیروی از پژوهش شی و همکاران^۱ (۲۰۱۴) بازده آتی سهام، به‌عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است. نخست بازده سهام از بانک اطلاعاتی ره‌آوردنوبین استخراج شده و پس از آن بازده دوره t+1 در مدل پژوهش جهت تبیین بازده آتی سهام به‌کارگیری شده است. رابطه‌ای که برای بازده سهام در بانک اطلاعاتی ره‌آوردنوبین تعریف شده است، به شرح رابطه (۲) می‌باشد.

رابطه (۲)

$$R_{it} = \frac{(1 + \alpha)P_{it} - P_{it-1} - \alpha(1000) + (1 + \alpha)D_{it}}{P_{it-1} + \alpha(1000)}$$

در این رابطه:

R : بازده واقعی سهام شرکت

P : قیمت سهام شرکت

D : منافع مالکیت سهم (سود نقدی هر سهم)

α : درصد سهام جایزه شرکت

(مبلغ اسمی هر سهم در ایران ۱۰/۰۰۰ ریال است)

متغیر مستقل

پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی (MMYC): متغیر مستقل این پژوهش پیرامون پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی می‌باشد. عوامل گوناگونی موثر بر پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی شناسایی شده است. این متغیر به پیروی از پژوهش‌گران پیشین نظیر شی و همکاران (۲۰۱۴)،

¹ Shi et al

فرانسیس وایسون^۱ (۲۰۱۲)، بوئن^۲ و همکاران (۱۹۸۶) و تقفی و صرافی (۱۳۹۲) با استفاده از مدل تعهدی ساده یا معکوس جهت پیش‌بینی جریان وجوه نقد عملیاتی استفاده نموده‌اند. در این مدل فرض می‌شود که جریان‌های نقد به صورت گام تصادفی رفتار کرده و اقلام تعهدی سرمایه در گردش به‌طور کامل جمع‌آوری یا در دوره بعد پرداخت می‌شوند. همچنین یودر^۳ (۲۰۰۶) این مدل را در پژوهش خود به کار برد. همچنین تقفی و صرافی (۱۳۹۲) از مدل جهت پیش‌بینی‌های جریان‌های نقدی استفاده نموده است. این مدل به شرح رابطه (۳) می‌باشد.

رابطه (۳)

$$E(CFO_{it+1}) = CFO_{it} + \Delta AR_{it} - \Delta AP_{it} - \Delta ACCEXP_{it} - \Delta ACCIT_{it}$$

در این رابطه:

CFO: جریان نقد عملیاتی

ΔAR : تغییرات حساب‌های دریافتی

ΔAP : تغییرات حساب‌های پرداختی

$\Delta ACCEXP$: تغییرات هزینه‌های پرداختی

$\Delta ACCIT$: تغییرات مالیات بردرآمد پرداختی

متغیرهای کنترلی

متغیرهای بی‌شماری می‌تواند بر رابطه بین پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی و قیمت‌گذاری اقلام اثر گذار باشد. شی و همکاران (۲۰۱۴) بیان می‌کنند بیش از سایرین، متغیرهای اندازه شرکت، ریسک شرکت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و نسبت سود به قیمت بر رابطه بین پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی و قیمت‌گذاری اقلام موثرند. لذا در این پژوهش متغیرهای نامبرده به‌عنوان متغیرهای کنترلی بر رابطه پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی و قیمت‌گذاری اقلام انتخاب و به شرح زیر سنجیده شده است.

اندازه شرکت مبتنی بر جمع دارایی‌ها (SIZE): اندازه شرکت با استفاده از لگاریتم جمع دارایی‌های شرکت سنجیده شده است.

¹ Francis and Eason

² Bowen

³ Yoder

۱۱۲ / نقش پیش‌بینی‌های تحلیل‌گران جریان نقد در ناهنجاری ...

ریسک شرکت (BETA): ریسک شرکت با استفاده از ضریب بتای مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای اندازه‌گیری شده است.

نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BTOM): نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار از تقسیم ارزش دفتری سهام بر ارزش بازار سهام سنجیده شده است.

نسبت سود به قیمت (ETOP): نسبت سود به قیمت از تقسیم سود خالص به قیمت سهام سنجیده شده است.

متغیرهای تعدیل‌گر

به استثنای متغیرهای کنترلی، متغیرهای تعدیل‌گری بر رابطه بین پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی و قیمت‌گذاری ارقام جهت شناسایی ارتباط منفی ارقام تعهدی و بازده سهام به پیروی از شی و همکاران (۲۰۱۴) در مدل تبیین شده که نحوه سنجش آن‌ها به شرح زیر می‌باشد.

کل ارقام تعهدی (ACC): ارقام تعهدی^۱ برآورد شده بر اساس پژوهش دیچو و دچو (۲۰۰۲) برابر است با سود قبل از ارقام غیرمترقبه منهای جریان‌ات نقد عملیاتی به اضافه ارقام غیر مترقبه و عملیات متوقف شده تقسیم بر میانگین کل دارایی‌ها.

متغیرهای کنترلی نابهنجاری ارقام تعهدی

متغیرهای کنترلی نابهنجاری ارقام تعهدی (CONTROL): این متغیرها در مدل آزمون فرضیه پژوهش بر رابطه منفی ارقام تعهدی (ACC) و بازده سهام (SAR) اثرات را کنترل می‌کنند. این متغیرها به شرح زیر می‌باشد.

شدت سرمایه (CAP): شدت سرمایه از خالص اموال و ماشین‌آلات و تجهیزات تقسیم بر فروش در آغاز سال مالی جاری سنجیده شده است.

نوسان‌پذیری سود (EVOL): نوسان‌پذیری سود مقیاسی است که تغییرات سود را نشان می‌دهد و از طریق انحراف استاندارد رابطه (۴) اندازه‌گیری شده است.

رابطه (۴)

$$EVOL = STD \left[\frac{EPS_t}{\frac{EPS_t + EPS_{t-1}}{2}} \right]$$

¹ Accrualst

که در رابطه فوق:

STD : انحراف استاندارد

EPS : سود هر سهم در سال

بحران مالی (ALTZ) : بحران مالی از شاخص Z آلتمن یا نمره صفر محاسبه می‌شود. این نمره از پنج نسبت مالی به صورت رابطه (۵) تشکیل شده است.

رابطه (۵)

$$Z \text{ SCORE} = 1.2 X1 + 1.4 X2 + 3.3X3 + .6 X4 + x5$$

X1 : کل دارایی‌ها/سرمایه در گردش

X2 : کل دارایی‌ها/سود انباشته

X3 : کل دارایی‌ها/ سودقبل از بهره ومالیات

X4 : ارزش دفتری بدهی‌ها/ارزش بازارحقوق صاحبان سهام

X5 : کل دارائی‌ها/فروش

اندازه شرکت مبتنی بر نسبت ارزش بازار حقوق صاحبان سهام (SIZE) : اندازه ارزش بازار شرکت با استفاده از لگاریتم ارزش بازار حقوق صاحبان سهام سنجیده شده است.

نوسانات غیرمتعارف یا نوسان‌پذیری نگرش مدیریت (IDVOL): نوسان‌پذیری نگرش مدیریت که با استفاده از نوسانات غیرمتعارف سنجیده شده است، از واریانس باقی‌مانده دو رابطه به‌دست می‌آید. بدین صورت که نخست بازده شرکت برآورد و باقی‌مانده آن از ایویوز استخراج شده است. سپس در گام دوم بازده بازار یا شاخص بازار برآورد و باقی‌مانده آن از نرم افزار استخراج و در مرحله نهایی از باقی‌مانده هر دو رابطه واریانس گرفته شده و تحت عنوان متغیر اثر گذار بر رابطه منفی اقلام تعهدی و بازده سهام به‌کارگیری شده است.

قیمت سهام (PRICE) : قیمت پایانی سهام.

حجم معاملات سهام (VOL) : تعداد سهام معامله شده در سال.

جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری پژوهش حاضر، همه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. دوره زمانی این پژوهش محدود به سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ است. نمونه آماری نیز با اعمال شرایط زیر از میان شرکت‌های عضو جامعه آماری انتخاب شده است.

- سال مالی شرکت‌ها منتهی به پایان اسفند هر سال باشد.
 - شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۲ از بورس خارج نشده باشند.
 - جزء شرکت‌های مالی سرمایه‌گذاری، هلدینگ، واسطه‌گری و موارد مشابه نباشند.
 - کلیه اطلاعات مورد نیاز شرکت‌ها در دسترس باشد.
- با بررسی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و اعمال شرایط و محدودیت‌های فوق تعداد ۱۶۸ شرکت جهت برآورد مدل‌ها و آزمون فرضیه‌های پژوهش انتخاب شده‌اند.

نتایج و بحث

یافته‌های پژوهش به دو بخش آمار توصیفی و استنباطی تقسیم شده است.

الف- آمار توصیفی

جدول (۱) آماره‌های توصیفی را برای کلیه متغیرها ارائه نموده است.

جدول ۱- توصیف یافته‌ها

متغیرها	میانگین	میانه	پیشینه	کمینه	انحراف معیار
بازده تعدیل شده	۰/۵۱۷	۰/۱۴۳	۸/۵۹۴	-۰/۶۵۷	۱/۱۰۱
پیش‌بینی جریان نقدی تحلیل‌گر	۰/۱۱۳	۰/۱۱۰	۰/۸۶۸	-۱/۹۸۴	۰/۱۵۴
حجم اقلام تمهدی	-۰/۰۰۸	-۰/۰۱۷	۱/۵۳۹	-۰/۵۷۸	۰/۱۶۷
حجم سرمایه	۰/۴۸۵	۰/۲۵۵	۱۰/۸۷۸	۰	۰/۷۷۸
نوسان‌پذیری سود	۳/۴۲۵	۰/۳۱۴	۵۷۱/۳۰۸	۰/۰۱۲	۳۵/۵۱۵
نمره آلمن	۳/۰۳۱	۲/۲۶۸	۱۱۰/۲۱۳	-۵/۰۲۰	۴/۷۱۵
اندازه شرکت (دارایی‌های شرکت)	۵/۹۲۶	۵/۸۶۵	۸/۰۱۴	۴/۳۵۶	۰/۶۱۲
نوسان‌پذیری نگرش مدیریت	-۰/۰۵۹	-۰/۳۱۴	۷/۴۵۷	-۱/۶۷۰	۱/۰۷۵
قیمت سهام	۵۶۳۴/۶۱۱	۳۰۱۵/۵۰۰	۶۵۱۶	۴۰۸	۷۱۶۰/۵۸۰
حجم معاملات					
اندازه شرکت (ارزش بازار سهام)	۲۶/۹۴۴	۲۶/۸۸۸	۳۲/۳۴۵۴	۲۳/۱۰۳	۱/۵۶۵
ریسک	۰/۶۷۰	۰/۵۱۶	۳۶/۸۳۵	-۲۱/۲۰۳	۲/۲۷۰
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۵۶۱	۰/۵۱۳	۵/۱۴۷	-۸/۵۰۱	۰/۹۰۸
نسبت سود به قیمت	۰/۰۸۲	۰/۱۳۸	۱/۸۵۶	-۳/۳۰۶	۰/۳۶۰

ماخذ: یافته‌های پژوهش

از بین شاخص‌های مرکزی بیان‌شده میانگین مهم‌ترین آن‌ها محسوب می‌شود که نشان‌دهنده نقطه تعادل و مرکز ثقل توزیع است. میانگین شاخص مناسبی برای نشان دادن مرکزیت داده‌ها است. برای مثال میانگین بازده تعدیل شده برابر با ۰,۵۱۷۴۳۶ می‌باشد که نشان می‌دهد بیشتر داده‌های مربوط به این متغیر در حول این نقطه تمرکز یافته‌اند. میانه یکی دیگر از شاخص‌های مرکزی است که وضعیت جامعه را نشان می‌دهد. همان‌گونه که در جدول (۱) مشاهده می‌شود میانه متغیر پیش‌بینی جریان نقدی تحلیل‌گر برابر با ۰,۱۱۰۸۱۱ است که نشان می‌دهد نیمی از داده‌های این متغیر کمتر از این مقدار و نیمی دیگر بیشتر از این مقدار می‌باشد.

۱۱۶ / نقش پیش‌بینی‌های تملیل‌گران جریان نقد در ناهنجاری ...

ب- آمار استنباطی

پس از انجام آزمون‌های آماری لازم و فروض کلاسیک که در ادامه جدول بیان شده است، به‌منظور تعیین به‌کارگیری داده‌ها و اطمینان از صحت الگوی برازش شده، نتایج نهایی حاصل از تخمین مدل پژوهش در ادامه ارائه می‌گردد.

جدول ۲- نتایج الگوی پژوهش

نام متغیر	ضریب برآورد شده	آماره t	سطح معناداری
پیش‌بینی جریان نقدی تحلیل‌گر	۰/۱۹۳	۱/۹۰۰	۰/۰۰۸۲
حجم ارقام تعهدی	-۲/۰۲۲	-۱/۷۴۴	۰/۰۰۶۸
پیش‌بینی جریان نقد تحلیل‌گر و حجم ارقام تعهدی	۰/۵۹۱	۱/۵۰۹	۰/۰۱۰۶
حجم ارقام تعهدی و شدت سرمایه	-۰/۷۰۰	-۱/۳۰۴	۰/۱۹۲۴
حجم ارقام تعهدی و نوسان‌پذیری سود	۰/۰۰۶	۰/۹۸۱	۰/۳۲۶۹
حجم ارقام تعهدی و نمره آئتمن	۰/۰۱۲	۰/۶۵۰	۰/۵۱۵۴
حجم ارقام تعهدی و اندازه شرکت بر اساس دارایی‌ها	-۰/۴۶۷	-۰/۹۸۰	۰/۳۲۶۹
حجم ارقام تعهدی و نوسان‌پذیری نگرش مدیریت	-۰/۳۰۱	-۱/۴۴۶	۰/۱۴۸۴
حجم ارقام تعهدی و قیمت سهام	۵/۰۲۰	۱/۵۷۴	۰/۱۱۵۶
حجم ارقام تعهدی و حجم سهام	۸/۴۴۰	۰/۴۲۲	۰/۶۷۲۹
اندازه شرکت بر اساس ارزش بازار سهام	-۰/۱۰۱	-۳/۹۳۲	۰/۰۰۰۱
ضریب بتا(نماینده ریسک)	-۰/۰۲۶	-۱/۵۸۹	۰/۱۱۲۳
نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار	۰/۱۲۳	۲/۴۶۵	۰/۰۱۳۹
نسبت سود به قیمت	۰/۱۸۱	۱/۲۵۸	۰/۲۰۸۴
ضریب ثابت	۳/۱۸۴	۴/۵۸۶	۰/۰۰۰۰
ضریب تعیین	۰/۶۰	-	-
آماره F	-	۳/۷۷	۰/۰۰۰۰
آماره دوربین واتسون	۲/۱۲	-	-
آماره وایت	-	۱/۷۲	۰/۰۰۰۰
آزمون F لیمر	-	۰/۸۰۸	۰/۹۵۳۲

ماخذ: یافته‌های پژوهش

یکی از موضوعات مهمی که در اقتصادسنجی به آن برخورد می‌شود، موضوع واریانس ناهمسانی است. واریانس ناهمسانی به این معنا است که در تخمین مدل رگرسیون مقادیر جملات خطا دارای واریانس‌های نابرابر هستند. به منظور برآورد واریانس ناهمسانی در این پژوهش از آزمون وایت استفاده شده است. از دیگر مفروضات رگرسیونی آزمون عدم وجود خود همبستگی می‌باشد. این مفروض با استفاده از آزمون دوربین واتسون انجام شده است. نتایج حاصل از آزمون وایت و دوربین واتسون در جدول (۲) آورده شده است. نتایج نشان‌دهنده این است که بین داده‌های پژوهش مشکل ناهمسانی و خود همبستگی وجود ندارد. سپس لازم است آزمون‌های آماری لازم برای تبیین نوع داده‌ها انجام گیرد. نتایج آزمون F لیمر در جدول (۲) برای مدل پژوهش نشان داده شده است. این آزمون نشان می‌دهد، برای تخمین مدل، روش به‌کارگیری داده‌ها تلفیقی یا تابلویی است. مقدار احتمال مربوط به این آماره برای مدل پژوهش یعنی بررسی رابطه بین پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی و قیمت‌گذاری اقلام تعهدی بیشتر از ۰/۰۵ است، بنابراین فرض صفر آزمون مبنی بر تلفیقی بودن داده‌ها برای مدل پژوهش تایید می‌شود. بر اساس نتایج آزمون F لیمر، مدل پژوهش بر اساس رویکرد داده‌های تلفیقی تخمین زده شد. نتایج حاصل از تخمین این مدل در جدول (۲) ارائه شده است که تاثیر بررسی رابطه بین پیش‌بینی‌های تحلیل‌گر جریان نقدی و قیمت‌گذاری اقلام تعهدی را آزمون می‌کند مقدار F رگرسیون که نشان از توان توضیح دهندگی مدل است، برای این مدل احتمال آماره کمتر از ۰/۰۱ است، که می‌توان گفت در سطح اطمینان ۹۹ درصد این مدل معنادار بوده و دارای اعتبار است. همچنین ملاحظه مقدار آماره دوربین واتسون (۱/۵۷) نیز مؤید این مطلب است که بین اجزاء اخلاص خودهمبستگی وجود ندارد، زیرا این مقدار در فاصله ۱/۵ و ۲/۵ قرار دارد.

نتایج جدول (۲) نشان می‌دهد، سطح معناداری برای تعامل پیش‌بینی جریان نقدی و حجم اقلام تعهدی به‌عنوان نماینده پیش‌بینی جریان نقد تحلیل‌گر با احتمال ۹۵ درصد برابر با ۰/۰۱۰۶ که کمتر از سطح معناداری ۰/۰۵ نشان می‌دهد. از این رو می‌توان گفت که پیش‌بینی‌های جریان نقدی بر ناهنجاری اقلام تعهدی موثر بوده و فرض صفر پژوهش رد شده و می‌توان نتیجه گرفت که پیش‌بینی‌های جریان نقدی سبب کاهش ناهنجاری اقلام تعهدی یا ارتباط منفی (۲,۰۲۲۵۱۶-) حجم اقلام تعهدی و بازده آتی سهام می‌شود. پس می‌توان نتیجه گرفت که فرضیه پژوهش تایید می‌شود.

نتیجه‌گیری و پیشنهاد

از دیرباز سود حسابداری به‌عنوان رقمی ارزشمند در مجموعه صورت‌های مالی به‌عنوان معیاری برای ارزیابی عملکرد شرکت و اتخاذ تصمیم‌های منطقی مورد توجه استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی بوده است. یکی از موضوعات مهم در پژوهش‌های حسابداری، نقش سود حسابداری در ارزیابی توان پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی می‌باشد. هیئت استانداردهای حسابداری مالی بر این باور است که ارائه اطلاعات در خصوص سود و اجزای آن در مقایسه با جریان‌های نقدی عملیاتی شاخص بهتری در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی است. در فرایند تصمیم‌گیری مالی، نقش و اهمیت جریان‌های نقدی چنان آشکار شده است که بدون توجه به آن، تصمیمات ناکارآمد هستند و یا اینکه در اجرا با مشکلاتی مواجه خواهند شد. هدف از انجام این پژوهش، بررسی نقش پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی در کاهش ناهنجاری‌های اقلام تعهدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در یک دوره زمانی ۵ ساله است. پژوهش حاضر از نوع کاربردی و با ماهیت توصیفی است و با استفاده از تحلیل اطلاعات به‌دست آمده از صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۲ صورت گرفته است. آزمون فرضیه پژوهش به بررسی پیش‌بینی‌های جریان نقدی تحلیل‌گر و ناهنجاری اقلام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته است. بر اساس نتایج به‌دست آمده و یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه پژوهش، حاکی از آن است که پیش‌بینی‌های جریان نقدی تحلیل‌گر سبب کاهش ناهنجاری اقلام تعهدی می‌شود. به عبارتی با افزایش پیش‌بینی‌های جریان نقدی تحلیل‌گر، ناهنجاری اقلام تعهدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران کاهش می‌یابد. پس یکی از عوامل موثر بر ناهنجاری اقلام تعهدی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار، پیش‌بینی‌های جریان نقدی تحلیل‌گر می‌باشد. نتیجه فرضیه پژوهش تایید و با پژوهش پژوهش شی و همکاران (۲۰۱۴) همخوانی دارد.

بر اساس این پژوهش چون اقلام تعهدی حسابداری نسبت به جریان‌های نقدی به میزان زیادی دارای ذهنی‌گرایی است و احتمال بیشتری وجود دارد که تحت تاثیر اهداف اختیاری مدیر قرار گیرد و یا شامل اقلام تعهدی حسابداری غیرعادی باشد که به ندرت در دوره‌های آتی تکرار می‌شود، اقلام تعهدی حسابداری در مقایسه با جریان‌های نقدی توان پیش‌بینی‌کننده کمتری دارد. براین اساس،

این پژوهش مؤید پژوهش براکت و همکاران (۲۰۰۷) است که دریافتند که به طور متوسط قدرمطلق خطاهای پیش‌بینی برای جریان‌های نقدی آتی، زمانی که اقلام تعهدی حسابداری به‌عنوان یک پیش‌بینی کننده به جریان‌های نقدی عملیاتی اضافه می‌شوند کوچکتر از زمانی است که جریان وجوه نقد حاصل از عملیات به تنهایی به‌عنوان یک پیش‌بینی کننده استفاده شود. همچنین در پژوهش آرند و همکاران (۲۰۱۱) نیز اقلام تعهدی حسابداری از توان فزاینده‌ای در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی دارند، به طوری که با افزودن اقلام تعهدی حسابداری به مدل جریان‌های نقدی جاری، خطای پیش‌بینی کاهش یافته است. در پژوهش میرفخرالدینی و همکاران (۱۳۸۸) نیز که به بررسی توانایی جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی حسابداری در پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی پرداختند، نتایج پژوهش نشان داد که با استفاده از مدل سود می‌توان جریان‌های نقدی آتی را پیش‌بینی کرد، جریان‌های نقدی عملیاتی تاریخی به طور معناداری توانایی پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی را دارند، جریان‌های نقدی عملیاتی و اجزای تعهدی سود به طور معناداری توانایی پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی را دارند، و تفاوت معناداری بین سه مدل سود، جریان‌های نقدی، جریان‌های نقدی و اجزای تعهدی سود وجود ندارد.

- ۱- ابراهیمی کردلر، علی و حسنی آذر داریانی، الهام، (۱۳۸۵)، "بررسی مدیریت سود در زمان عرضه اولیه سهام به عموم در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۵، ص ص ۲۳-۳.
- ۲- اسماعیل زاده مقری علی؛ جلیلی محمد؛ زندعباس آبادی عباس. ۱۳۸۹. بررسی تاثیر حاکمیت شرکتی بر کیفیت سود در بورس اوراق بهادار تهران. مجله حسابداری مدیریت، سال سوم، شماره هفتم.
- ۳- آقایی، محمد علی؛ قادیکالایی، مهدیس، ۱۳۹۳. "بررسی میزان اطمینان سرمایه‌گذاران بورس اوراق بهادار تهران نسبت به پایداری اقلام تعهدی سود
- ۴- آقایی، محمد علی، نظافت، احمد رضا، ناظمی اردکانی، مهدی و جوان، علی اکبر، ۱۳۸۸، "بررسی عوامل موثر بر نگره داری موجودی های نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، مجله پژوهش‌های حسابداری مالی، شماره ۱(۲ و ۲)، صص ۷۰-۵۳
- ۵- امیر رسانیان؛ وحید حسینی. (۱۳۸۷). رابطه کیفیت اقلام تعهدی و هزینه سرمایه در ایران. بررسی حسابداری و حسابرسی. مقاله ۵، دوره ۱۵، شماره ۴، زمستان ۱۳۸۷
- ۶- بولو، قاسم، حسینی، محمد، ۱۳۹۱، "بررسی رابطه میان سودآوری اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی"، پژوهش‌ها حسابداری و حسابرسی، انجمن حسابداری ایران، شماره ۱۵، پاییز، صص ۱۳۳-۱۱۶
- ۷- بولو، قاسم، ۱۳۸۵. هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های سود. پایان نامه دکتری حسابداری؛ دانشکده حسابداری و مدیریت دانشگاه علامه طباطبایی.
- 8- AL - Attar, A. and Hussain, S., (2004), "Corporate data and future cash flow", Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 31, Nos. 7-8, PP. 861-903.
- 9- Anthony, J., & Petroni, K. (1997). "Accounting estimation disclosures and firm valuation in the property casualty insurance industry". Journal of Accounting, Auditing, and Finance. Summer, 257-281.
- 10- Arnold, A., J., Clubb, C. D. B., Manson, S. and Wearing, R. T., (1991), "The relationship between earnings, funds flows and cash flows: evidence for the UK", Accounting and Business Research, Vol. 22, No. 85, PP. 13-19.
- 11- Arthur, N., Czernkowski, R. and Chen, M., (2007), "The persistence of cash flow components into future earnings", Working Paper, University of Sydney.
- 12- Athukorala, S. L. and Reid, B., (2003), "Accrual Budgeting and Accounting in Government and It's Relevance for Developing Member Countries", Asian Development Bank, Manila.
- 13- Barth, M. E., Cram, D. P. and Nelson, K. K., (2001), "Accruals and the prediction of future cash flows", The Accounting Review, Vol. 76, No. 1, PP. 27-58.

- 14- Bartov, E., S. R. Goldberg and M. Kim. (2001). "The Valuation-Relevance of Earnings and Cash Flows: an International Perspective". Journal of International Financial Management and Accounting, Vol. 12, Pp. 103-104
- 15- Bazley, M., Hancock, P., Berry, A. and Jarvis, R., (2004), Contemporary Accounting, 5th ed. Thomson, Melbourne.
- 16- Beaver, W., and R. Dukes, (1972). "Interperiod Tax Allocation Earnings, Expectations, and the Behavior of Security Prices". The Accounting Review (April), 320-332.
- 17- Bowen, R. M., Burgstahler, D. and Daley, L. A., (1986), "Evidence on the relationships between earnings and various measures of cash flow", The Accounting Review, Vol. 61, No. 4, PP. 713-25.
- 18- Bowen, R. M., Burgstahler, D. and Daley, L. A., (1986), "Evidence on the relationships between earnings and various measures of cash flow", The Accounting Review, Vol. 61, No. 4, PP. 713-25.
- 19- Chan, K, Chan, L, Jegadeesh, N. and J. Lakonishok (2006). "earnings quality and stock returns", Journal of business, forthcoming.
- 20- Chang, J., khana, T. and Palepu, K., (2000), "Analyst activity around the world", Working Paper, Harvard Business School.
- 21- Charitou, A. and Ketz, J. E., (1990), "Valuation of earnings, cash flow and their components: an empirical investigation", Journal of Accounting, Auditing and Finance, Vol. 5, No.4, PP. 475-497.

The relationship between Analyst cash flow forecasts and pricing of accruals for Companies Listed in Tehran's Stock Market

Vahid Bekhradi Nasab¹ and Fatemeh Zholanezhad²

Abstract

This study examines the relationship between analysts' forecasts of cash flow and pricing of accruals in companies listed on the Tehran Stock Exchange. Analyst forecasts of cash flow based on the random walk model and pricing accruals measured using the accrual anomaly is evaluated. Negative correlation between abnormal accruals and accrual component-efficiency refers futures. The overall goal of research analysts' forecasts depressing effect on cash flow anomalies are accruals. In order to achieve this aim during the period 1388 to 1392, as the sample size of 168 companies selected using systematic elimination. The sample size was intercepted and data collection and database software Eviews econometric estimation was conducted to test the hypothesis. Research evidence suggests that forecasts of cash flow anomalies accrual is reduced.

Key words: accruals, abnormal accruals, stock returns, predictable cash flow.

¹ Corresponding Author, PhD in Accounting, Department of Accounting, Najafabad Branch, Islamic Azad University, Najafabad, Iran. Email Address: vahid.bekhradinasab@gmail.com

² Department of Accounting, Feiz Non-Governmental Non-Profit Institute of Higher Education, Khomeini Shahr, Isfahan, Iran.