

پژوهش‌های حسابداری مالی  
سال هفتم، شماره چهارم، پیاپی (۲۶)، زمستان ۱۳۹۴  
تاریخ وصول: ۱۳۹۴/۲/۶  
تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۳/۲۹  
صص: ۱-۱۸

## کیفیت سود و ارزش شرکت: شواهدی از شرکت‌های ایرانی

ایرج نوروش<sup>\*</sup>، ابوالفضل مؤمنی یانسری<sup>۱\*</sup>، مهدی صفری گرایلی<sup>\*\*\*</sup>

<sup>\*</sup> استاد حسابداری، دانشگاه تهران، تهران، ایران

irajnoravesh@yahoo.com

<sup>\*\*</sup> مربی حسابداری مؤسسه آموزش عالی حکیم جرجانی، گرگان، ایران

a.momeni83@yahoo.com

<sup>\*\*\*</sup> استادیار حسابداری، واحد بندرگز، دانشگاه آزاد اسلامی، بندرگز، ایران

mehdi.safari83@yahoo.com

### چکیده

پژوهش حاضر جهت ارائه شواهدی در خصوص ارتباط میان کیفیت سود با ارزش شرکت و تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر این رابطه صورت پذیرفته است. بدین منظور از یک شاخص ترکیبی، مبتنی بر رتبه دهکی شش ویژگی کیفی سود (کیفیت اقلام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش‌بینی، مربوط بودن به ارزش، به‌موقع بودن و محافظه‌کاری سود) جهت سنجش کیفیت سود استفاده گردید. فرضیه‌های پژوهش، با استفاده از نمونه‌ای متشکل از ۷۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ و با بهره‌گیری از رگرسیون چندگانه مبتنی بر تکنیک داده‌های تلفیقی، مورد آزمون قرار گرفت. یافته‌های بدست آمده حاکی از آن است، که بین کیفیت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش شرکت، رابطه مثبت معناداری وجود دارد. علاوه بر این، نتایج نشان می‌دهند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر رابطه بین کیفیت سود با ارزش شرکت تأثیر معناداری ندارد.

**واژه‌های کلیدی:** کیفیت سود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری، ارزش شرکت.

۱- نشانی مکاتباتی نویسنده مسؤول: گرگان، مؤسسه آموزش عالی حکیم جرجانی، گروه حسابداری.

**مقدمه**

پژوهش در زمره نخستین پژوهش‌های داخلی است که به بررسی ارتباط مستقیم میان کیفیت سود و ارزش شرکت می‌پردازد. بدین ترتیب پژوهش حاضر در پی یافتن شواهد تجربی برای پاسخ به این سؤال است که آیا بین کیفیت سود و ارزش شرکت در بازار سرمایه ایران رابطه معناداری وجود دارد؟ و همچنین آیا فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت بر این رابطه اثرگذار است؟ یافته‌های این پژوهش ضمن پر کردن خلاء پژوهشی در این زمینه، می‌تواند برای مدیران، سرمایه‌گذاران، سیاست‌گذاران بورس و سایر ذینفعان شرکت در امر تصمیم‌گیری راهگشا باشد.

**مبانی نظری و پیشینه پژوهش****کیفیت سود**

به‌طور عمده در پژوهش‌های حسابداری، سود به‌عنوان یکی از مهم‌ترین اجزای گزارشگری مالی در نظر گرفته می‌شود. تأکید بر کیفیت سود را می‌توان با به‌کارگیری گسترده سود و معیارهای مبتنی بر آن توجیه نمود. این معیارها در قراردادهای پاداش و استقراض مورد استفاده قرار می‌گیرند. همچنین پرداخت به کارکنان و اعتباردهندگان نیز بر مبنای سود انجام می‌شود. گذشته از این، سود در بسیاری از مدل‌های ارزشیابی و مدل‌های تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران، مورد استفاده قرار می‌گیرد. از سوی دیگر، سودهای با کیفیت پایین منجر به تخصیص غیر بهینه منابع می‌گردد. بنابراین، این‌گونه سودها نظیر سودهای متقلبان، به دلیل آن‌که باعث می‌شود منابع از پروژه‌های واقعی و عملی به پروژه‌های موهوم و غیرواقعی انتقال یابد؛ از دیدگاه سرمایه‌گذاران نامطلوب تلقی می‌گردد [۱۷].

امروزه سرمایه‌گذاران در بازارهای سرمایه به میزان زیادی بر اطلاعات مالی قابل اتکا تأکید دارند. کیفیت بالای گزارشگری مالی به سرمایه‌گذاران در برآورد بهتر ریسک و ارزیابی ارزش شرکت کمک نموده و منجر به بهبود تصمیم‌های سرمایه‌گذاری می‌گردد. رسوایی‌های مالی اخیر در بازارهای سرمایه ایالات متحده و اروپا (نظیر انرون، ورلدکام و پارمالات) بر اهمیت کیفیت گزارشگری مالی به‌ویژه کیفیت سود صحنه‌گذار شده‌اند. بر اساس بسیاری از پژوهش‌های نظری، به علت این‌که ریسک اطلاعاتی بازار قابل تنوع‌پذیری نمی‌باشد، در مدل‌های قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌گذاری لحاظ شده و از عوامل مؤثر بر بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران و در نتیجه هزینه سرمایه شرکت تلقی می‌گردد [۱۵] و [۲۳]. به بیان دیگر، سرمایه‌گذاران در مواجهه با شرکت‌های با اطلاعات محرمانه بیشتر، بازده مورد انتظار بیشتری را مطالبه می‌نمایند. از این‌رو، این مدل‌ها رابطه منفی میان کیفیت اطلاعات حسابداری و هزینه سرمایه را پیش‌بینی می‌کنند. ضمن آن‌که پژوهش‌های تجربی صورت گرفته نیز این فرضیه را مورد پشتیبانی قرار داده‌اند [۹ و ۱۷]. از آنجا که سود حسابداری یکی از مهم‌ترین منابع اطلاعاتی سرمایه‌گذاران در خصوص شرکت می‌باشد [۱۷]، انتظار می‌رود که بهبود کیفیت سود از طریق کاهش ریسک اطلاعاتی و کاهش هزینه سرمایه شرکت، افزایش ارزش شرکت در بازار را به همراه داشته باشد [۱۸].

یکی از جنبه‌های با اهمیت پژوهش حاضر این است که برخلاف پژوهش‌های گذشته که به بررسی رابطه کیفیت سود با هزینه سرمایه پرداخته‌اند، این

مذکور، به‌عنوان شاخص جامع کیفیت سود معرفی شده است. [۱۸].

### فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت

فرصت‌های سرمایه‌گذاری نشان‌دهنده مجموعه‌ای از سیاست‌ها و خط‌مشی‌های سرمایه‌گذاری است و با گذشت زمان همواره مورد تجدیدنظر شرکت قرار می‌گیرد. فرصت‌های سرمایه‌گذاری به‌خودی‌خود اتفاق نمی‌افتند، بلکه آن‌ها را باید شناسایی نمود و یا این‌که آن‌ها را به وجود آورد. انواع مختلف فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است از سطوح مختلف بخش‌های شرکت سرچشمه بگیرد. برخی از فرصت‌های سرمایه‌گذاری ممکن است توسط مدیریت عالی سازمان یا اعضای هیئت‌مدیره ارائه شود. مشارکت مدیریت عالی در ارائه فرصت‌های سرمایه‌گذاری معمولاً به اقدام‌های استراتژیک نظیر بسط و گسترش فعالیت شرکت از طریق سیاست‌های مالی و ورود به بازارهای جدید محدود می‌شود. نظر به این‌که فرصت‌های سرمایه‌گذاری موجب تخصیص منابع مالی شرکت به‌منظور تحصیل درآمد یا کاهش هزینه‌ها می‌شوند، لذا ممکن است سیاست‌های مالی منظم و اصولی برای فرصت‌های سرمایه‌گذاری از سوی شرکت به اجرا گذاشته شود [۴].

در واقع وجود فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر در شرکت‌ها و استفاده بهینه از آن‌ها، زمینه توسعه و گسترش فعالیت‌های شرکت مانند ورود به بازارهای رو به رشد محصولات در جهت منافع شرکت فراهم نموده و آینده اطمینان بخشی را برای شرکت رقم می‌زند. این موضوع به‌نوبه خود، به افزایش ارزش شرکت می‌انجامد [۱۸].

از آنجایی که معیار سود حسابداری برای سرمایه‌گذاران، اطلاعات با اهمیتی محسوب می‌شود، لذا برخی از پژوهش‌گران [۱۷ و ۱۸]، ویژگی‌های سود را به‌عنوان معیارهای سنجش کیفیت سود مطرح نموده‌اند. بر اساس طبقه‌بندی انجام‌شده در پژوهش فرانسویس و همکاران [۱۷]، ویژگی‌های سود به دو دسته تقسیم می‌گردند: ویژگی‌های مبتنی بر حسابداری<sup>۱</sup> و ویژگی‌های مبتنی بر بازار<sup>۲</sup>. ویژگی‌های مبتنی بر حسابداری، فقط از طریق اطلاعات حسابداری قابل‌اندازه‌گیری می‌باشند؛ در حالی که ویژگی‌های مبتنی بر بازار، بر اساس ارتباط میان بازار سهام و داده‌های حسابداری می‌باشند. در ویژگی‌های مبتنی بر حسابداری، فرض بر آن است که نقش سود، تخصیص بهینه جریان‌های نقدی به دوره‌های گزارشگری از طریق فرآیند اقلام تعهدی می‌باشد. از سوی دیگر، نقش سود در ویژگی‌های مبتنی بر بازار، انعکاس سود اقتصادی در بازده سهام می‌باشد. علاوه بر این، ویژگی‌های سود مبتنی بر حسابداری در مقایسه با ویژگی‌های مبتنی بر بازار، بیشتر تحت تأثیر اختیارات مدیریت قرار می‌گیرند. مهم‌ترین ویژگی‌های مبتنی بر حسابداری عبارت‌اند از: کیفیت اقلام تعهدی، پایداری سود و قابلیت پیش‌بینی سود. از جمله مهم‌ترین ویژگی‌های مبتنی بر بازار می‌توان به بموقع بودن سود، مربوط بودن سود به ارزش و محافظه‌کاری سود اشاره نمود.

به دلیل آن‌که به‌کارگیری هر یک از ویژگی‌های فوق به‌صورت مجزا، ممکن است باعث اختلال در اندازه‌گیری کیفیت سود شود، لذا در پژوهش حاضر یک شاخص ترکیبی مبتنی بر تمامی ویژگی‌های

<sup>۱</sup> Accounting-Based Attributes

<sup>۲</sup> Market-Based Attributes

## کیفیت سود، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت

بوشمن و اسمیت [۱۰] بر این باورند که اطلاعات حسابداری از سه طریق می‌تواند بر هزینه سرمایه‌گذار باشد:

الف - حسابداری مالی می‌بایست هم به‌طور مستقیم یعنی ارائه اطلاعات مفید مربوط به فرصت‌های سرمایه‌گذاری به مدیران و سرمایه‌گذاران و هم به‌طور غیرمستقیم از طریق نقش اطلاعات در برآورد قیمت سهام و کاهش ریسک، منجر به کاهش هزینه سرمایه شرکت گردد.

ب - ترغیب مدیران باهدف هدایت منابع به سمت پروژه‌های خوب و ممانعت از پروژه‌هایی که به‌جای صاحبان سرمایه، مدیران را منتفع ساخته و مسیر سوءاستفاده را هموار می‌سازد.

پ - کاهش عدم تقارن اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران و کاهش ریسک نقد شوندگی [۱۱].

مدل‌های نظری نشان می‌دهند که به دلیل غیرقابل تنوع‌بخش بودن عوامل ریسک اطلاعاتی بازار، این عوامل در تصمیم‌های قیمت‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران در نظر گرفته می‌شود. برای نمونه ایزلی و اوهارا [۱۵] بیان می‌دارند که میزان و کیفیت اطلاعات بر قیمت دارایی‌ها و تقاضای جبران ریسک اطلاعاتی ناشی از وجود اطلاعات محرمانه و غیردقیق تأثیر می‌گذارد. علاوه بر این لیوز و ورچیا [۲۳] معتقدند اطلاعات با کیفیت‌تر (دقت گزارشگری)، همسویی میان شرکت و سرمایه‌گذاران در خصوص سرمایه‌گذاری‌ها را بهبود بخشیده و کاهش ریسک اطلاعاتی شرکت به کاهش هزینه سرمایه شرکت می‌انجامد. از این‌رو انتظار می‌رود با ارتقاء کیفیت گزارشگری مالی، ریسک اطلاعاتی و در نتیجه هزینه

سرمایه کاهش یابد. از آنجایی که ارزش بازار شرکت، بیانگر ارزش فعلی جریان‌های نقدی عایدات آتی است که با نرخ هزینه سرمایه (تعدیل‌شده بر اساس ریسک) تنزیل می‌شود، کاهش هزینه سرمایه، افزایش ارزش شرکت را به همراه خواهد داشت [۱۸].

سود حسابداری همواره توجه شرکت‌کنندگان در بازار سرمایه، به‌ویژه سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران را به خود جلب می‌کند. پژوهش‌های اخیر صورت گرفته شواهدی را ارائه می‌دهند که سودهای گزارش شده منبع اصلی اطلاعات خاص شرکت است [۱۶]، زیرا سود با کیفیت شاخص خوبی از جریان‌های نقدی آتی بوده و نسبت به جریان‌های نقدی از محتوای اطلاعاتی بیشتری برخوردار است [۱۳].

اغلب پژوهش‌های صورت گرفته در خصوص پیامدهای بازار سرمایه [۹ و ۱۷] نشان داده‌اند که سود باکیفیت، بر هزینه سرمایه تأثیر منفی دارد. با این‌همه به‌ندرت پژوهش‌های انجام‌شده به بررسی ارتباط مستقیم میان کیفیت سود و ارزش بازار شرکت پرداخته‌اند و اغلب تنها پیامدهای اقتصادی یک ویژگی از ویژگی‌های سود را مورد بررسی قرار داده‌اند. علاوه بر این، عمده پژوهش‌های تجربی صورت گرفته از فرصت‌های سرمایه‌گذاری نیز به‌عنوان یک عامل اثرگذار بر ارزش شرکت یاد کرده‌اند [۱۴، ۱۸ و ۲۲] نظر به این‌که سرمایه‌گذاران برای شرکت‌های باکیفیت سود بالاتر، ارزش بیشتری قائل می‌باشند [۱۸] لذا شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، به‌منظور تأمین منابع مالی مورد نیاز پروژه‌های سرمایه‌گذاری آتی، تمایل بیشتری برای ارتقاء کیفیت سود گزارش‌شده خود دارند تا بتوانند از این طریق ارزش شرکت را بهبود بخشیده و به‌تبع آن منابع بیشتری را جذب نمایند. بنابراین انتظار بر آن است

فرضیه‌ها و تجزیه و تحلیل داده‌ها نشان داد که با افزایش کیفیت ارقام تعهدی، سطح عدم تقارن اطلاعاتی بازار کاهش یافته و به دنبال آن نقدشوندگی سهام شرکت افزایش می‌یابد.

انجی [۲۵] تأثیر کیفیت اطلاعات حسابداری بر ریسک نقد شونددگی سهام شرکت‌ها را در فاصله زمانی سال‌های ۱۹۸۷ تا ۲۰۰۶ مورد آزمون قرار داد.

وی در این پژوهش با به‌کارگیری برخی ویژگی‌های سود نظیر کیفیت ارقام تعهدی، پایداری و مربوط بودن سود به ارزش سهام و همچنین برخی ویژگی‌های افساء کلی از قبیل دقت، دفعات و اجماع پیش‌بینی سود مدیران به‌عنوان شاخص‌های سنجش کیفیت اطلاعات حسابداری و با بهره‌گیری از روش مدل‌های رگرسیون چندگانه، به آزمون فرضیه‌های پژوهش پرداخت. نتایج پژوهش بازگوکننده آن است که بین کیفیت ارقام تعهدی، پایداری سود، دقت و دفعات پیش‌بینی سود مدیران با ریسک نقد شونددگی سهام رابطه منفی معنادار وجود دارد. با این حال، شواهدی مبنی بر وجود رابطه معنادار میان مربوط بودن سود و اجماع پیش‌بینی سود مدیران، با ریسک نقد شونددگی سهام شرکت یافت نشد. به‌طور کلی این یافته‌ها بیانگر آن است که کیفیت اطلاعات حسابداری افشا شده در کاهش ریسک نقدشوندگی سهام و بهبود نقدشوندگی بازار سرمایه مؤثر است.

باتاچاریا و همکاران [۹] در پژوهش خود به بررسی ارتباط میان کیفیت سود و عدم تقارن اطلاعاتی شرکت‌ها پرداختند. در این پژوهش با انتخاب نمونه‌ای متشکل از ۱۱۸۹۳ شرکت - سال مشاهده از مجموع شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس سهام نیویورک و نزدک طی سال‌های ۱۹۹۷ تا ۲۰۰۴، چگونگی تأثیر کیفیت سود بر سطح عدم تقارن

که رابطه بین کیفیت سود و ارزش شرکت در شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، قوی‌تر باشد [۱۸].

گایو و راپوسو [۱۸] طی پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش شرکت در میان نمونه‌ای متشکل از ۷۰۰۰ شرکت در ۳۸ کشور مختلف پرداختند. آن‌ها در این پژوهش از یک شاخص ترکیبی مبتنی بر رتبه دهکی هر یک از ویژگی‌های سود (کیفیت ارقام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش‌بینی، مربوط بودن به ارزش سهام، به‌موقع بودن و محافظه‌کاری سود) به‌عنوان معیار اندازه‌گیری کیفیت سود استفاده نمودند.

یافته‌های پژوهش نشان داد که بین کیفیت سود و فرصت‌های سرمایه‌گذاری با ارزش شرکت، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. علاوه بر این، آن‌ها دریافتند که سطح فرصت‌های سرمایه‌گذاری، موجب تشدید رابطه مزبور خواهد گردید.

حکیم و همکاران [۲۰] در پژوهش خود با این فرض که کیفیت سود از طریق کاهش سطح عدم تقارن اطلاعاتی بازار می‌تواند موجب افزایش نقد شونددگی سهام شرکت شود، به بررسی ارتباط میان کیفیت سود و نقد شونددگی سهام در کشور تونس پرداختند. نمونه مورد بررسی شامل ۱۲۰ شرکت - سال مشاهده از مجموع شرکت‌های فعال در بازار سهام تونس در فاصله زمانی سال‌های ۲۰۰۰ تا ۲۰۰۵ بوده است. آن‌ها در این پژوهش از کیفیت ارقام تعهدی به‌عنوان معیار سنجش کیفیت سود و از دامنه قیمت پیشنهادی خرید و فروش سهام به‌عنوان معیار اندازه‌گیری نقد شونددگی سهام استفاده نمودند و با به‌کارگیری مدل رگرسیون چندگانه، ارتباط بین این متغیرها را بررسی نمودند. نتایج حاصل از آزمون

سود، کیفیت ارقام تعهدی تأثیر بیشتری بر هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت دارد.

منصورفر و همکاران [۷] به بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر کیفیت سود در نمونه‌ای متشکل از ۹۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره مالی ۱۳۸۱ تا ۱۳۹۰ پرداختند. در این پژوهش توانایی مدیریت از طریق روش تحلیل پوششی داده‌ها و کیفیت سود با استفاده از سه معیار تجدید ارائه سود، پایداری سود و کیفیت ارقام تعهدی اندازه‌گیری شد. نتایج پژوهش نشان داد که توانایی مدیریت تأثیر مثبت و معناداری بر کیفیت سود داشته، همچنین، باعث پایداری بیشتر سود و کیفیت بهتر ارقام تعهدی می‌شود. علاوه بر این، بین توانایی مدیریت و معیار تجدید ارائه سود، رابطه معناداری یافت نشد.

دموری و همکاران [۳] به بررسی رابطه بین ارزش شرکت با هموارسازی سود و کیفیت سود گزارش‌شده در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۶ پرداختند. بدین منظور، شرکت‌های نمونه با استفاده از روش ایکل به دو گروه هموارساز و غیر هموارساز تفکیک شدند. سپس با به‌کارگیری روش اسلون به دو گروه با کیفیت سود و بدون کیفیت و در نهایت، به چهار گروه شرکت‌های هموارساز سود با کیفیت، غیر هموارساز سود با کیفیت، هموارساز سود بدون کیفیت و غیر هموارساز سود بدون کیفیت تقسیم گردیدند و رابطه قیمت سهام با هموارسازی سود و کیفیت سود در دو سطح سود و تغییرات سود، مورد آزمون قرار گرفت. نتایج حاصل از رگرسیون چند متغیره نشان داد که سرمایه‌گذاران برای شرکت‌های هموارساز سود با کیفیت، بالاترین ارزش و برای

اطلاعاتی بین فعالان بازار آزمون گردید. آن‌ها در این پژوهش، از کیفیت ارقام تعهدی برای سنجش کیفیت سود بهره گرفتند و دریافتند که کیفیت بالاتر سود حسابداری، از عدم تقارن اطلاعاتی بازار کاسته و هزینه مربوط به انتخاب مغایر را در زمان‌های نزدیک به اعلان سود کاهش می‌دهد. آن‌ها در تجزیه و تحلیل نتایج بدست آمده بیان می‌کنند که عدم تقارن اطلاعاتی، پیامدهای نامطلوب اقتصادی و اجتماعی دارد و نتیجه آشکار کیفیت پایین سود، افزایش عدم تقارن اطلاعاتی در بازارهای مالی می‌باشد.

دورنرف و کیم [۱۴] در پژوهش خود به بررسی عوامل مؤثر بر ارزش شرکت در میان نمونه‌ای متشکل از ۸۵۹ شرکت در ۲۷ کشور مختلف پرداختند.

یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که شرکت‌های با شاخص حاکمیت شرکتی بالاتر، شفافیت اطلاعاتی و فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، در بازار سهام ارزش بیشتری دارند.

فرانسیس و همکاران [۱۷] در پژوهش خود تحت عنوان "هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های سود" به آزمون ارتباط میان هفت ویژگی سود شامل کیفیت ارقام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش‌بینی، هموار بودن، مربوط بودن ارزش، به‌موقع بودن و محافظه‌کاری سود با هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها، برای نمونه‌ای متشکل از ۳۹۱۷ شرکت طی سال‌های ۱۹۷۵ تا ۲۰۰۱ پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد بین هزینه حقوق صاحبان سهام با کیفیت ارقام تعهدی، پایداری، هموار بودن، مربوط بودن به ارزش و به‌موقع بودن سود رابطه منفی معناداری وجود دارد. اما بین قابلیت پیش‌بینی و محافظه‌کاری سود با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه معناداری مشاهده نگردید. همچنین در بین تمام ویژگی‌های

رابطه منفی معنادار دارد و با کیفیت ارقام تعهدی و قابلیت پیش‌بینی سود فاقد رابطه معنادار می‌باشد.

کردستانی و مجدی [۶] رابطه میان پنج ویژگی کیفی سود یعنی پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام، به‌موقع بودن و محافظه‌کار بودن سود با هزینه سرمایه سهام عادی در بورس تهران را مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های پژوهش آن‌ها نشان داد که میان چهار ویژگی پایداری سود، قابلیت پیش‌بینی سود، مربوط بودن سود به ارزش سهام و به‌موقع بودن سود با هزینه سرمایه رابطه معکوس و معناداری وجود دارد. در حالی که بین ویژگی محافظه‌کار بودن سود و هزینه سرمایه سهام رابطه معناداری مشاهده نشد.

### فرضیه‌های پژوهش

به‌منظور دستیابی به اهداف پژوهش، بر پایه مبانی نظری و پژوهش‌های تجربی صورت گرفته توسط گایو و راپوسو [۱۸] فرضیه‌های زیر تدوین و مورد آزمون قرار می‌گیرد:

- ۱- کیفیت سود بر ارزش شرکت تأثیر مثبت معناداری دارد.
- ۲- فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت تأثیر مثبت معناداری دارد.
- ۳- فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأثیر کیفیت سود بر ارزش شرکت را تشدید می‌کند.

### روش پژوهش

پژوهش حاضر از نظر هدف، کاربردی و از نظر شیوه گردآوری داده از نوع پژوهش‌های نیمه تجربی در حوزه پژوهش‌های اثباتی حسابداری است. در

شرکت‌های غیر هموارساز سود بدون کیفیت، کمترین ارزش را قائل هستند.

اعتمادی و همکاران [۱] با انتخاب نمونه‌ای مشتمل بر ۱۱۷ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، به بررسی ارتباط بین تخصص صنعت حسابرسان و کیفیت سود پرداختند. نتایج این بررسی نشان می‌دهد که شرکت‌هایی که حسابرسان آن‌ها، متخصص صنعت است، نسبت به شرکت‌هایی که حسابرسان آن‌ها، متخصص صنعت نیست؛ دارای سطح مطلق ارقام تعهدی اختیاری کمتر و ضریب واکنش سود بالاتری هستند. به عبارت دیگر، حسابرسان متخصص صنعت، حسابرسانی با کیفیت‌تری به صاحبکاران خود ارائه می‌کنند.

بولو [۲] به بررسی رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام با چهار ویژگی سود مبتنی بر داده‌های حسابداری شامل: کیفیت ارقام تعهدی، پایداری، قابلیت پیش‌بینی و هموار بودن سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال ۱۳۷۹ تا ۱۳۸۴ پرداخت. نتایج به‌دست‌آمده از آزمون رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام با هر یک از ویژگی‌های سود (به‌صورت جداگانه) حاکی از آن بود که از بین چهار ویژگی سود مورد بررسی، تنها ویژگی پایداری سود با هزینه حقوق صاحبان سهام رابطه منفی معنادار دارد و سایر ویژگی‌های سود یعنی کیفیت ارقام تعهدی، قابلیت پیش‌بینی و هموار بودن سود با هزینه حقوق صاحبان سهام شرکت‌ها رابطه معناداری ندارند.

علاوه بر این، نتایج حاصل از آزمون رابطه بین هزینه حقوق صاحبان سهام با ویژگی‌های سود (به‌صورت توأم)، نیز حاکی از آن است که هزینه حقوق صاحبان سهام با پایداری و هموار بودن سود

پژوهش حاضر از لوح‌های فشرده آرشیو آماری و تصویری سازمان بورس اوراق بهادار تهران، پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران<sup>۱</sup> و دیگر پایگاه‌های مرتبط<sup>۲</sup> و نیز از نرم‌افزارهای تدبیر پرداز و دناسهم استخراج گردید. تجزیه و تحلیل نهایی داده‌های جمع‌آوری شده نیز با استفاده از نرم‌افزارهای آماری Eviews و SPSS صورت گرفته است.

#### مدل مورد استفاده در پژوهش

به‌منظور آزمون فرضیه‌های پژوهش، از مدلی که گایو و راپوسو [۱۸] در پژوهش خود استفاده نمودند، بهره گرفته شده که مدل مزبور به شرح رابطه (۱) است:

$$Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 EQ_{i,t} + \beta_2 IO_{i,t} + \beta_3 EQ_{i,t} * IO_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 Lev_{i,t} + \beta_6 INST_{i,t} + \beta_7 Tang_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

رابطه (۱)

که در آن:

$Q_{i,t}$ : مقدار Q تو بین شرکت

$EQ_{i,t}$ : شاخص ترکیبی کیفیت سود

$IO_{i,t}$ : فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت

$EQ_{i,t} * IO_{i,t}$ : اثر متقابل کیفیت سود و فرصت‌های

سرمایه‌گذاری شرکت

$SIZE_{i,t}$ : لگاریتم طبیعی فروش شرکت

$Lev_{i,t}$ : نسبت مجموع بدهی به کل دارایی‌های شرکت

$INST_{i,t}$ : درصد مالکیت نهادی

$Tang_{i,t}$ : نسبت دارایی‌های ثابت مشهود شرکت

$i, t$ : اثرات نامشخص عوامل تصادفی می‌باشد.

از آنجایی که داده‌های ترکیبی از نظر تعداد مشاهده‌های، پایین بودن احتمال هم خطی متغیرها، کاهش تورش برآورد و ناهمسانی واریانس بر

این‌گونه پژوهش‌ها، داده‌ها از محیطی که به گونه طبیعی وجود داشته فراهم می‌شود و پژوهش‌گر هیچ‌گونه دخالتی در ایجاد داده‌ها ندارد [۵]. علاوه بر این، برای آزمون فرضیه‌ها، از روش رگرسیون چند متغیره و مدل‌های اقتصادسنجی استفاده شده است.

جامعه آماری این پژوهش شامل کلیه شرکت‌های سهامی عام پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۷ الی ۱۳۹۱ است که دارای ویژگی‌های زیر باشند:

۱- شرکت‌هایی که تاریخ پذیرش آن‌ها در سازمان بورس اوراق بهادار قبل از سال ۱۳۸۷ بوده و تا پایان سال ۱۳۹۱ نیز در فهرست شرکت‌های بورسی باشند.

۲- از آنجایی که برای محاسبه برخی از متغیرهای پژوهش به اطلاعات ۱۰ سال قبل و همچنین اطلاعات یک سال بعد آن مورد نیاز است، از این‌رو داده‌های مورد نیاز شرکت‌های نمونه باید برای دوره ۱۵ ساله (سال‌های ۱۳۷۷ تا ۱۳۹۱) در دسترس باشد.

۳- به‌منظور افزایش قابلیت مقایسه، سال مالی آن‌ها منتهی به پایان اسفندماه باشد.

۴- طی سال‌های مذکور تغییر فعالیت و یا تغییر سال مالی نداده باشند.

۵- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری‌های مالی نباشند (شرکت‌های سرمایه‌گذاری به علت تفاوت ماهیت فعالیت با بقیه شرکت‌ها در نمونه آماری منظور نشدند).

۶- طول وقعه انجام معاملات در این شرکت‌ها طی دوره زمانی مذکور، بیشتر از ۶ ماه نباشد تا بتوان به داده‌های کافی به‌منظور تخمین مدل‌های پژوهش دست یافت.

با توجه به محدودیت‌های فوق، تعداد ۷۹ شرکت به‌عنوان نمونه پژوهش انتخاب گردید. داده‌های

<sup>1</sup> <http://www.tse.ir/>

<sup>2</sup> <http://www.codal.ir/>



### متغیرهای مستقل

#### کیفیت سود

در خصوص سنجش کیفیت سود، معیاری که همگان نسبت به آن اجماع و اتفاق نظر داشته باشند وجود ندارد. لذا با توجه به دشواری موجود در تعریف عملیاتی کیفیت سود، پژوهشگران از معیارهای مختلفی برای اندازه‌گیری این متغیر استفاده نموده‌اند. در ادامه به معرفی این معیارها و نحوه اندازه‌گیری آنها پرداخته شده است.

#### کیفیت اقلام تعهدی<sup>۱</sup>

کیفیت اقلام تعهدی، به میزان تبدیل اقلام تعهدی به جریان‌های نقدی آتی اشاره دارد. در این پژوهش، کیفیت اقلام تعهدی با استفاده از مدل مک نیکولز [۲۴] که تعدیل یافته مدل دچاو و دیچو [۱۲] می‌باشد، اندازه‌گیری شده است که مدل مذکور به شرح رابطه (۳) است:

$$\frac{\Delta WC_{i,t}}{Assets_{i,t}} = \theta_{0,i} + \theta_{1,i} \frac{CFO_{i,t-1}}{Assets_{i,t}} + \theta_{2,i} \frac{CFO_{i,t}}{Assets_{i,t}} + \theta_{3,i} \frac{CFO_{i,t+1}}{Assets_{i,t}} + \theta_{4,i} \frac{\Delta Sales_{i,t}}{Assets_{i,t}} + \theta_{5,i} \frac{PPE_{i,t}}{Assets_{i,t}} + v_{i,t} \quad (3)$$

که در آن:

$\Delta WC_{i,t}$ : تغییر در سرمایه در گردش شرکت  $i$  در سال  $t$

$CFO_{i,t-1}$ : جریان نقد عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$CFO_{i,t}$ : جریان نقد عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t$

$CFO_{i,t+1}$ : جریان نقد عملیاتی شرکت  $i$  در سال  $t+1$

$\Delta Sales_{i,t}$ : تغییر در فروش شرکت  $i$  در سال  $t$  نسبت

به سال قبل

$PPE_{i,t}$ : مبلغ ناخالص اموال و ماشین‌آلات و

تجهیزات (حاصل جمع مبلغ خالص و استهلاک

مدل‌های مقطعی یا سری زمانی برتری دارند، لذا برای آزمون فرضیه‌ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره مبتنی بر تکنیک آماری داده‌های ترکیبی بهره گرفته شد [۱۹].

#### نحوه سنجش متغیرهای پژوهش

متغیرهای مورد بررسی در این پژوهش شامل متغیر وابسته، متغیرهای مستقل و متغیرهای کنترلی به شرح زیر اندازه‌گیری شده‌اند.

#### متغیر وابسته

متغیر وابسته در این پژوهش، ارزش شرکت است که برای سنجش آن به پیروی از گایو و راپوسو [۱۸] و آلاینیس و وستون [۸] از یکی از رایج‌ترین شاخص‌های ارزش شرکت، یعنی  $Q$  توبین استفاده شده است. نسبت مذکور از تقسیم ارزش بازار به ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت حاصل می‌شود.

مقادیر بزرگ‌تر از یک این نسبت بیانگر استفاده بهینه از دارایی‌های شرکت است. به دلیل دشواری برآورد ارزش بازار بدهی و ارزش جایگزینی دارایی‌ها، برای محاسبه  $Q$  توبین از مدل ساده‌شده آن به شرح رابطه (۲) محاسبه می‌شود:

$$Q_{i,t} = (BVA_{i,t} + MVE_{i,t} - BVE_{i,t}) / BVA_{i,t}$$

رابطه (۲)

که در آن:

$Q_{i,t}$ : مقدار  $Q$  توبین شرکت  $i$  در سال  $t$

$BVA_{i,t}$ : ارزش دفتری کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t$

$MVE_{i,t}$ : ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

$BVE_{i,t}$ : ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت  $i$  در سال  $t$

<sup>۱</sup> Accruals Quality

می‌شود، که بیانگر پایداری سود (PERS) می‌باشد. یعنی:

$$PERS = \phi_{1,i} \text{ eq (4)} \quad \text{رابطه (۶)}$$

به طوری که مقادیر نزدیک به عدد یک (صفر)  $\phi_{1,i}$  بیانگر پایداری بیشتر (کمتر) سود است.

### قابلیت پیش‌بینی سود<sup>۳</sup>

به توانایی سودهای گذشته در پیش‌بینی سودهای آتی، قابلیت پیش‌بینی سود اطلاق می‌شود. برای سنجش قابلیت پیش‌بینی سود (PRED) مشابه پژوهش فرانسیس و همکاران [۱۷] و گایو و راپوسو [۱۸] از منفی ریشه دوم واریانس خطاهای مدل پایداری سود استفاده می‌گردد، تا بدین ترتیب بتوان به یک معیار مستقیمی از کیفیت سود دست یافت؛ به طوری که مقادیر بیشتر (کمتر) PRED، بیانگر قابلیت بیشتر (کمتر) در پیش‌بینی سود می‌باشد. یعنی:

$$PRED = -\sqrt{\sigma^2(v_{i,t} \text{ eq (4)})} \quad \text{رابطه (۷)}$$

### مربوط بودن سود<sup>۴</sup>

به توانایی سود در توضیح بازده، مربوط بودن سود به ارزش سهام گویند [۹]. در پژوهش حاضر برای سنجش مربوط بودن سود، به پیروی از بوشمن و همکاران [۱۱] و فرانسیس و همکاران [۱۷] مدل (۸) با استفاده از سری زمانی داده‌های یک دوره ۱۰ ساله، برای هر شرکت - سال به صورت غلتان (سری زمانی) برآورد گردیده است:

$$RET_t = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} EARN_t + \beta_{2,i} EARN_t + v_t \quad \text{رابطه (۸)}$$

که در آن:

$RET_t$ : بازده سهام شرکت در سال  $t$ ؛

انباشته مندرج در یادداشت‌های پیوست صورت‌های مالی) شرکت  $i$  در سال  $t$

$Assets_{i,t}$ : متوسط مجموع دارایی‌های شرکت  $i$  در فاصله زمانی  $t-1$  تا  $t$

$v_{i,t}$ : خطای باقی‌مانده مدل برای شرکت  $i$  در سال  $t$  پس از برآورد مدل شماره (۳) با استفاده از رگرسیون غلتان<sup>۱</sup> (سری زمانی) ۱۰ ساله برای هر شرکت - سال، ۱۰ مقدار باقیمانده ( $v$ ) در فاصله زمانی  $t-9$  تا  $t$  برآورد می‌گردد. انحراف معیار این خطاها (۱۰ خطا) مبنایی برای محاسبه کیفیت اقلام تعهدی (AQ) می‌باشد. با توجه به آن که هر چه انحراف معیار خطاها بزرگ‌تر باشد، بیانگر کیفیت اقلام تعهدی پایین‌تر است، لذا معیار کیفیت اقلام تعهدی، منفی انحراف معیار خطاهای باقی‌مانده مدل مذکور می‌باشد تا بدین ترتیب بتوان به یک معیار مستقیمی از کیفیت سود دست یافت. یعنی:

$$AQ = -\sigma(v_{i,t} \text{ eq (2)}) \quad \text{رابطه (۴)}$$

به طوری که مقادیر بیشتر (کمتر) AQ، بیانگر کیفیت بالاتر (پایین‌تر) اقلام تعهدی می‌باشد.

### پایداری سود<sup>۲</sup>

در این پژوهش برای سنجش پایداری سود همانند پژوهش‌های فرانسیس و همکاران [۱۷] و گایو و راپوسو [۱۸] از مدل خود رگرسیونی مرتبه اول به شرح رابطه (۵) که در آن  $X_{i,t}$  بیانگر سود هر سهم شرکت  $i$  در سال  $t$  است، استفاده می‌گردد:

$$X_{i,t} = \phi_{0,i} + \phi_{1,i} X_{i,t-1} + v_{i,t} \quad \text{رابطه (۵)}$$

بعد از برآورد معادله (۵) با استفاده از رگرسیون غلتان (سری زمانی) ۱۰ ساله برای هر شرکت - سال، مقدار ضریب متغیر  $X_{i,t-1}$  یعنی  $\phi_{1,i}$  نیز تخمین زده

<sup>3</sup> Earnings Predictability

<sup>4</sup> Value Relevance

<sup>1</sup> Rolling Regression

<sup>2</sup> Earnings Persistence

اختیار می‌کند. سپس ضریب تعیین تعدیل شده حاصل از برآورد مدل فوق به‌عنوان شاخص ویژگی به‌موقع بودن سود (TIMEL) در نظر گرفته می‌شود. یعنی:

$$TIMEL = R^2_{i,eq(9)} \quad \text{رابطه (۱۱)}$$

به‌طوری‌که مقادیر بیشتر (کمتر) TIMEL، بیانگر به‌موقع بودن بیشتر (کمتر) سود می‌باشد.

### محافظة کاری سود<sup>۲</sup>

به‌موقع بودن سود به‌صورت مجزا مورد بررسی قرار نمی‌گیرد و معمولاً در کنار محافظه‌کاری مدنظر واقع می‌شود. در این پژوهش مانند فرانسس و همکاران [۱۷] برای سنجش ویژگی محافظه‌کاری سود (CONSER) از نسبت ضریب اخبار بد (بازده منفی) به ضریب اخبار خوب (بازده مثبت) در رگرسیون سود بر روی بازده (مدل ۱۰) استفاده می‌شود. به‌طوری‌که مقادیر بیشتر (کمتر) CONSER، بیانگر محافظه‌کاری بالاتر (پایین‌تر) سود می‌باشد. یعنی:

$$CONSER = \frac{\beta_{1,i} + \beta_{2,i}}{\beta_{1,i}} \quad \text{رابطه (۱۲)}$$

از آنجایی که به‌کارگیری هر یک از معیارهای فوق به‌تنهایی، ممکن است باعث اختلال در اندازه‌گیری متغیر کیفیت سود شود، از این‌رو در پژوهش حاضر برای سنجش آن از یک شاخص ترکیبی (EQ) مبتنی بر میانگین رتبه دهکی ۶ معیار مذکور، برای هر شرکت - سال استفاده شده است. برای این منظور، ابتدا شرکت‌ها بر اساس هر یک از این معیارهای شش‌گانه کیفیت سود در هر سال، در ۱۰ طبقه (دهک) رده‌بندی می‌شوند. به‌طوری‌که شرکت‌های دارای پایین‌ترین میزان کیفیت سود در دهک اول و شرکت‌های با بالاترین سطح کیفیت سود در دهک

$EARN_t$ : سود خالص تقسیم‌بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت در سال  $t$  و

$EARN_t$ : تغییرات سود خالص تقسیم‌بر ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت در سال  $t$  نسبت به سال قبل می‌باشد. رابطه (۸) نیز برای هر شرکت در هر سال با استفاده از داده‌های ۱۰ سال قبل آن اجرا می‌شود. سپس ضریب تعیین تعدیل شده حاصل از برآورد مدل فوق برای هر شرکت در هر سال، به‌عنوان شاخص ویژگی مربوط بودن سود به ارزش سهام (RELEV) در نظر گرفته می‌شود، یعنی:

$$RELEV = R^2_{i,eq(7)} \quad \text{رابطه (۹)}$$

به‌طوری‌که مقادیر بیشتر (کمتر) RELEV، بیانگر مربوط بودن بیشتر (کمتر) سود به ارزش سهام می‌باشد.

### به‌موقع بودن سود<sup>۱</sup>

به توان توضیح‌دهندگی رگرسیون سود بر روی بازده، به‌موقع بودن سود اطلاق می‌شود [۱۱]. در این پژوهش برای سنجش به‌موقع بودن سود، همانند پژوهش‌های بوشمن و همکاران [۱۱] و فرانسس و همکاران [۱۷] از مدل رگرسیون سود بر روی بازده پاسو (۱۹۹۷) استفاده شده است. این مدل با استفاده از سری زمانی داده‌های دوره ۱۰ ساله برای هر شرکت - سال به‌صورت غلتان (سری زمانی) برآورد می‌گردد:

$$EARN_t = \alpha_{0,i} + \alpha_{1,i} NEG_t + \beta_{1,i} RET_t + \beta_{2,i} NEG_t * RET_t + v_t \quad \text{رابطه (۱۰)}$$

که در آن:

$NEG_t$ : شاخص بازده منفی که چنانچه  $RET_t < 0$  باشد مقدار یک و در غیر این صورت مقدار صفر

<sup>۲</sup> Earnings Conservatism

<sup>۱</sup> Earnings Timeliness

پژوهش‌های قبلی نیز به‌عنوان متغیر کنترلی در نظر گرفته شده است [۳ و ۱۸].

۳- درصد مالکیت سهامداران نهادی: عبارت است از مجموع سهام تحت تملک بانک‌ها و بیمه‌ها، شرکت‌های سرمایه‌گذاری، صندوق‌های بازنشستگی، شرکت‌های تأمین سرمایه و صندوق‌های سرمایه‌گذاری و سازمان‌ها و نهادهای دولتی، تقسیم بر کل تعداد سهام منتشره شرکت [۱۸].

۴- نسبت دارایی‌های ثابت مشهود: از حاصل تقسیم کل دارایی‌های ثابت مشهود به کل دارایی‌ها محاسبه شده و در پژوهش‌های قبلی نیز کنترل شده است [۱۸ و ۲۱].

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

به‌منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها، همچنین برآورد مدل و تجزیه و تحلیل دقیق آن‌ها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. نگاره (۱)، آمار توصیفی متغیرهای مورد آزمون که شامل برخی شاخص‌های مرکزی و پراکندگی می‌باشد را برای نمونه‌ای متشکل از ۳۹۵ شرکت - سال مشاهده در فاصله زمانی سال‌های ۱۳۸۷-۱۳۹۱ نشان می‌دهد. مقایسه میانگین مشاهده‌ها با میانه آن‌ها و اختلاف اندک آن‌ها، بیانگر نرمال بودن توزیع مشاهده‌ها می‌باشد.

آخر قرار می‌گیرند. سپس مجموع اعداد رتبه دهک بدست آمده از هر یک از معیارهای فوق برای هر شرکت در هر سال، بر عدد ۶ (تعداد معیارهای کیفیت سود) تقسیم شده تا شاخص جامع کیفیت سود بدست آید. دامنه تغییرات این شاخص ترکیبی بین ۱ تا ۱۰ بوده، به‌طوری‌که مقادیر بزرگ‌تر (کوچک‌تر) بیانگر کیفیت سود بیشتر (کمتر) شرکت می‌باشد. استفاده از این شاخص جامع، چولگی ناشی از به‌کارگیری مجزای هر یک از معیارهای کیفیت سود را کاهش داده و معیار دقیق‌تری را برای آزمون فراهم می‌آورد [۱۸].

#### فرصت‌های سرمایه‌گذاری

در این پژوهش مشابه با گایو و راپوسو [۱۸] از نرخ رشد سالانه فروش شرکت، جهت سنجش فرصت‌های سرمایه‌گذاری از رابطه (۱۳) استفاده شده است.

رابطه (۱۳)  

$$IO_{i,t} = \frac{S_{i,t} - S_{i,t-1}}{S_{i,t-1}}$$
 که در آن:

$IO_{i,t}$ : فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت  $i$  در سال  $t$

$S_{i,t}$ : خالص فروش شرکت  $i$  در سال  $t$

$S_{i,t-1}$ : خالص فروش شرکت  $i$  در سال  $t-1$  می‌باشد.

#### متغیرهای کنترلی

در این پژوهش برخی از مهم‌ترین متغیرهایی که بر مبنای پژوهش‌های قبلی به‌عنوان عوامل مؤثر بر ارزش شرکت شناخته شده‌اند، به‌عنوان متغیرهای کنترلی مدنظر قرار گرفتند که عبارتند از:

۱- اندازه شرکت: برای سنجش اندازه شرکت از لگاریتم طبیعی فروش شرکت استفاده شده است [۱۴ و ۱۸].

۲- اهرم مالی: این متغیر که از طریق نسبت کل بدهی به دارایی‌های شرکت اندازه‌گیری می‌شود، در

نگاره ۱. آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیر	تعداد مشاهده‌ها	میانگین	میانه	حداقل	حداکثر	انحراف معیار
Q	۳۹۵	۱/۴۶۷	۱/۲۱۱	۰/۶۹۱	۹/۸۷۷	۰/۸۶
EQ	۳۹۵	۴/۱۰۵	۴/۰۰۲	۲/۲۴۱	۶/۸۱۲	۱/۶۹۹
IO	۳۹۵	۰/۲۶۵	۰/۲۲۱	-۰/۵۰۴	۷/۵۴۴	۰/۶۹۵
SIZE	۳۹۵	۱۱/۷۱۶	۱۱/۶۸۴	۱۰/۶۵۲	۱۳/۷۹۴	۰/۵۸۵
LEV	۳۹۵	۰/۵۶۹	۰/۵۲۸	۰/۰۱۹	۰/۸۴۲	۰/۲۳۵
INST	۳۹۵	۰/۴۹۸	۰/۵۴۵	۰/۰۰۰	۰/۹۹	۰/۳۲۸
TANG	۳۹۵	۰/۳۱۲	۰/۲۹۸	۰/۱۸۱	۰/۷۱۵	۰/۲۳۶

Q: مقدار Q توپین شرکت، EQ: شاخص ترکیبی کیفیت سود، IO: فرصت‌های سرمایه‌گذاری شرکت، SIZE: لگاریتم طبیعی فروش شرکت، LEV: نسبت مجموع بدهی به کل دارایی‌های شرکت، INST: درصد مالکیت نهادی، TANG: نسبت دارایی‌های ثابت مشهود شرکت.

منبع: یافته‌های پژوهش

می‌باشد که نشان‌دهنده حضور فعال این سرمایه‌گذاران در بورس و اوراق بهادار است.

انتخاب روش برآورد مدل پژوهش

در داده‌های ترکیبی ابتدا از آزمون F لیمر استفاده می‌شود تا تلفیقی یا تابلویی بودن داده‌ها مشخص گردد. با توجه به نتایج بدست آمده در نگاره (۲) معناداری برای F لیمر عدد ۰/۰۰۰ می‌باشد که این مقدار بیانگر رد فرضیه صفر (کارایی روش تلفیقی) بوده و حکایت از آن دارد که برای تخمین مدل پژوهش باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود.

سپس با توجه به تابلویی بودن مدل، باید برای تعیین نوع داده‌های تابلویی (روش اثرات ثابت یا تصادفی) از آزمون هاسمن استفاده شود. همان‌طور که در نگاره (۲) نیز ملاحظه می‌شود، معناداری این آزمون، ۰/۰۲۱ می‌باشد که این مقدار حاکی از ارجحیت استفاده از روش اثرات ثابت در مقابل روش اثرات تصادفی است.

همان‌گونه که در نگاره (۱) ملاحظه می‌شود، شاخص کیفیت سود در دامنه‌ای بین ۲/۲۱۴ تا ۶/۸۱۲ قرار داشته و میانگین آن برابر با ۴/۱۰۵ می‌باشد. نسبت Q توپین محاسبه‌شده برای شرکت‌های مورد بررسی در دامنه‌ای بین ۰/۶۹۱ تا ۹/۸۷۷ قرار داشته و میانگین آن برابر با ۱/۴۶۷ بوده که بر پایین بودن نسبی ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام شرکت‌های نمونه در مقایسه با ارزش بازار آن‌ها دلالت دارد. این موضوع می‌تواند ناشی از عدم وجود استانداردهای مربوط به حسابداری تورمی برای تعیین ارزش جایگزینی دارایی‌های شرکت‌های ایرانی باشد. اندازه شرکت که از طریق لگاریتم فروش سالیانه شرکت محاسبه می‌گردد، دارای مقدار میانگین ۱۱/۷۱۶ و میانه ۱۱/۶۸۴ بوده که حداقل و حداکثر مقدار این متغیر به ترتیب برابر با ۱۰/۶۵۲ و ۱۳/۷۹۴ می‌باشد. میزان مالکیت سرمایه‌گذاران نهادی در شرکت‌های نمونه از ۰ تا ۹۹ درصد در نوسان بوده و میانگین آن برای شرکت‌های موصوف، حدود ۵۰ درصد

## نگاره ۲. نتایج آزمون‌های مورد استفاده در برآورد مدل پژوهش

نوع آزمون	مقدار آماره	درجه آزادی	سطح معناداری	نتیجه آزمون
آزمون F لیمر	۳/۵۴۸	(۳۰۹،۷۸)	۰/۰۰۰	مدل تابلویی
آزمون هاسمن	۱۶/۴۹۱	۷	۰/۰۲۱	اثرات ثابت

منبع: یافته‌های پژوهش

فرضیه اول پژوهش بیان می‌کند که کیفیت سود بر ارزش شرکت تأثیر مثبت معناداری دارد. همان‌طور که در نگاره (۳) نیز ملاحظه می‌شود، ضریب متغیر کیفیت سود (EQ) مطابق انتظار، مثبت و در سطح خطای ۰/۰۱ معنادار بوده که حاکی از وجود رابطه مثبت معنادار میان کیفیت سود و ارزش شرکت می‌باشد. بر این اساس، فرضیه اول پژوهش پذیرفته می‌شود.

فرضیه دوم پژوهش بیان می‌دارد که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت تأثیر مثبت معناداری دارد. همان‌گونه که در نگاره (۳) مشهود است، ضریب برآوردی و آماره t مربوط به متغیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری (IO) مثبت و در سطح خطای ۵ درصد معنادار است. بدین ترتیب، فرضیه دوم پژوهش نیز در سطح خطای ۵ درصد تأیید می‌گردد.

فرضیه سوم پژوهش عنوان می‌کند که فرصت‌های سرمایه‌گذاری، تأثیر کیفیت سود بر ارزش شرکت را تشدید می‌کند. همان‌طور که نگاره (۳) نشان می‌دهد، ضریب برآوردی و آماره t مربوط به متغیر (EQ\*IO) مثبت بوده، اما از لحاظ آماری معنادار نمی‌باشد. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش در سطح خطای ۵ درصد رد می‌شود. یعنی می‌توان گفت که فرصت‌های سرمایه‌گذاری تأثیر معناداری بر رابطه بین کیفیت سود با ارزش شرکت ندارد.

در این پژوهش همچنین، برای آزمون همبستگی بین پسماندها از آماره دوربین - واتسون و برای رفع ناهمسانی واریانس، از روش حداقل مربعات تعمیم‌یافته (GLS) استفاده شده است. علاوه بر این، به‌منظور اطمینان از عدم وجود مشکل هم خطی چندگانه بین متغیرها، آزمون هم خطی با استفاده از عامل تورم واریانس<sup>۱</sup> و تلورانس مورد بررسی قرار گرفت. عموماً، مشکل هم خطی، زمانی به وجود می‌آید که عامل تورم واریانس متغیرهای توضیحی مدل بیش از ۱۰ بوده و یا تلورانس آن نزدیک به صفر باشد [۱۹]. نتایج آزمون آماری فرضیه‌های پژوهش در نگاره (۳) ارائه شده است. ملاحظه مقدار آماره F در این نگاره، بیانگر معناداری کلی مدل رگرسیونی برازش شده در سطح اطمینان ۰/۹۹ است. با توجه ضریب تعیین تعدیل‌شده مدل، می‌توان ادعا نمود که حدود ۴۸ درصد از تغییرات ارزش شرکت، توسط متغیرهای مدل توضیح داده می‌شود. همچنین، مقدار آماره دوربین - واتسون (۱/۹۸۱) حکایت از عدم وجود مشکل خودهمبستگی در میان جملات پسماند دارد. با نگاهی به مقادیر عامل تورم واریانس و تلورانس نیز می‌توان دریافت که مشکل هم خطی چندگانه تهدیدی جدی برای مدل محسوب نمی‌شود. با توجه به معناداری و مناسب بودن مدل رگرسیون برازش شده می‌توان فرضیه‌های پژوهش را به‌صورت زیر تجزیه و تحلیل نمود:

<sup>۱</sup> Variance Inflation Factor

نگاره ۳. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش

آماره هم خطی		سطح معناداری	آماره t	خطای معیار	ضرایب	متغیرها
تلورانس	VIF					
-	-	۰/۰۰۰	۵/۲۱۰	۰/۲۹۶	۱/۵۴۴ **	C
۰/۷۱۴	۱/۳۹۹	۰/۰۰۹	۲/۶۸۱	۰/۰۰۸	۰/۰۲۴ **	EQ
۰/۹۶۴	۱/۰۳۷	۰/۰۴۷	۲/۰۱۴	۰/۰۰۱	۰/۰۰۲ *	IO
۰/۶۹۳	۱/۴۴۲	۰/۰۶۳	۱/۸۸۵	۰/۰۱۵	۰/۰۲۹	EQ*IO
۰/۸۲۰	۱/۲۱۹	۰/۰۰۲	۳/۱۹۱	۰/۰۲۶	۰/۰۸۳ **	SIZE
۰/۹۰۵	۱/۱۰۴	۰/۰۳۹	۲/۰۹۷	۰/۰۱۵	۰/۰۳۱ *	LEV
۰/۸۴۳	۱/۱۸۵	۰/۱۴۲	-۱/۴۸۴	۰/۰۴۳	-۰/۰۶۴	INST
۰/۸۳۱	۱/۲۰۲	۰/۱۵۹	-۱/۴۲۲	۰/۰۴۴	-۰/۰۶۳	TANG
۰/۰۰۰		معناداری F		۶/۵۰۹		آماره F
۱/۹۸۱		آماره دوربین - واتسون		۰/۴۷۹		R <sup>2</sup> تعدیل شده
اثرات ثابت				روش تخمین مدل		

منبع: یافته‌های پژوهش

نتیجه‌گیری

تأثیر مثبت معناداری دارد. تأیید فرضیه مذکور مبین این مطلب است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر زمینه توسعه و گسترش فعالیت‌های شرکت در جهت منافع شرکت را فراهم آورده و سرمایه‌گذاران چشم‌انداز روشن‌تری از آینده آن متصور خواهند بود که این به‌نوبه خود به افزایش ارزش شرکت می‌انجامد.

به‌بیان‌دیگر، بازار سرمایه برای شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، ارزش بالاتری را قائل است. نتیجه بدست آمده در این پژوهش با یافته‌های پژوهش دورنف و کیم [۱۴] و گایو و راپوسو [۱۸] مبنی بر وجود رابطه مثبت بین فرصت‌های سرمایه‌گذاری و ارزش شرکت همخوانی دارد.

در فرضیه سوم پژوهش، تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر رابطه بین کیفیت سود با ارزش شرکت مورد بررسی قرار گرفت. نتایج آزمون این فرضیه بیانگر آن است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری

هدف اصلی این پژوهش بررسی رابطه بین کیفیت سود با ارزش شرکت و تأثیر فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر این رابطه می‌باشد. برای دستیابی به این هدف نمونه‌ای متشکل از ۷۹ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۷ تا ۱۳۹۱ در نظر گرفته شد.

نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش نشان داد که کیفیت سود بر ارزش شرکت، تأثیر مثبت معناداری دارد. این بدان معنا است که شرکت‌های با کیفیت سود بالاتر به دلیل برخورداری از ریسک اطلاعاتی و در نتیجه هزینه سرمایه کمتر، از سوی سرمایه‌گذاران به‌عنوان شرکت‌های با ارزش‌تر در بازار تلقی می‌گردند. این یافته با نتایج پژوهش گایو و راپوسو [۱۸] مطابقت دارد.

نتایج آزمون فرضیه دوم پژوهش حاکی از آن است که فرصت‌های سرمایه‌گذاری بر ارزش شرکت

۲- تأثیر نرخ تورم و سایر شاخص‌های کلان اقتصادی در بررسی ارتباط بین کیفیت سود و ارزش شرکت.

۳- تأثیر نوع صنعت در بررسی ارتباط میان کیفیت سود و ارزش شرکت.

### منابع

۱- اعتمادی، حسین. محمدی، امیر و مهدی ناظمی اردکانی. (۱۳۸۸). بررسی رابطه بین تخصص صنعت حسابرسان و کیفیت سود در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۱، شماره اول و دوم، صص ۱۷-۳۲.

۲- بولو، قاسم. (۱۳۸۶). هزینه حقوق صاحبان سهام و ویژگی‌های سود. رساله دکتری حسابداری، دانشکده مدیریت و حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران.

۳- دموری، داریوش. عارف‌منش، زهره و خلیل عباسی موصلو. (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین هموارسازی سود، کیفیت سود و ارزش شرکت در شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. پژوهش‌های حسابداری مالی، دوره ۳، شماره اول، صص ۳۹-۵۴.

۴- شورورزی، محمدرضا و آزادوار، ایمان. (۱۳۸۹). تجزیه و تحلیل ارتباط میان فرصت‌های سرمایه‌گذاری و عملکرد شرکت‌ها. حسابداری مدیریت، سال ۳، شماره ششم، صص ۲۳-۱۳.

۵- عبدالخلیق، ای. آر و آجین کیا، بی. بی. (۱۳۷۹). پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش‌شناختی. ترجمه محمد نمازی، شیراز: انتشارات دانشگاه شیراز.

تأثیر معناداری بر این رابطه ندارد. این در حالی است که بر اساس مبانی نظری و پژوهش‌های تجربی موجود، انتظار می‌رفت که شرکت‌های با فرصت‌های سرمایه‌گذاری بیشتر، برای تأمین منابع مالی مورد نیاز پروژه‌های سرمایه‌گذاری خود تمایل بیشتری برای بهبود کیفیت سود حسابداری و در نتیجه ارزش شرکت داشته باشند. اما نتایج پژوهش حاضر وجود چنین رابطه‌ای را تأیید نکرد. از دلایل احتمالی این امر می‌توان به استفاده شرکت‌ها از سایر منابع جایگزین برای تأمین مالی پروژه‌ها اشاره نمود که این امر خود سبب عدم توجه کافی به ارتقاء کیفیت سود در این شرکت‌ها می‌گردد. به علاوه استفاده از سنج‌های متفاوت برای اندازه‌گیری فرصت‌های سرمایه‌گذاری در پژوهش‌های مختلف، می‌تواند دلیل احتمالی دیگری برای این مغایرت باشد.

### پیشنهاد‌های پژوهش

با توجه به یافته‌های پژوهش، پیشنهادهایی به شرح زیر مطرح می‌گردد:

۱- به سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران مالی و سایر فعالان بازار سرمایه پیشنهاد می‌شود که کیفیت سود را به‌عنوان عاملی اثرگذار بر ارزش شرکت، در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند.

۲- پیشنهاد می‌شود که سازمان بورس اوراق بهادار در کنار سایر روش‌های ارزیابی، ویژگی‌های سود را نیز جهت تعیین ارزش شرکت‌ها مدنظر قرار دهد.

در ادامه این پژوهش، برخی از موضوع‌های مهمی که می‌توانند در پژوهش‌های آتی مورد بررسی قرار گیرند عبارتند از:

۱- بررسی ارتباط میان عدم تقارن اطلاعاتی با ارزش شرکت.



- 16- Francis, J., K. Schipper, and L. Vincent. (2003). The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative (to earnings) Performance Measures for Returns. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 20, Pp. 121° 164.
- 17- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. (2004). Cost of equity and earnings attributes. *The Accounting Review*, Vol. 79, Pp. 967° 1010.
- 18- Gaio, C., and C. Raposo. (2010). Earnings Quality and Firm Valuation: International Evidence. *Accounting and Finance*, Vol. 51, Pp. 467-499.
- 19- Gujarati, D.N. (2009). *Basic Econometrics*. 5th edition. New York: Mc Graw-Hill.
- 20- Hakim, F., Triki, F., and Omri, A. (2008). Earnings Quality and Equity Liquidity: Evidence from Tunisia. *International Journal of Managerial and Financial Accounting*, Vol. 1, No. 2, Pp. 147° 165.
- 21- Klapper, L., and I. Love. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance In Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, Pp. 703° 728.
- 22- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, Vol. 57, Pp. 1147° 1170.
- 23- Leuz, C., and R. Verrecchia. (2004). Firms Capital Allocation Choices, Information Quality, and The Cost of Capital. *Working Paper* (University of Pennsylvania).
- 24- Mc Nichols, M. (2002). Discussion of The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, Vol. 77 (Suppl), Pp. 61° 69.
- 25- NG, J. (2008). *The Effect of Information Quality on Liquidity Risk*. Doctoral Dissertation, University of Pennsylvania.
- ۶- کردستانی، غلامرضا و مجدی، ضیاءالدین. (۱۳۸۶). بررسی رابطه بین ویژگی‌های کیفی سود و هزینه سرمایه سهام عادی. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۱۴، شماره ۴۸، صص ۱۰۴-۸۵.
- ۷- منصورفر، غلامرضا. دیدار، حمزه و وحید حسین‌پور. (۱۳۹۴). بررسی تأثیر توانایی مدیریت بر کیفیت سود شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران. *پژوهش‌های حسابداری مالی*، دوره ۷، شماره اول، صص ۵۴-۳۷.
- 8- Allayannis, G., and J. Weston. (2001). The Use of Foreign Currency Derivatives and Firm Market Value. *The Review of Financial Studies*, Vol. 14, Pp. 243° 276.
- 9- Bhattacharya, U., H. Daouk, and M. Welker. (2003). The World Pricing of Earnings Opacity. *The Accounting Review*, Vol. 78, Pp. 641° 678.
- 10- Bushman, R., and A. Smith. (2001). Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 32, Pp. 237° 333.
- 11- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., & Smith, A. (2004). Financial Accounting Information, Organizational Complexity and Corporate Governance Systems. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 37, No. 2, Pp. 167° 201.
- 12- Dechow, P., and I. Dichev. (2002). The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review*, Vol. 77(Suppl), Pp. 35° 59.
- 13- Dechow, P., S. Kothari, and R. Watts. (1998). The Relation between Earnings and Cash Flows. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 25, Pp. 133° 168.
- 14- Durnev, A., and H. Kim. (2005). To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. *Journal of Finance*, Vol. 60, Pp. 1461° 1493.
- 15- Easley, D., and M. O Hara. (2004). Information and the Cost of Capital. *Journal of Finance*, Vol. 59, Pp. 1553° 1583.



## Earnings Quality and Firm Value: Evidence from Iranian Firms

**I. Noravesh**

Professor of Accounting, University of Tehran, Tehran, Iran

**\*A. Momeni Yanesari**

Lecturer, Department of Accounting, Seminary Institute of Hakim Jorjani, Gorgan, Iran

**M. Safari Gerayli**

Assistant Prof. Department of Accounting, Bandargaz Branch, Islamic Azad University, Bandargaz, Iran

### Abstract

Present study has been done to provide empirical evidence for the relationship between earnings quality measure with firm value and the impact of investment opportunity on this relationship. To do so, a comprehensive index based on scaled decile rank of six earnings attributes (e.g. accruals quality, persistence, predictability, value relevance, timeliness, and conservatism) was used as a proxy of earnings quality. Using a sample of 79 firms listed in Tehran Stock Exchange during the period of 1387-1391, we find a positive and significant association between firm valuation with an aggregate earnings quality and investment opportunity. Furthermore, results show that firm's Investment opportunities has no significant effect on the relationship between earnings quality and firm value.

**Keywords:** Earnings Quality, Firm Value, Investment Opportunity.

