

رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام

دکتر محسن خوش طینت*

شاهپور اسماعیلی**

چکیده

در این پژوهش، رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بررسی شده است. هدف از تحقیق تعیین این موضوع است که آیا سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و... کیفیت اطلاعات حسابداری (کیفیت سود) را درک کرده و آن را در تصمیم‌گیریهای خود بکار می‌گیرند؟ برای یافتن پاسخ این سوال بایستی واکنش بازار را ببینیم. می‌دانیم که واکنش بازار نسبت به اطلاعات منتشره را می‌توان از دو طریق (۱) حجم معاملات (۲) قیمت سهام و متعاقباً بازده سهام مورد سنجش و اندازه‌گیری قرار داد. بنابراین در این تحقیق از بازده سهام بعنوان متغیر وابسته استفاده شده است.

* - دانشیار دانشگاه علامه طباطبایی

** - عضو هیئت‌علمی دانشگاه لرستان

از مجموعه معیارهای ارزیابی کیفیت سود، دو معیار نسبت وجه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی به سود عملیاتی و حجم معوقات^۱ انتخاب و تاثیر آنها بر بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران آزمون می‌شود. پژوهش فوق چهار فرضیه را بررسی می‌کند. در این فرضیه‌ها کیفیت سود، حجم معوقات، اجزای اختیاری و غیراختیاری معوقات بعنوان متغیر مستقل و بازده سهام به عنوان متغیر وابسته می‌باشد. بررسی فرضیه‌های تحقیق به کمک تجزیه و تحلیل رگرسیون در دوره زمانی ۱۳۸۳-۱۳۷۹ نشان می‌دهد که رابطه ضعیفی بین کیفیت سود و بازده سهام وجود دارد.

کلید واژه‌ها: کیفیت سود، حجم معوقات، بازده سهام، اجزای اختیاری و غیراختیاری معوقات.

مقدمه

گزارشهای مالی یکی از مهمترین فرآورده‌های سیستم حسابداری است که یکی از اهداف عمده آن فراهم آوردن اطلاعات لازم برای ارزیابی عملکرد و توانایی سودآوری بنگاه اقتصادی است. یکی از اقلام حسابداری که در گزارشهای مالی (صورت سود و زیان) تهیه و ارائه می‌شود سود خالص است که کاربردهای متفاوتی دارد. معمولاً سود به عنوان عاملی برای تدوین سیاستهای تقسیم سود و راهنمایی برای سرمایه‌گذاری و تصمیم‌گیری و بالاخره عاملی برای پیش‌بینی به شمار می‌آید. محاسبه سود خالص یک بنگاه اقتصادی متاثر از روشها و برآوردهای حسابداری است، بدین لحاظ امکان "دستکاری سود" توسط مدیریت وجود دارد. وجود زمینه مناسب برای "تخریب سود" ناشی از تضاد منافع و همچنین به علت پاره‌ای از محدودیتهای ذاتی حسابداری از جمله (۱) نارسایی‌های موجود در فرآیند "برآوردها" و پیش‌بینی‌های آتی (۲) امکان استفاده از روشهای متعدد حسابداری توسط بنگاهها موجب شده است که سود واقعی یک بنگاه از سود گزارش شده در صورتهای مالی متفاوت باشد و از آنجایی که سود یکی از مهمترین معیارهای ارزیابی عملکرد و تعیین‌کننده ارزش بنگاههای اقتصادی تلقی می‌گردد موضوع کیفیت سود مورد توجه محققان و دست‌اندرکاران حرفه حسابداری و مدیریت سرمایه‌گذاری قرار گرفته است. توجه حرفه حسابداری بر محور این هدف استوار

است که سود خالص گزارش شده، عملکرد عملیاتی واحد تجاری را بطور منصفانه منعکس نماید. لیکن کاربرد سود گزارش شده در علوم دیگر به منظور تحقق اهداف خاص دیگری است. به عنوان مثال، تحلیل‌گران مالی کیفیت سود را بدین منظور ارزیابی می‌کنند که یک سطح مربوط از سود را تعیین نموده و سود خالص آتی را پیش‌بینی کنند و در نتیجه قیمت سهام یک شرکت را تعیین نمایند.

اختیار عمل مدیران در استفاده از اصول تحقق و تطابق و از برآورد و پیش‌بینی از جمله عواملی است که کیفیت سود را تحت تاثیر قرار می‌دهد. از یکطرف به دلیل آگاهی بیشتر آنها از شرکت، انتظار می‌رود به گونه‌ای اطلاعات تهیه و ارائه شود که وضعیت شرکت را به بهترین نحو منعکس کند. از طرف دیگر ممکن است بنا به دلایلی نظیر ابقا در شرکت، دریافت پاداش و سایر عوامل، مدیر خواسته یا ناخواسته وضعیت شرکت را مطلوب جلوه دهد. بنابراین، کیفیت سود شرکت‌ها تحت تاثیر مبانی گزارشگری و صلاحدید مدیران قرار می‌گیرد.

مبانی نظری و پیشینه تحقیق

طبق بیانیه شماره (۱) مفاهیم حسابداری هیات استانداردهای حسابداری مالی^۲ استفاده‌کنندگان صورتهای مالی، از سود استفاده‌های گوناگونی می‌کنند. آنها می‌توانند: الف) عملکرد مدیریت را ارزیابی کنند، ب) توان سودآوری شرکت را در یک افق بلندمدت ارزیابی کنند یا ج) مخاطرات سرمایه‌گذاری در شرکت یا اعتباردهی به آن را برآورد کنند.

صرفنظر از چگونگی استفاده از ارقام سود گزارش شده، کیفیت سود بایستی مدنظر قرار گیرد. کیفیت سود در تحقیقات قبلی تعاریف متعددی دارد و اجماعی بر روی تعریف آن وجود ندارد. در اینجا سعی می‌شود عمده‌ترین تعاریف و روشهای ارزیابی آن طبقه‌بندی و سپس مروری اجمالی بر مطالعات قبلی انجام شود.

برخی تحلیل‌گران مالی، کیفیت سود را بعنوان سود عادی و مستمر، تکرارپذیر و ایجادکننده جریان نقدی حاصل از عملیات می‌دانند، آنها متعقدند که کیفیت سود رقمی بین سود خالص گزارش شده و جریان نقدی حاصل از عملیات منهای ارقام غیرتکراری می‌باشد.

در مقالات مختلف در تعریف مفهوم کیفیت سود به دو ویژگی برای تعیین کیفیت سود اشاره شده است: یکی سودمندی تصمیم و دیگری ارتباط بین این مفهوم و سود اقتصادی مدنظر آقای هیکس می باشد.

(Revsine et al, 1999) اظهار می دارد، سودی که با ثبات تر باشد با کیفیت تر است.

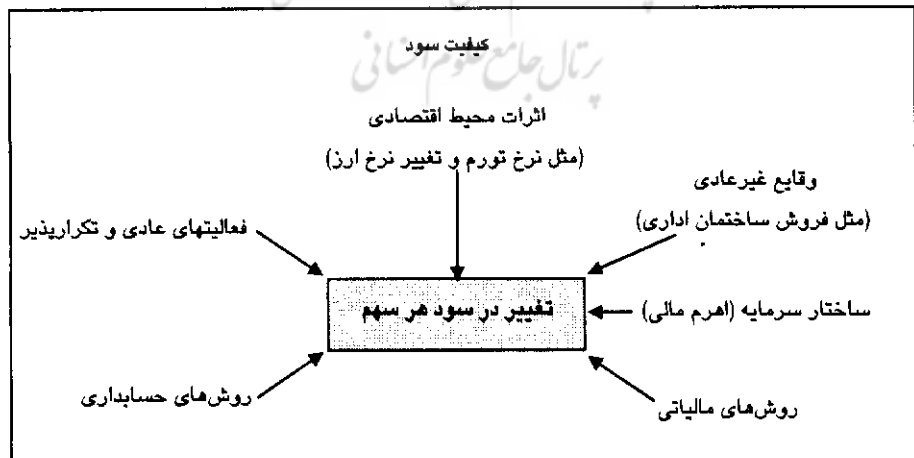
(Bodie, 2002) نیز کیفیت سود را بر حسب "حد و اندازه ایی که انتظار داریم سطح سود گزارش شده با ثبات باشد" تعریف می کند.

(Mikhail B, ۱۹۹۹) معتقد است، سودی که بهتر بتواند جریان نقدی عملیاتی آتی موسسه را پیش بینی کند، با کیفیت تر است.

(sloan, 1996) اثبات کرد که شرکتهای با سود گزارش شده بالاتر از جریان وجوه نقد عملیاتی (حجم بالای معوقات)، در سالهای آتی یک کاهش در سود عملیاتی را تجربه خواهند کرد. بنابراین حجم معوقات یک شاخص خوب برای کیفیت سود می باشد.

«هاکینز» استاد حسابداری دانشگاه هاروارد، کیفیت سود را به شرح زیر توصیف می کند (ظریف فرد، ۱۳۷۸):

در شکل زیر، شش عامل که در ارزیابی کیفیت سود، نقش داشته و همچنین رابطه بین آنها و تغییر سود هر سهم ارائه شده است:



در متون حسابداری و مالی برخی از ویژگیهای بنگاه تجاری شناسایی شده‌اند که وجود آنها باعث افزایش کیفیت سود می‌گردد.

اگر شرکتی ویژگیهای زیر را دارا باشد، کیفیت سود آن بالا خواهد بود:

- ۱) روشهای با ثبات محافظه‌کارانه حسابداری.
- ۲) جریان درآمد قبل از مالیات ناشی از فعالیتهای عملیاتی و تکرارپذیر.
- ۳) کسب سطحی از سود خالص و نرخ رشد، مستقل از ملاحظات مالیاتی (مثل کاهش نرخ مالیات که منجر به معافیت مالیاتی می‌شود).
- ۴) داشتن سطح مناسبی از بدهی.
- ۵) داشتن ساختار سرمایه مناسب.
- ۶) سود شرکت ناشی از تورم نباشد.

همانطور که ملاحظه گردید، تعریف یکسانی از کیفیت سود وجود ندارد، ولی در این تحقیق یکی از با اهمیت‌ترین تعریف‌ها ارائه می‌گردد. سودی با کیفیت است که (۱) به وجه نقد نزدیکتر باشد (۲) قابلیت استمرار داشته باشد (۳) قابلیت رشد داشته باشد. بطور کلی (Katherine & Linda Vincent, 2002) معیارهای ارزیابی کیفیت سود و اجزای مربوط به آن را به صورت زیر طبقه‌بندی نموده است:

معیارهای ارزیابی	اجزای مربوط
الف) سری زمانی ویژگی های سود	۱. پایداری سود. ۲. قابلیت پیش‌بینی. ۳. نوسان پذیری.
ب) روابط بین سود، معوقات و وجه نقد	۱. نسبت وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی به سود. ۲. تغییر در کل معوقات. ۳. پیش‌بینی اجزای اختیاری معوقات ^۱ به کمک متغیرهای حسابداری. ۴. پیش‌بینی روابط بین معوقات و جریانهای نقدی.
ج) ویژگی های کیفی چارچوب نظری (FASB)	مربوط بودن و قابلیت اتکاء
د) تاثیرگذاری در تصمیم	۱. رابطه معکوس بین پیش‌بینی و قضاوت در گزارشگری و کیفیت سود. ۲. رابطه معکوس بین کیفیت سود و میزان منفعتی که تهیه کنندگان اطلاعات از تضاروت و پیش‌بینی خواهند برد.

اولین مطالعات در مورد بررسی مسائل مرتبط با کیفیت سود در سال ۱۹۸۶ توسط Wilson G.Peter از دانشگاه هاروارد انجام گرفت. نتیجه‌گیری کلیدی Wilson این بود که جریان وجوه نقد عملیاتی و کل معوقات بطور متفاوتی مفید و با ارزشند. یعنی بنظر می‌رسد که بازار به افشاء اطلاعات مربوط به جریان وجوه نقد

عملیاتی و معوقات عکس‌العمل نشان می‌دهد (value relevant) و اینکه جریان وجوه نقد مفیدتر و با ارزش‌تر از معوقات هستند (differential valuation).

(sloan,1996 و Houge and Loghra,2000) دریافتند که سهام با معوقات بالا (کیفیت سود پایین) دارای بازده پایینی می‌باشند یعنی رابطه معکوسی بین معوقات و بازده سهام وجود دارد و یا رابطه مستقیمی بین کیفیت سود و بازده سهام وجود دارد.

(Konan chan and Louis k.c.chan,2001) نشان دادند که سطح بالا (پایین) معوقات یا کیفیت سود پایین (بالا) با بازده پایین (بالا) سهام رابطه دارد. همچنین آنها نشان دادند که اجزای غیراختیاری معوقات بازده آتی سهام را پیش‌بینی نمی‌کنند و تنها اجزای اختیاری معوقات بازده آتی سهام را پیش‌بینی می‌کنند.

(Lev and Thiagrajan,1993) از رویکرد دیگری به بررسی رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام پرداختند بدین صورت که آنها ۱۲ متغیر بنیادین را که توسط تحلیل‌گران مالی در ارزیابی کیفیت سود استفاده می‌شود، مشخص کردند و از طریق دادن امتیاز صفر و یک به هر یک از ۱۲ متغیر بنیادین، کیفیت سود را اندازه‌گیری کردند و نهایتاً به این نتیجه رسیدند که گروههایی که از کیفیت سود بالاتری برخوردارند ضریب واکنش سود بالاتری نیز دارند که این امر با انتظارات نظری سازگاری دارد.

(Penman and Zhang , 2001) نشان دادند که بین کیفیت سود و بازده سهام رابطه مستقیمی وجود دارد. آنها سطح Q-Score را شاخص کیفیت سود در نظر گرفته بودند.

(ظریف فرد، ۱۳۷۸) به بررسی و تحلیل عوامل مرتبط با ارزیابی کیفیت سود بنگاههای اقتصادی ایران پرداخت. وی با طرح ۳۳ سوال و نظر خواهی از متخصصان مالی و حسابداری بورس، شرکتهای سرمایه‌گذاری، بانکها، سازمان حسابرسی و دانشگاهها و شرکتهای پذیرفته شده در بورس به این نتیجه رسید که استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی از ارتباط گزارشگری اجزای تشکیل‌دهنده سود بر ارزیابی کیفیت سود خالص آگاه هستند.

بیان مساله و فرضیه‌های تحقیق

استفاده از عنصر "کیفیت سود" در مدل‌های ارزش‌گذاری قیمت سهام و ارزیابی عملکرد بنگاه‌های اقتصادی در عین اینکه بر مبنای منطق قیاسی توجیه‌پذیر است اما از آنجایی که در فرآیند اندازه‌گیری سود نارسایی‌هایی از جمله نیاز به برآوردها، روشهای متفاوت حسابداری و تضاد منافع وجود دارد. بنابراین این نارسایی‌ها موجب می‌شود که تفاوتی بین سود خالص گزارش شده و سود کیفی وجود داشته باشد. در چنین شرایطی محتوای اطلاعاتی سود کاهش یافته و استفاده مطلوب از این عنصر در مدل‌های تصمیم‌گیری به مخاطره خواهد افتاد.

حال با توجه به وضعیت فعلی ایران سوالات زیر در ذهن متبادر می‌گردد:

آیا با وجود روند رو به رشد بازیگران اصلی بازار سرمایه شامل شرکتهای سرمایه‌گذاری، تحلیل‌گران مالی و سایر سرمایه‌گذاران به کیفیت اطلاعات ارائه شده (سود هر سهم) توجه می‌شود و آن را در تصمیم‌گیری‌های خود لحاظ می‌کنند یا خیر؟

آیا سود با کیفیت بیشتر از سود بی‌کیفیت محتوای اطلاعاتی دارد یا خیر؟

آیا سرمایه‌گذاران علاوه بر کمیت اطلاعات حسابداری به کیفیت آنها نیز توجه می‌کنند؟

آیا در بازار سرمایه ایران اطلاعات حسابداری دارای محتوای اطلاعاتی است؟

آیا سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران مالی سودهای گزارش شده که نشأت گرفته از روشهای حسابداری است را مورد ارزیابی قرار می‌دهند؟

بنا بر دلایل فوق‌الذکر و یافتن جواب سوالات فوق انجام یک پژوهش در رابطه با محتوای اطلاعاتی اطلاعات با کیفیت (سود با کیفیت) در شرایط فعلی ایران از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است که در این تحقیق به رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام می‌پردازیم.

فرضیه‌های تحقیق

فرضیه ۱) بین کیفیت سود و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۲) بین حجم معوقات و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۳) بین اجزای اختیاری^۵ معوقات و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

فرضیه ۴) بین اجزای غیراختیاری معوقات^۶ و بازده سهام رابطه معناداری وجود

دارد.

نحوه اندازه‌گیری متغیرهای تحقیق الف) متغیر وابسته

در این تحقیق، بازده واقعی سهام، متغیر وابسته می‌باشد که بصورت زیر محاسبه می‌شود:

R_{it} : بازده واقعی شرکت i در دوره t .

P_1 : قیمت سهام در پایان دوره.

P_0 : قیمت سهام در اول دوره.

$$R_{it} = \frac{(1+\alpha)P_1 - P_0 + DPS - 1000\beta}{P_0} \times 100$$

DPS: سود تقسیمی هر سهم.

α : درصد کل افزایش سرمایه.

β : درصد افزایشی سرمایه از محل آورده نقدی و مطالبات.

۱۰۰۰: قیمت اسمی هر سهم.

ب) متغیرهای مستقل

ب-۱) کیفیت سود: کیفیت سود براساس مفهوم نزدیک بودن سود عملیاتی (Operation Earning) به جریان نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی (Operation cash flow) اندازه‌گیری می‌شود که براساس نسبت (OCF/OE) محاسبه شده است. هر چقدر این نسبت بزرگتر باشد، یعنی سود به وجه نقد نزدیکتر است و دارای کیفیت بالاتری می‌باشد و بالعکس.

ب-۲) معوقات: برای اندازه‌گیری معوقات، از مدل تعدیل شده جونز استفاده شده و معوقات را این چنین تعریف و اندازه‌گیری می‌کنیم:

$$TA_t = (\Delta CA_t - \Delta CL_t - \Delta CASH_t + \Delta STDEBT_t - DEPN_t)$$

TA_t : کل معوقات در سال t .

ΔCA : تغییر در داراییهای جاری غیرنقدی.

ΔCL : تغییر در بدهیهای جاری.

DEPN: استهلاك داراییهای مشهود و نامشهود.

$\Delta STDEBT$: تغییر در حصه جاری تسهیلات دریافتی.

$\Delta CASH$: تغییر در وجه نقد.

ب-۳) اجزای اختیاری و غیراختیاری معوقات

$$NDA_t = \alpha_1 (1/A_{t-1}) + \alpha_2 [(\Delta REC_t - \Delta REC_t) / A_{t-1}] + \alpha_3 (PPE_t / A_{t-1})$$

$$DA_t = TA_t - NDA_t$$

TA_t : کل معوقات در سال t .

NDA_t : بخش غیراختیاری معوقات در سال t .

DA_t : اجزاء اختیاری معوقات در سال t .

NDA_t : بخش غیراختیاری معوقات در سال t .

ΔREV_t : درآمد سال t منهای درآمد سال $t-1$.

ΔREC_t : تغییر در حسابهای دریافتنی سال t .

PPE_t : اموال، ماشین آلات و تجهیزات (ناخالص) در پایان سال t .

A_{t-1} : کل داراییها در سال $t-1$.

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$: پارامترهای خاص شرکت می‌باشند که با استفاده از مدل زیر بدست می‌آیند:

$$TA_t / A_{t-1} = a_1 (1/A_{t-1}) + a_2 (\Delta REV_t / A_{t-1}) + a_3 (PPE_t / A_{t-1}) + \epsilon$$

که در این مدل a_1, a_2, a_3 به برآوردهای OLS از $\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ اشاره دارد.

TA_t : معوقات در سال t (Total Accruals)

A_{t-1} : کل داراییها در پایان سال $t-1$.

ΔREV_t : درآمد سال t منهای درآمد سال $t-1$.

PPE_t : اموال، ماشین آلات و تجهیزات (ناخالص) در پایان سال t .

از آنجایی که اندازه و حجم متغیرهای مستقل با اندازه کلی ترازنامه شرکت متفاوت است، با اقتباس از متون حسابداری، در وجه مقیاس هر قلم با متوسط داراییها پیروی نموده‌ایم. (یعنی معوقات و اجزای اختیاری و غیراختیاری هر شرکت را بر متوسط دارایی‌هایشان تقسیم نموده‌ایم.)

روش‌شناسی و نحوه اجرای تحقیق

به منظور انجام تحقیق، نمونه آماری از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انتخاب شد. این مجموعه شامل شرکتهایی است که مجموعه شرایط زیر را داشته باشند:

۱. سهام شرکت از سال ۱۳۷۹ تا سال ۱۳۸۳ (۵ سال) در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده باشد.

۲. شرکت جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری و واسطه‌گرهای مالی نباشد.

۳. سال مالی شرکت به پایان اسفند ماه ختم شود.

۴. اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشد.

۵. شرکت زیان‌ده نباشد.

با توجه به مجموعه شرایط یاد شده تعداد ۶۹ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۳ - ۱۳۷۹ که در مجموع ۹۵ درصد کل حجم معاملات ریالی دوره ۵ ساله را پوشش می‌دهند، انتخاب شدند. روش تحقیق، همبستگی، یعنی بررسی وجود رابطه و همبستگی بین متغیرها از طریق رگرسیون، و روش‌شناسی تحقیق از نوع پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) می‌باشد.

اطلاعات مورد نیاز شرکتها از طریق بانک اطلاعاتی صحرا و مراجعه مستقیم به کتابخانه بورس اوراق بهادار و رجوع به یادداشتهای همراه صورتهای مالی گردآوری شده و برای استخراج اطلاعات بازده سهام از لوح فشرده بورس استفاده شده است. با انتقال داده‌ها به صفحه گسترده اکسل و اعمال محاسبات لازم، اطلاعات مزبور جهت تجزیه و تحلیل نهایی به نرم افزار آماری spss11 منتقل شده است.

به منظور بررسی بیشتر رابطه بین کیفیت سود و حجم معوقات با بازده سهام، شرکت‌های نمونه را از نظر کیفیت سود و حجم معوقات به سه سطح بالا، متوسط و پایین تقسیم‌بندی نموده و به بررسی روابط مذکور در هر یک از سطوح پرداخته می‌شود. برای کنترل اثر نوع صنعت که می‌تواند نتایج را متاثر نماید، صنایعی از قبیل صنایع خودرو و ساخت قطعات، سایر محصولات و کانی‌های غیرفلزی و مواد و محصولات شیمیایی که بیشترین تعداد نمونه را دارا بودند، انتخاب شدند و به بررسی و آزمون چهار فرضیه مذکور در هر یک از صنایع پرداخته می‌شود.

در این تحقیق برای بررسی عملکرد استراتژی خرید و نگهداری در بورس اوراق بهادار تهران از روش زیر استفاده شده است: براساس هر کدام از شاخص‌های کیفیت سود ($I_{eq} = CFO/EO$) و معوقات، شرکتها در سال ۸۰ و ۱۳۷۹ به سه پرتفوی با کیفیت سود بالا، متوسط و پایین دسته‌بندی شده است. بطوریکه پس از حذف اقلام پرت جهت نرمال بودن داده‌ها، بر اساس شاخص کیفیت سود، ۳۰ شرکت که بالاترین نسبت را دارند در پرتفوی با کیفیت سود بالا (H)، ۵۶ شرکت در پرتفوی با کیفیت

سود متوسط (M) و ۲۹ شرکت در پرتفوی با کیفیت سود پایین (L) جای گرفتند. بر اساس حجم معوقات، پس از تقسیم حجم معوقات هر یک از شرکتها بر متوسط داراییها به منظور هم مقیاس کردن آنها، ۳۲ شرکت که بالاترین نسبت را دارا بودند در پرتفوی با نسبت معوقات بالا (H)، ۶۰ شرکت در پرتفوی با نسبت معوقات متوسط (M) و ۳۲ شرکت در پرتفوی با نسبت معوقات پایین (L) جای گرفتند.

در اینجا فرض می‌کنیم که چهار ماه تاخیر بین پایان سال مالی شرکتها و انتشار عمومی اطلاعات حسابداری وجود دارد. بنابراین، زمان تشکیل پرتفوی بر اساس اطلاعات سال ۸۰ و ۱۳۷۹، پایان تیرماه سال ۸۱ و ۱۳۸۰ می‌باشد و بدین ترتیب میانگین موزون ارزشی بازده‌های ۶ ماهه، ۱۲ ماهه، ۱۸ ماهه، ۲۴ ماهه و ۳۰ ماهه هر کدام از پرتفوی‌ها را محاسبه نموده و با مقایسه آنها به بررسی عملکرد استراتژی خرید و نگهداری می‌پردازیم. قابل ذکر است که نتایج حاصل از میانگین موزون و میانگین ساده یکسان بوده و یا به عبارت دیگر نتایج متأثر از روش محاسبه بازده پرتفوی نمی‌باشد.

تجزیه و تحلیل یافته‌ها و ارزیابی نتایج

در این بخش نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل آماری هر یک از فرضیه‌های تحقیق بصورت خلاصه ارائه می‌گردد.

۱. کیفیت سود و بازده سهام

فرضیه اول: بین کیفیت سود و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۱

نتیجه آزمون	ضریب متغیر مستقل (B)	سطح معناداری (P_value)	F آزمون	توان تبیین		متغیر وابسته	متغیر مستقل
				R ² سبزه	R ²		
فرضیه صفر رد می‌شود.	۸/۲۵	۰/۰۲۱	۵/۰۵۶	۰/۰۱۶	۰/۰۲۵	بازده سهام	کیفیت سود
فرضیه صفر رد می‌شود.	۳۳/۱۵	۰/۰۱۱	۷/۳۶	۰/۱۸۲	۰/۲۱	بازده سهام	کیفیت سود بالا
فرضیه صفر رد می‌شود.	۴۰/۶۷	۰/۰۱۹	۵/۶۲	۰/۰۲۷	۰/۰۳۳	بازده سهام	کیفیت سود متوسط
فرضیه صفر رد نمی‌شود.	-	۰/۲۲۶	۱/۵۱۲	۰/۰۱۲	۰/۰۲	بازده سهام	کیفیت سود پایین
فرضیه صفر رد می‌شود.	۱۰/۶۰	۰/۰۲۲	۲/۳۲	۰/۰۷۳	۰/۰۹۶	بازده سهام	کیفیت سود (صنعت خودرو)
فرضیه صفر رد می‌شود.	۰/۱۸۵	۰/۰۰۰	۱۶/۹۹	۰/۲۱۳	۰/۲۲۷	بازده سهام	کیفیت سود (صنعت کانی‌های غیرفلزی)
فرضیه صفر رد می‌شود.	۳۷/۵۰	۰/۰۰۱	۱۲/۱۱	۰/۱۶۶	۰/۱۸۰	بازده سهام	کیفیت سود (صنعت محصولات شیمیایی)

F (آزمون): مقدار آماره آزمون
B ضریب متغیر مستقل در مدل رگرسیون

R² ضریب همبستگی
R² ضریب تبیین، شاخص توان تبیین مدل می‌باشد.
P_value سطح معناداری مدل.

همانطور که از جدول شماره (۱) ملاحظه می‌گردد، این فرضیه رد نگردیده است و نتیجه گرفته می‌شود که بین کیفیت سود و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد. به دلیل اینکه ضریب تبیین کوچک (۰/۰۲۵) می‌باشد، رابطه فوق یک رابطه قوی نمی‌باشد و مفهوم آن این است که کیفیت سود فقط در حدود ۲ درصد از بازده سهام را توضیح می‌دهد و بقیه بازده به عوامل دیگری بستگی دارد.

همانطور که جدول شماره (۱) مویید آن است، در سطح کیفیت سود بالا و متوسط ضریب تعیین به ترتیب ۰/۲۱۰ و ۰/۰۳۳ می‌باشد و در سطح کیفیت سود پایین، از لحاظ آماری رابطه معناداری بین کیفیت سود و بازده سهام وجود ندارد. از مقادیر ضریب تعیین مشخص است که در سطح کیفیت سود بالا، رابطه قویتری بین کیفیت سود و بازده سهام وجود دارد. بدین معنی که کیفیت سود حدود ۲۱ درصد از بازده سهام را توضیح می‌دهد و بقیه بازده به عوامل دیگری بستگی دارد.

همانطور که از مقادیر P_value مشخص است در سه صنعت خودرو، کانی‌های غیرفلزی و محصولات شیمیایی از لحاظ آماری رابطه معناداری بین کیفیت سود و بازده سهام وجود دارد و ضریب تبیین آنها به ترتیب ۰/۰۹۶، ۰/۲۲۷ و ۰/۱۸۰ می‌باشد. از مقادیر ضریب تبیین مشخص است که در صنعت کانی‌های غیرفلزی رابطه قویتری بین کیفیت سود و بازده سهام وجود دارد و مدل‌های صنعت بخصوص صنعت کانی‌های غیرفلزی توان تبیین بالاتری دارند.

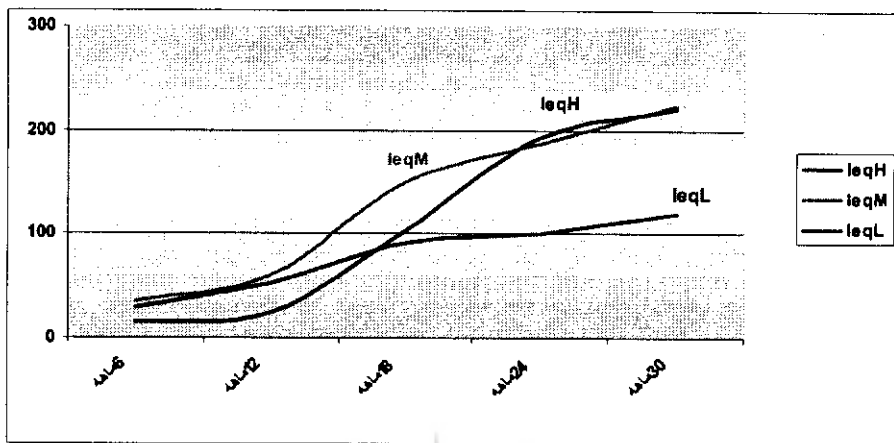
آزمون تکمیلی رابطه شاخص کیفیت سود و بازده سهام

بازده انباشته پرتفوی‌های خرید و نگهداری براساس سطوح مختلف شاخص کیفیت سود ($Ieq = OCF/OE$) و ضریب بتای پرتفوی‌ها به منظور کنترل متغیر مداخله‌گر ریسک به شرح زیر می‌باشد:

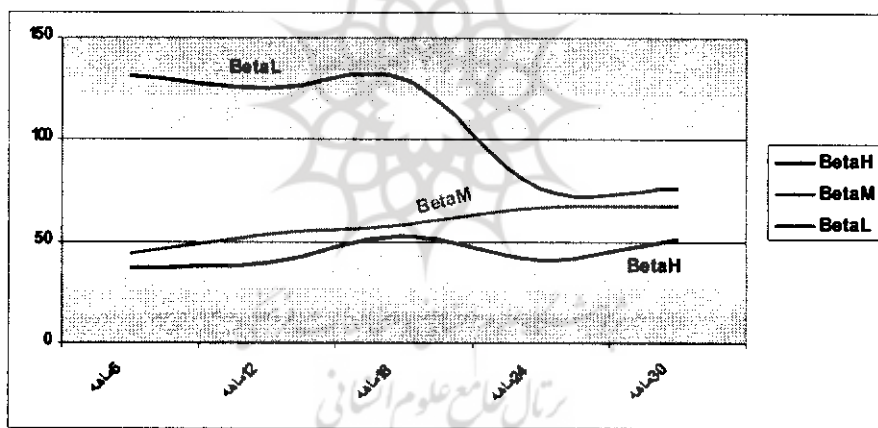
جدول ۲

ارقام بر حسب درصد می‌باشد.

معیار کیفیت سود (OCF/OE)	سطح کیفیت سود	تعداد شرکت‌های پرتفوی	۶ ماهه	۱۲ ماهه	۱۸ ماهه	۲۲ ماهه	۳۰ ماهه
بازده انباشته پرتفوی‌ها	IeqH	۳۰	۱۵	۲۵	۱۰۲	۱۹۳	۲۲۱
	IeqM	۵۶	۲۶	۶۱	۱۵۰	۱۸۷	۲۲۵
	IeqL	۲۹	۲۹	۵۲	۹۲	۱۰۱	۱۱۹
بتای پرتفوی‌ها	BetaH	۲۰	۳۷	۴۰	۵۳	۴۱	۵۱
	BetaM	۵۶	۴۴	۵۴	۵۸	۶۷	۶۸
	BetaL	۲۹	۱۳۱	۱۲۵	۱۳۰	۷۶	۷۶

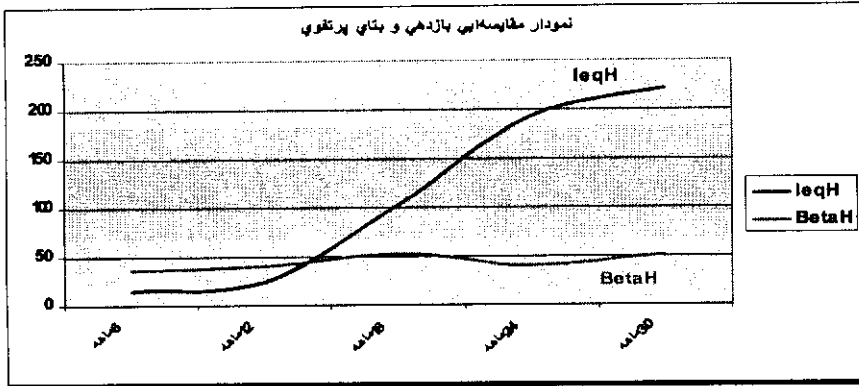


نمودار ۱- روند بازده انباشته پرتفوی‌ها

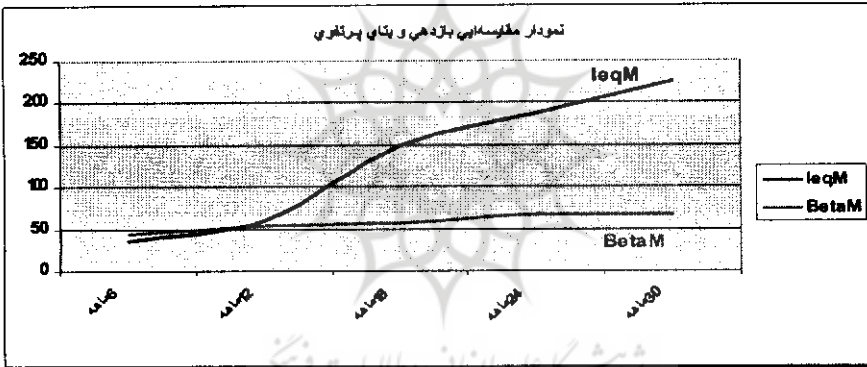


نمودار ۲- روند ضریب بتای پرتفوی‌ها

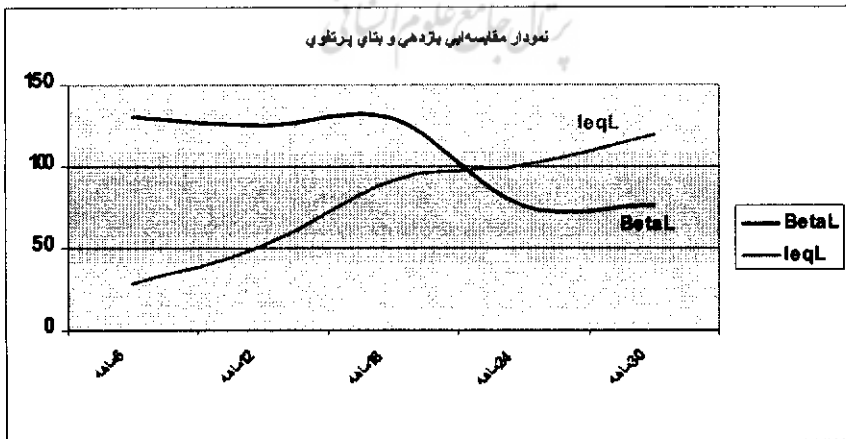
- | | | | |
|-----------------|---------|--|----------|
| کیفیت سود بالا | : leq H | بتای پرتفوی با سطح بالایی از کیفیت سود | : Beta H |
| کیفیت سود متوسط | : leq M | بتای پرتفوی با سطح متوسطی از کیفیت سود | : Beta M |
| کیفیت سود پایین | : leq L | بتای پرتفوی با سطح پایینی از کیفیت سود | : Beta L |



نمودار ۳



نمودار ۴



نمودار ۵

همانطور که جدول شماره (۲) و نمودارهای شماره (۱ لغایت ۵) مؤید آن است، برای دوره‌های ۱۸ ماهه پرتفوی‌هایی که براساس متوسط کیفیت سود تشکیل شده‌است، دارای بازده بالاتری می‌باشد. برای دوره‌های بیشتر از ۱۸ ماهه، پرتفوی‌هایی که براساس سطح کیفیت سود بالا تشکیل شده‌است، دارای بازده بالاتر و ریسک بازار کمتری می‌باشد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بازار دیر به کیفیت سود شرکتها پی برده است و بازده بالاتر نشأت گرفته از ریسک بازار نمی‌باشد.

۲. حجم معوقات و بازده سهام

فرضیه دوم: بین حجم معوقات و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۳

نتیجه آزمون	ضریب متغیر مستقل (B)	سطح معناداری (P_value)	F آزمون	توان تبیین		متغیر وابسته	متغیر مستقل
				R ²	R ² تعدیل شده		
فرضیه صفر رد می‌شود.	-۳۳/۰۹	۰/۰۱۱	۶/۵۷	۰/۰۲۷	۰/۰۲۳	بازده سهام	حجم معوقات
فرضیه صفر رد می‌شود.	-۹۶/۲	۰/۰۳۷	۳/۲۱	۰/۰۹۵	۰/۰۷۳	بازده سهام	سطح بالای معوقات
فرضیه صفر رد می‌شود.	-۲/۰۲	۰/۰۳۳	۳/۵۶	۰/۰۳۳	۰/۰۲۶	بازده سهام	سطح متوسط معوقات
فرضیه صفر رد نمی‌شود.	-	۰/۲۲۶	۱/۵۰	۰/۰۲	۰/۰۱۱	بازده سهام	سطح پایین معوقات
فرضیه صفر رد می‌شود.	-۲۰۷/۱۱	۰/۰۲۲	۵/۵۹	۰/۱۰۸	۰/۰۸۹	بازده سهام	میزان معوقات (صنعت خودرو)
فرضیه صفر رد می‌شود.	-۱۰۲/۳	۰/۰۰۲	۹/۱۳	۰/۱۳۲	۰/۱۱۸	بازده سهام	میزان معوقات (صنعت کانی‌های غیر فلزی)
فرضیه صفر رد می‌شود.	-۲۹/۸۱	۰/۰۲۵	۳/۲۱	۰/۰۶۵	۰/۰۵۰	بازده سهام	میزان معوقات (صنعت محصولات شیمیایی)

F (آزمون): مقدار آماره آزمون.

β: ضریب متغیر مستقل در مدل رگرسیون

R: ضریب همبستگی

R²: ضریب تعیین، شاخص توان تبیین مدل می باشد.

P_value: سطح معناداری مدل.

همانطور که از جدول شماره (۳) ملاحظه می‌گردد، این فرضیه رد نگردیده است و نتیجه گرفته می‌شود که بین میزان معوقات و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد. به دلیل اینکه ضریب تبیین کوچک (۰/۰۲۷) می‌باشد، رابطه فوق یک رابطه

قوی نمی‌باشد و مفهوم آن این است که حجم معوقات فقط در حدود ۳ درصد از بازده سهام را توضیح می‌دهد و بقیه بازده به عوامل دیگری بستگی دارد.

همان طور که جدول شماره (۳) موید آن است، در سطح بالا و متوسط ضریب تبیین به ترتیب ۰/۰۹۵ و ۰/۰۳۳ می‌باشد و در سطح پایین، از لحاظ آماری رابطه معناداری بین حجم معوقات و بازده سهام وجود ندارد. از مقادیر ضریب تبیین مشخص است که در سطح بالای معوقات، رابطه قویتری بین کیفیت سود و بازده سهام وجود دارد. بدین معنی که حجم معوقات حدود ۱۰ درصد از بازده سهام را توضیح می‌دهد و بقیه بازده به عوامل دیگری بستگی دارد.

همانطور که از مقادیر P_value مشخص است در سه صنعت خودرو، کانی‌های غیرفلزی و محصولات شیمیایی از لحاظ آماری رابطه معناداری بین حجم معوقات و بازده سهام وجود دارد و ضریب تبیین آنها به ترتیب ۰/۱۰۸، ۰/۱۳۲ و ۰/۰۶۵ می‌باشد. از مقادیر ضریب تبیین مشخص است که در صنعت کانی‌های غیرفلزی رابطه قویتری بین حجم معوقات و بازده سهام وجود دارد و مدل‌های صنعت بخصوص صنعت کانی‌های غیرفلزی توان تبیین بالاتری دارند.

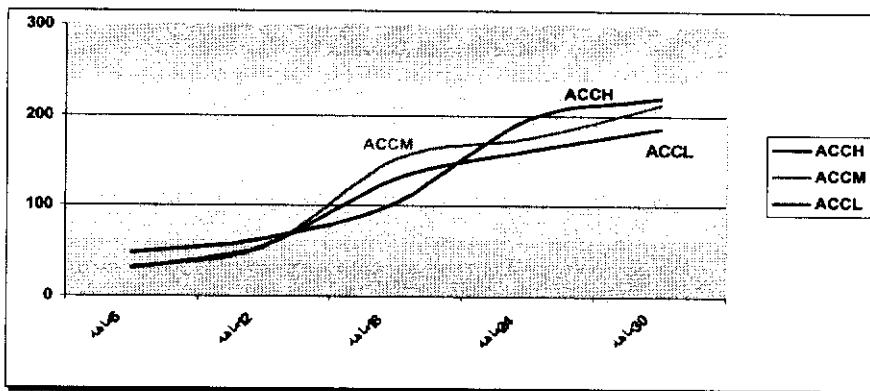
آزمون تکمیلی رابطه حجم معوقات و بازده سهام

بازده انباشته پرتفوی‌های خرید و نگهداری براساس سطوح مختلف حجم معوقات و ضریب بتای پرتفوی‌ها به منظور کنترل متغیر مداخله‌گر ریسک به شرح زیر می‌باشد:

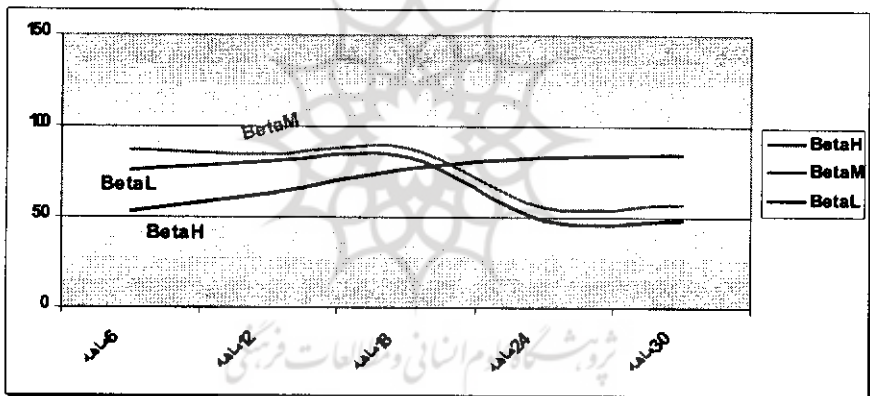
جدول ۴

ارقام بر حسب درصد می‌باشد.

معیار کیفیت سود: حجم معوقات	سطح کیفیت سود	تعداد شرکتهای پرتفوی	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	۱۳۸۸
بازده انباشته پرتفوی‌ها	ACCH	۳۲	۴۸	۶۴	۱۰۳	۱۱۷	۲۲
	ACCM	۶۰	۳۳	۵۴	۱۵۱	۱۷۵	۲۱۲
	ACCL	۳۲	۲۱	۵۶	۱۳۰	۱۶۱	۱۸۵
بتای پرتفوی‌ها	BetaH	۲۲	۵۳	۶۳	۷۷	۸۳	۸۵
	BetaM	۶۰	۸۷	۸۵	۸۸	۵۶	۵۷
	BetaL	۳۲	۷۶	۸۱	۸۲	۴۸	۴۸

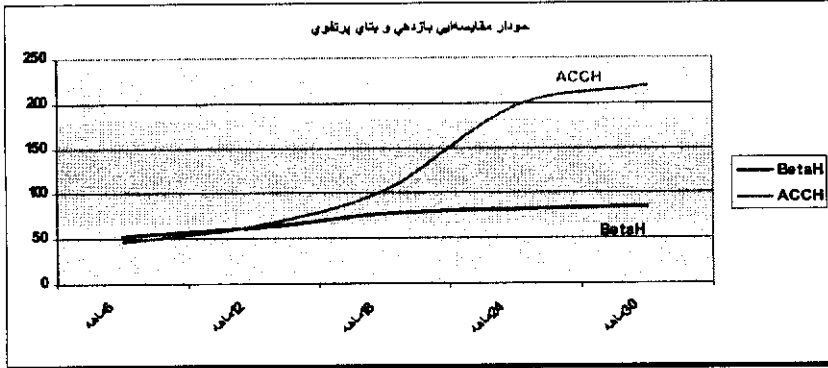


نمودار ۶- روند بازده انباشته پرتفوی‌ها

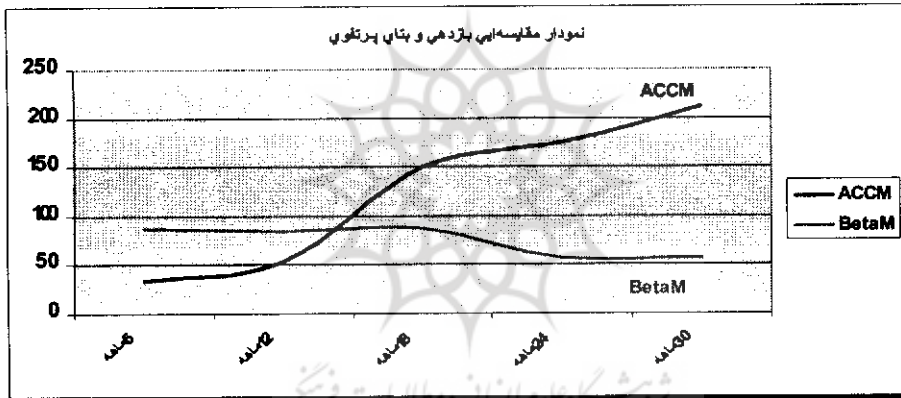


نمودار ۷- روند بازده انباشته پرتفوی‌ها

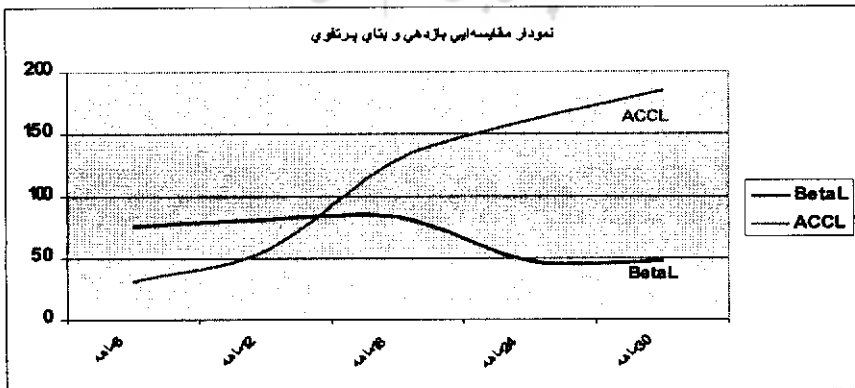
- | | | | |
|--------|------------------------------------|-------|--------------------|
| Beta H | : بتای پرتفوی با سطح بالایی معوقات | Acc H | : سطح بالای معوقات |
| Beta M | : بتای پرتفوی با سطح متوسط معوقات | Acc M | : سطح متوسط معوقات |
| Beta L | : بتای پرتفوی با سطح پایین معوقات | Acc L | : سطح پایین معوقات |



نمودار ۸



نمودار ۹



نمودار ۱۰

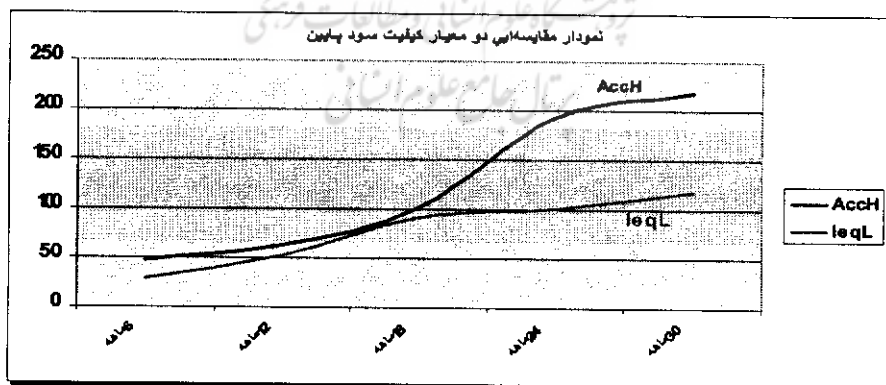
همانطور که جدول شماره (۴) و نمودارهای شماره (۶ لغایت ۱۰) مؤید آن است، برای دوره‌های ۱۸ ماهه پرتفوی‌هایی که براساس سطح متوسط معوقات تشکیل شده است، دارای بازده بالاتری می‌باشد. برای دوره‌های بیشتر از ۱۸ ماهه، پرتفوی‌هایی که براساس سطح بالای معوقات بالا تشکیل شده است، دارای بازده بالاتر و ریسک بازار بیشتر می‌باشد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که بازده بالاتر نشأت گرفته از ریسک بازار می‌باشد.

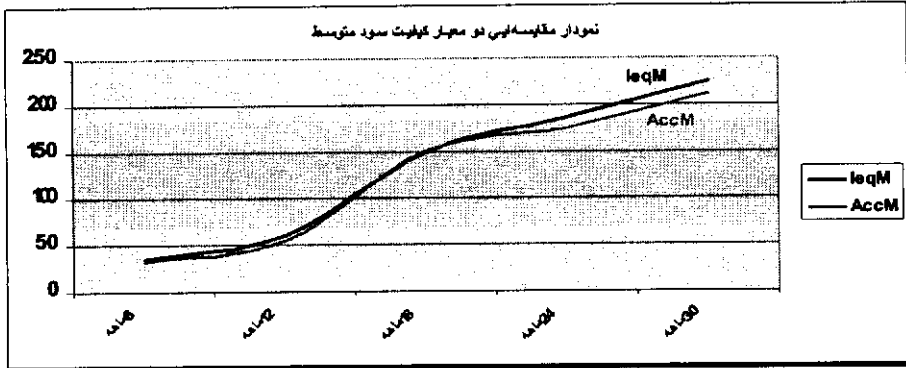
با توجه به نمودار شماره (۶) به نظر می‌رسد که بازار برخلاف قانون آهنین معکوس شدن حجم معوقات آقای اسکات عمل کرده است. چرا که همزمان با افزایش دوره‌های پرتفوی، حجم معوقات و بازده پرتفوی افزایش یافته است، البته نبایستی افزایش ریسک بازار را از نظر دور داشت.

مقایسه دو معیار کیفیت سود

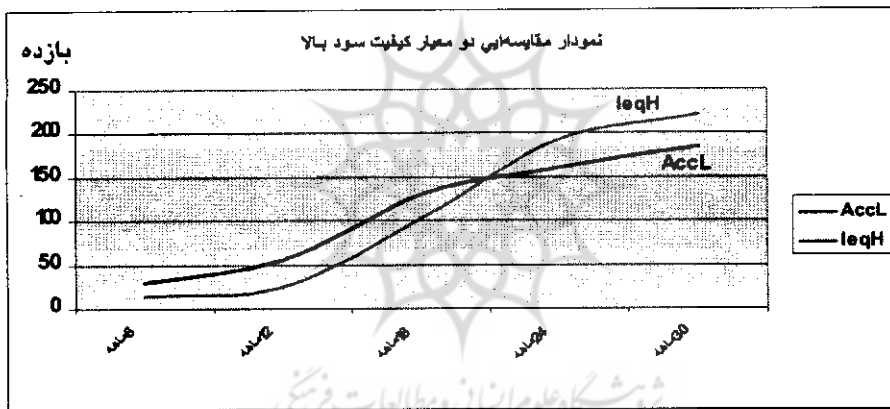
به منظور دستیابی به معیاری از کیفیت سود که بتوان از آن در شکل‌دهی استراتژی‌های سرمایه‌گذاری استفاده نمود، دو معیار کیفیت سود یعنی نسبت جریان وجوه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی به سود عملیاتی و حجم معوقات مورد مقایسه قرار می‌گیرند.

نمودارهای مقایسه‌ای به شرح ذیل می‌باشند:





نمودار ۱۲



نمودار ۱۳

با توجه به نمودارهای شماره (۱۲، ۱۱، ۱۲) می‌توان نتیجه گرفت که برای دوره‌های بیش از ۱۸ ماهه شاخص جریان وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی مفیدتر از حجم معوقات می‌باشد. اما برای دوره‌های کمتر از ۱۸ ماهه حجم معوقات مفیدتر بنظر می‌رسد.

به منظور ارزیابی نحوه عکس‌العمل بازار، پرتفوی‌هایی بر اساس هر دو معیار کیفیت سود تشکیل شده است. بازده حاصل از این پرتفوی‌ها در مقایسه با تحقیقات دیگر به قرار ذیل می‌باشد:

جدول ۵

معیار تشکیل پرتفوی	محقق	دوره زمانی تحقیق	بازده پرتفوی	تحقیق فعلی (ایران)
سطح معوقات بالا سطح معوقات پایین	Wilson G.Peter (Harvard University)	۱۹۸۵-۱۹۷۵	۱۲ ماهه: ۸۸٪ ۱۲ ماهه: ۲۱.۷٪	۱۲ ماهه: ۶۲٪ ۱۲ ماهه: ۵۶٪
سطح معوقات بالا سطح معوقات پایین	Chan, Jegadeesh and Lakonishok	۱۹۹۵-۱۹۷۱	۱۲ ماهه: ۹٪ ۲۴ ماهه: ۹.۷٪ ۱۲ ماهه: ۱۷.۸٪ ۲۴ ماهه: ۱۵.۷٪	۱۲ ماهه: ۶۲٪ ۲۴ ماهه: ۱۹.۴٪ ۱۲ ماهه: ۵۶٪ ۲۴ ماهه: ۱۶.۱٪
کیفیت سود بالا کیفیت سود پایین	Penman and Zhang	۱۹۹۵-۱۹۷۶	۱۲ ماهه: ۲۶.۱٪ ۱۲ ماهه: ۱۷٪	۱۲ ماهه: ۲۵٪ ۱۲ ماهه: ۵۲٪

همانطور که مشاهده می‌گردد بجز پرتفوی با کیفیت بالای پیمان و ژنگ، هیچ کدام از بازده‌ها پرتفوی‌ها به دلیل تفاوت زیاد، قابل مقایسه نمی‌باشند.

به منظور بررسی بیشتر رابطه بین حجم معوقات و بازده سهام، شرکت‌های نمونه را از لحاظ میزان معوقات به دو قسمت اجزای اختیاری و غیراختیاری تفکیک نموده و در قالب فرضیه‌های سوم و چهارم به بررسی آنها پرداخته می‌شود.

۳. اجزای اختیاری معوقات و بازده سهام

فرضیه سوم: بین اجزای اختیاری معوقات و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۶

نتیجه آزمون	ضریب متغیر مستقل (B)	سطح معناداری (P_value)	F آزمون	توان تبیین		متغیر وابسته	متغیر مستقل
				R ² تبیین شده	R ²		
فرضیه صفر رد می‌شود.	-۶/۶۷	۰/۰۰۲	۹/۹۳	۰/۰۳۷	۰/۰۳۲	بازده سهام	اجزای اختیاری معوقات
فرضیه صفر رد می‌شود.	-۱۳/۶	۰/۰۱۲	۶/۶۱	۰/۱۲۰	۰/۱۲۲	بازده سهام	اجزای اختیاری معوقات (صنعت خودرو)
فرضیه صفر رد می‌شود.	-۱۷/۸۳	۰/۰۲۸	۳/۰۸	۰/۰۳۷	۰/۰۶۳	بازده سهام	اجزای اختیاری معوقات (صنعت کاشی‌های غیرفلزی)
فرضیه صفر رد می‌شود.	-۱۱/۶	۰/۰۲۲	۳/۳۱	۰/۰۵۰	۰/۰۶۵	بازده سهام	اجزای اختیاری معوقات (صنعت محصولات شیمیایی)

F (آزمون): مقدار آماره آزمون.

R: ضریب همبستگی

کد ضریب متغیر مستقل در مدل رگرسیون

R²: ضریب تعیین، شاخص توان تبیین مدل می باشد.

P_value: سطح معنا داری مدل.

همانطور که از جدول شماره (۶) ملاحظه می‌گردد، این فرضیه رد نگردیده است و نتیجه گرفته می‌شود که بین اجزای اختیاری معوقات و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد. به دلیل اینکه ضریب تبیین کوچک (۰/۰۳۷) می‌باشد، رابطه فوق یک رابطه قوی نمی‌باشد و مفهوم آن این است که اجزای اختیاری معوقات فقط در حدود ۴ درصد از بازده سهام را توضیح می‌دهد و بقیه بازده به عوامل دیگری بستگی دارد. همانطور که از مقادیر P_value مشخص است فقط در سه صنعت خودرو، کانی‌های غیرفلزی و محصولات شیمیایی از لحاظ آماری رابطه معناداری بین اجزای اختیاری معوقات و بازده سهام وجود دارد و ضریب تبیین آنها به ترتیب ۰/۱۴۲، ۰/۰۶۳ و ۰/۰۶۵ می‌باشد. از مقادیر ضریب تبیین مشخص است که در صنعت خودرو رابطه قویتری بین اجزای اختیاری معوقات و بازده سهام وجود دارد و مدل‌های صنعت بخصوص صنعت خودرو توان تبیین بالاتری دارند.

۴. اجزای غیراختیاری معوقات و بازده سهام

فرضیه چهارم: بین اجزای غیراختیاری معوقات و بازده سهام رابطه معناداری وجود دارد.

جدول ۷

نتیجه آزمون	ضریب متغیر مستقل (B)	سطح معناداری (P_value)	F آزمون	توان تبیین		متغیر وابسته	متغیر مستقل
				R ² تبیین شده	R ²		
فرضیه صفر رد نمی‌شود.	-	۰/۶۱۰	۰/۲۶۰	۰/۰۰۳	۰/۰۰۱	بازده سهام	اجزاء غیر اختیاری معوقات
فرضیه صفر رد می‌شود.	-۲۳/۶	۰/۰۳۹	۲/۰۳	۰/۰۵۲	۰/۰۷۰	بازده سهام	اجزاء غیر اختیاری معوقات (صنعت کانی‌های غیر فلزی)
فرضیه صفر رد می‌شود.	-۱۱	۰/۰۳۵	۲/۲۱	۰/۰۳۹	۰/۰۶۵	بازده سهام	اجزاء غیر اختیاری معوقات (صنعت محصولات شیمیایی)

F (آزمون): مقدار آماره آزمون.

B: ضریب متغیر مستقل در مدل رگرسیون

R: ضریب همبستگی

R²: ضریب تبیین، شاخص توان تبیین مدل می باشد.

P_value: سطح معنا داری مدل.

همانطور که از جدول شماره (۷) ملاحظه می‌گردد، این فرضیه رد گردیده است و نتیجه گرفته می‌شود که بین اجزای غیراختیاری معوقات و بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد.

با توجه به مقادیر P_value ، در صنایع کانی‌های غیرفلزی و محصولات شیمیایی از لحاظ آماری رابطه معناداری بین اجزای غیراختیاری معوقات و بازده سهام وجود دارد و ضریب تبیین آنها به ترتیب ۰/۰۷۰ و ۰/۰۶۵ می‌باشد. از مقادیر ضریب تبیین مشخص است که در صنعت کانی‌های غیرفلزی رابطه قویتری بین اجزای غیراختیاری معوقات و بازده سهام وجود دارد و مدل‌های صنعت بخصوص صنعت کانی‌های غیرفلزی توان تبیین بالاتری دارند.

نتیجه‌گیری

در این تحقیق، نقش معوقات و نسبت جریان وجه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی به سود عملیاتی در تشریح و تحلیل کیفیت سود مورد بررسی قرار گرفته است. معوقات تفاوت بین سود حسابداری و جریان وجه نقد شرکت را بیان می‌کنند. به عبارت دیگر سطح بالای معوقات نشان می‌دهند که سود خیلی بیشتر از جریان وجه نقد می‌باشد.

بطور تجربی، (Sloan,1996) و (Houge and Logra,2000) و (Wilson و Richardson,Sloan,soliman and Tuna ,2001) و G.Peter,1986) و (Penman and Zhang,2001) و (Chan,Chan,Jegadeesh and Lakonishok,2001) دریافتند که سهام با سطح بالای معوقات دارای بازده پایینی می‌باشند، یعنی بین حجم معوقات و بازده سهام رابطه معکوسی وجود دارد. بنابراین انتظار می‌رود که افزایش سطح معوقات عکس العمل بازار را در پی داشته باشد. در این مطالعه، نقش حجم معوقات و نسبت جریان وجه نقد عملیاتی به سود عملیاتی به عنوان شاخص کیفیت سود بررسی شده و نتایج نشان‌دهنده این است که بین حجم معوقات و بازده سهام رابطه‌ای معکوس و بین کیفیت سود و بازده سهام رابطه‌ای مستقیم وجود دارد که این روابط با مبانی نظری سازگاری دارد. اما نکته قابل توجه اینکه این رابطه، یک رابطه ضعیف می‌باشد. نتایج حاصل از بررسی عملکرد استراتژی خرید و نگهداری نشان می‌دهد که بازار دیر به کیفیت سود شرکتها پی برده است که می‌تواند نشانه‌ای از عدم توجه و شناخت کافی سرمایه‌گذاران از مفهوم کیفیت سود باشد. البته این به خودی خود نمی‌تواند از محتوای اطلاعاتی و مفید بودن و اهمیت اعداد و ارقام حسابداری بکاهد.

به منظور بررسی بیشتر اثر معوقات بر بازده سهام، معوقات را به اجزای اختیاری و غیراختیاری تفکیک و به این نتیجه رسیدیم که بین اجزای اختیاری و بازده سهام رابطه معنی‌دار معکوسی وجود دارد. اما بین اجزای غیراختیاری معوقات و بازده سهام رابطه‌ای که از لحاظ آماری معنی‌دار باشد وجود ندارد، که این نیز با مبانی نظری سازگاری داشته و می‌توان نتیجه گرفت که رابطه بین حجم معوقات و بازده سهام نشأت گرفته از اجزای اختیاری معوقات بوده و اجزای غیراختیاری هیچ تاثیری بر بازده سهام ندارند.

بر اساس فرض منطقی بودن سرمایه‌گذاران، انتظار می‌رود سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید واکنش نشان دهند، ولی شواهد بسیاری وجود دارد که سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات جدید "واکنش بیش از اندازه" نشان می‌دهند. یک تحقیق تجربی حاکی از آن است که واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران وجود دارد (نیکبخت و مرادی، ۱۳۸۴). همانطور که از نمودارهای شماره (۱) و (۶) ملاحظه می‌گردد حدود ۱۸ ماه پس از انتشار صورتهای مالی و تاریخ تشکیل پرتفوی، بازار واکنش بیش از اندازه نشان داده است. از نمودارهای شماره (۱۱)، (۱۲) و (۱۳) نیز مشخص است که پرتفوی‌هایی که براساس استراتژی خرید و نگهداری (buy and hold) تشکیل می‌شوند برای دوره‌های بیش از ۱۸ ماهه شاخص جریان وجوه نقد عملیاتی به سود عملیاتی مفیدتر از حجم معوقات و برای دوره‌های کمتر از ۱۸ ماهه حجم معوقات مفیدتر بنظر می‌رسد می‌باشد. بنابراین معیارهای کیفیت سود را می‌توان در شکل‌دهی استراتژی‌های تجاری و سرمایه‌گذاری بکار گرفت.

محدودیت‌های تحقیق

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

۱. با توجه به محدود بودن جامعه آماری به شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که تولیدی و سال مالی آنها منتهی پایان اسفند ماه بوده، تسری نتایج به سایر شرکتهای بایستی با احتیاط انجام شود.

۲. اثرات ناشی از تفاوت در روشهای حسابداری در اندازه‌گیری و گزارش رویدادهای مالی ممکن است بر نتایج تاثیر بگذارد که تعدیلی از این بابت به دلیل عدم دسترسی به اطلاعات صورت نگرفته است.

۳. دسترسی به اطلاعات شرکتها با مشکلات زیاد و صرف زمان طولانی همراه بوده است. بورس اوراق بهادار تهران بانک اطلاعاتی جامعی ندارد و گزارشهای مالی شرکتها به صورت غیرمنسجم و نامنظم نگهداری می‌شود. بانکهای اطلاعاتی دنا سهم و صحرا نیز اطلاعات بعضی از سالها را ندارند. اطلاعاتی نظیر هزینه استهلاک و جریان وجوه نقد حاصل از فعالیتهای عملیاتی در گزارشهای منتشره بورس و سایر بانکهای اطلاعاتی موجود نبود که ناگزیر به مراجعه به بورس و رجوع به صورتهای مالی برای تک تک شرکتهای نمونه برای دوره زمانی ۵ ساله شده که اینها از جمله عواملی است که باعث طولانی شدن مدت زمان انجام تحقیق شده است.

۴. با توجه به وضعیت بورس در سالهای ۸۳ و ۱۳۸۲، افزایش بی‌رویه قیمت سهام اغلب شرکتها و متعاقباً افزایش بازده سهام، نتایج ممکن است متأثر از تغییر در شرایط اقتصادی باشد.

پیشنهادهای تحقیق

الف) پیشنهادهای مبتنی بر نتایج تحقیق

به سرمایه‌گذاران، تحلیل‌گران و سایر ذینفعان توصیه می‌شود، توجه بیشتری به کیفیت اطلاعات منتشره بالاخص سود داشته باشند و آن را در مدل‌های تصمیم‌گیری خود لحاظ نمایند. همانطور که نتایج تحقیق نشان می‌دهد در این صنایع رابطه قویتری بین کیفیت سود و بازده سهام وجود دارد و این بدین معنی است که نوع صنعت بر کیفیت سود تاثیر می‌گذارد. از اینرو توصیه می‌شود در تحلیل‌های خود نوع صنعت را در نظر بگیرند.

ب) سایر پیشنهادها

۱. الزام شرکتها به ارائه اطلاعاتی علاوه بر اطلاعات رایج، بعنوان مثال بخشی تحت عنوان تحلیل‌های مدیریتی به صورتهای مالی اضافه شود تا سرمایه‌گذاران راحت‌تر بتوانند عملکرد شرکت را مورد ارزیابی قرار داده و بتوانند تصمیمات منطقی اتخاذ نمایند.

۲. تشویق و ایجاد زمینه ورود تحلیل‌گران مالی، واسطه‌گری‌های مالی و به منظور افزایش شفافیت قیمت سهام و اطلاعات مالی.
۳. ارائه آموزشهای لازم از طرف سازمان بورس اوراق بهادار به سهامداران، سرمایه‌گذاران و همچنین کارشناسان بورس و سایر علاقمندان در جهت افزایش آگاهی عمومی و استفاده مطلوبتر از صورتهای مالی.
۴. تشویق و ایجاد زمینه مناسب استفاده تحلیلگران مالی، سرمایه‌گذاران و واسطه‌گری‌های مالی و... از تحقیقات دانشگاهی.
۵. خلاصه صورتهای مالی که توسط سازمان بورس اوراق بهادار تهران منتشر می‌شود و اطلاعات بانکهای اطلاعاتی مثل دنا سهم و صحرا نیز بر آن اساس می‌باشد، بسیاری از اطلاعات مهم صورتهای مالی را شامل نمی‌شود. ضروریست بورس در این خصوص تجدید نظر نماید. به منظور فراهم آوردن امکان استفاده بهتر از صورتهای مالی شرکتهای بورسی، پیشنهاد می‌شود سازمان بورس، مرکزی جهت راه‌اندازی و نگهداری یک بانک اطلاعاتی جامع از صورتهای مالی و سایر اطلاعات مورد نیاز ایجاد نماید و یا از طریق یکی از شرکتهای فعال در این زمینه مثل صحرا این مهم را عملی سازد. سازمان بورس اوراق بهادار درصددی از مبلغ معاملات سهام تحت عنوان "نخیره توسعه بورس" کسر می‌نماید. در سالهای اخیر فقط بودجه‌ای به توسعه بخش سخت‌افزاری اختصاص یافته است. شایسته است به بخش نرم‌افزاری نیز بودجه اختصاص یابد تا اینقدر در جمع‌آوری اطلاعات مشکل وجود نداشته باشد. در صورتی که دسترسی به اطلاعات به سهولت ممکن باشد و استفاده‌کنندگان آشنایی کافی با تحلیل مالی داشته باشند، کیفیت تصمیمات می‌تواند افزایش یابد.
۶. اهمیت اقلام حسابداری ایجاب می‌کند شرکتهای بورسی جهت انجام بهتر اطلاع رسانی به سهامداران اطلاعات صورتهای مالی دوره‌های مختلف را روی سایت‌های رایانه‌ای قرار دهند تا دسترسی عموم به آن تسهیل گردد. این اطلاعات می‌تواند در پیش‌بینی سود و تعیین ارزش ذاتی سهام بسیار مفید واقع شود.
۷. ایجاد یک مرکز تخصصی تحقیقات مالی در دانشگاهها که جدا از ایجاد درآمد برای دانشگاه از طریق انجام تحقیقات علمی نوین، موجبات شفافیت بازار و ارتقا سطح آگاهی سرمایه‌گذاران را فراهم می‌آورد.

پیشنهادهایی برای تحقیقات آتی

با توجه به اهمیت پدیده کیفیت اطلاعات حسابداری بویژه سود حسابداری، بنظر می‌رسد انجام مطالعات بیشتر و با در نظر گرفتن جوانب دیگر به روشن شدن این موضوع کمک نماید. این تحقیق می‌تواند به عنوان الگویی جهت مطالعات بعدی قرار گیرد. پالایش تحقیق، بررسی تک تک عوامل تاثیرگذار بر کیفیت سود، بررسی نقش و جایگاه حسابرسی در ارائه اطلاعات با کیفیت و... می‌تواند موجبات درک بیشتر مفهوم و اهمیت کیفیت سود را فراهم آورد. آنچه پیشنهاد می‌شود شامل موارد زیر است:

۱. بررسی رابطه کیفیت سود و سودهای تقسیمی.
۲. بررسی رابطه کیفیت سود و هزینه سرمایه.
۳. بررسی رابطه حسابداری محافظه کارانه و کیفیت سود.
۴. بررسی رابطه استقلال حسابرس و کیفیت سود.
۵. بررسی رابطه میزان معوقات و سودهای آتی.
۶. بررسی نقش و جایگاه حسابرسی و مکانیزم های نظارتی در ارائه اطلاعات با کیفیت.

منابع و مأخذ

منابع فارسی

- ۱- آذر، عادل و مؤمنی، منصور، ۱۳۸۱، "آمار و کاربرد آن در مدیریت"، جلد دوم، تهران، انتشارات سمت.
- ۲- بلکویی، احمد، ۱۳۸۱، "تئوری حسابداری"، ترجمه علی پارسائیان، تهران، دفتر پژوهشهای فرهنگی، صفحه ۵۳۱-۵۳۲.
- ۳- دلاور، علی، روش تحقیق در علوم اجتماعی، تهران، انتشارات رشد.
- ۴- ظریف فرد، احمد، ۱۳۷۸، "شناسایی و تحلیل عوامل مرتبط با ارزیابی کیفیت سود بنگاههای اقتصادی ایران"، پایان نامه دکتری، دانشگاه تهران.
- ۵- عبدالخلیق، رشاد، ۱۳۷۹، "پژوهش‌های تجربی در حسابداری: دیدگاه روش شناختی"، ترجمه دکتر محمد نمازی، شیراز، انتشارات دانشگاه شیراز.
- ۶- مرادی، محمدرضا، "ارزیابی واکنش بیش از اندازه سهامداران عادی در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۰.

منابع لاتین

- 1-Barbara , A. Lougee & Carol , A. Marquardt ,2001 , " Earnings Quality and strategic disclosure: An Empirical Examination of Pro Forma , Earnings ". Working paper. SSRN Website.
- 2-Bodie , Z.,2002, "Investments ",6th edition,New York , NY: mcgraw - Hill .
- 3-Cameron Hooper ,2003 , " Information Asymmetry and the Quality of earnings " .
- 4-Carol callaway Dee, A. Lulseged & S.Nowlin ,2002, " Earnings Quality and Auditor independence: an examination using non – audit fee data " , www. Google.com
- 5-David Aboody & John Hughes & Jing Liu,2001, " Earnings Quality, Insider Trading , and Cost of Capital " , Working Paper. SSRN Website.
- 6-Dechow and I. Dichev, 2002," The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors, The Accounting Review, No.77. (supplement), pp 35-59.

- 7- Eli , Ferdinand , 2000 , " Discretionary _ Accruals Models and Audit Qualifications " , SSRN website.
- 8- Houge , Todd and Tim Longhran , 2000 , " Cash flow is king: cognitive errors by investors " , Journal of Psychology and Financial Markets.
- 9- Integrity & Quality Inc , " Quality of Earnings " , www. Google. com.
- 10- Jennifer , Francis & Ryan , LaFond & Per , Olsson & Katherine , Schipper , October 2002 , " The Market Pricing of Earnings Quality " , Duke university and university of Wisconsin , working paper.
- 11- Jeffrey Doyle , Weili Ge and Sarah Mc Vay ,2005 , "Accruals quality and internal control over financial reporting".
- 12- Jones, j. , 1991, " Earnings management during import relief investigations" , Journal of Accounting Reserarch , No. 29, pp193-228.
- 13- Konan chan , Jegadeesh and Sougannis ,2003 , "The accrual Efect on Future Earning " .
- 14- Konan Chan , Louis K.C. Chan , Narasimhan Jegadeesh and Josef Lakonishok , 2001 , " Earnings Quality and Stock Return: the evidence from accruals " , Working paper , National Taiwan University , National Bureaw of Economics Research.
- 15- Lee , T. A, April 1972, "the Neture and Purpose of cash flow Accounting " , The Accountants Magazing ,p93.
- 16- Lev , B. , R. Thiagarajan , 1993 , " Fundamental Information Analysis " , Journal of Accounting Research , No.31.
- 17- Lipe, R., 1990, " The relation between stock returns and accounting earnings given alternative information " ,. The accounting Review, No. 65, pp49-71.
- 18- Michael Kirschenheiter & Nahum Melumad , September2004 , " Earnings' Quality and Smoothing " , SSRN Website.
- 19- Mikhail , B. , Walther and H. Willis , 1999 , " Dividend change and Earnings Quality " , www. SSRN. com.
- 20- 33- Penman, S. ,2001, " Financial statement Analysis and security valuation, New york, MY: mcgraw- Hill/Irwin.
- 21- Revsine, et al ,1999,"financial Reporting and analysis", upper saddle River, Nj: Prentice Hall
- 22- Richard P.Brief ,2002 , " Conservative Accounting and Earnings Quality " .

- 23- Scott Richardson , 2003 , " Earnings Quality and short sellers" , Accounting Horizons , pp49-61.
- 24- Scott Richardson , G. Sloan and M. soliman , 2001 , " Information in accruals about the Quality of Earnings " , working paper , University of Michigan Business School , Ann Arbor , MI.
- 25- Sloan , R.G , 1996 , " Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings ? " , The accounting Review, No.71, pp289-315.
- 26- Stephan H. Penman & Xiao-Jun Zhang ,2002. "Accounting conservatism , Quality of Eaernings and stock return" , The Accounting Review. Vol.77, No.2 , pp.237-264.

پانوشتها:

- 1- Accruals
- 2- Financial Accounting Standard Board
- 3- Stability
- 4- Total Accruals
- 5- Discretionary accruals components
- 6- Nondiscretionary accruals components

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی
پرتال جامع علوم انسانی