

## مطالعه اثر رشد شرکت بر ارتباط بین اقلام تعهدی اختیاری با بازده سهام

مریم کربلایی میرزائی \*

فرهاد شاه ویسی \*\*

فرزاد ایوانی \*\*\*

### چکیده

به دلیل اهمیت اقلام تعهدی اختیاری در فرآیند گزارش دهی و تأثیرپذیری بازده سهام از این اقلام، با توجه به فرصت‌های رشد و عدم تقارن اطلاعاتی بالا در شرکت‌های با رشد بالا، انتظار می‌رود مدیران شرکت‌های با رشد بالا انگیزه‌هایی برای استفاده از اقلام تعهدی اختیاری به ویژه اقلام تعهدی مثبت (اقلام تعهدی که سود را به طور مثبت افزایش می‌دهند)، به منظور پیام‌رسانی اطلاعات مطلوب در ارتباط با عملکرد آینده شرکت به سرمایه‌گذاران دارند. هدف این پژوهش شناخت اثر تغییر در رشد شرکت، بر سطح حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری، اقلام تعهدی اختیاری مثبت و کیفیت اقلام تعهدی می‌باشد. جامعه آماری را کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تشکیل و به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق از داده‌های آماری ۱۹۲ شرکت انتخابی از جامعه آماری با به کارگیری قاعده حذف سیستماتیک در بازه زمانی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ استفاده شده است. تحقیق در چارچوب تحقیقات توصیفی طبقه‌بندی و روش آزمون فرضیه‌های تحقیق، روش تجزیه و تحلیل آماری از نوع همبستگی و به منظور تحلیل آماری فرضیه‌های تحقیق از روش رگرسیون چند متغیره استفاده شده است. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها بیانگر این است که سطح حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری، اقلام تعهدی مثبت و کیفیت اقلام تعهدی در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین، بیشتر است.

واژگان کلیدی: اقلام تعهدی اختیاری، کیفیت اقلام تعهدی، رشد شرکت، بازده سهام

---

\* کارشناس ارشد دانشگاه رازی کرمانشاه (نویسنده مسئول) Maryammirzaei18@gmail.com

\*\* استادیار دانشگاه رازی کرمانشاه

\*\*\* دانشجوی دکتری دانشگاه رازی کرمانشاه

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۵/۹/۲۱

تاریخ دریافت: ۱۳۹۴/۷/۱۶

## مقدمه

با وجود بازارهای رقابتی و فرصت‌های رشد، تلاش برای ماندن در عرصه‌ی رقابت و حفظ روند رشد و جذب سرمایه‌گذاران، از دغدغه‌های اصلی مدیران اجرایی شرکت‌ها است. شرکت‌ها برای حفظ بقای خود، باید همواره روند رشد مناسب داشته و برای جذب سرمایه‌ها باید ترکیب بهینه‌ای از ریسک و بازدهی را برای سرمایه‌گذاران فراهم کنند (قائم‌ی و همکاران، ۱۳۹۰).

پس از تغییر رویکرد حسابداری در اواخر دهه ۱۹۲۰ و تأکید بیشتر بر صورت سود و زیان به جای ترازنامه، محبوبیت سود حسابداری بین تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران به شدت افزایش یافت. با توجه به اهمیتی که سود حسابداری برای استفاده‌کنندگان اطلاعات مالی دارد و از آن‌جا که بخشی از پاداش مدیران بر مبنای رقم سود تعیین می‌شود، باعث توجه خاص مدیریت واحد تجاری به مبلغ، نحوه تهیه و ارائه سود شده است (بزرگ اصل، صالح زاده، ۱۳۹۳)؛ لذا آن‌ها سعی در حفظ رشد سود می‌کنند. خبر عدم موفقیت شرکتی در رسیدن به سود مورد انتظار، به سرعت باعث کاهش قیمت سهام می‌شود.

حسابداری تعهدی با تمام مزایایی که دارد، ایراداتی هم به آن وارد است. با وجود اینکه اندازه‌گیری سود به روش تعهدی، برای گزارش نتایج عملیات طی سالیان دراز پاسخگو بوده ولی کماکان مورد تردید است. حسابداری تعهدی، حق انتخاب قابل توجهی به مدیران در تعیین سود در دوره‌های زمانی متفاوت اعطا می‌کند. یکی از نارسایی‌های سود گزارش شده؛ به علت ناتوانی در تطابق درآمد و هزینه، در بسیاری از موارد به علت ماهیت اختیاری رویه‌های تخصیص می‌باشد (هندریکسن و ون بردا، ۱۹۹۱)<sup>۱</sup>.

اقدام تعهدی، تفاوت سود عملیاتی و جریان وجوه نقد حاصل از عملیات است که به دو جزء اختیاری و غیر اختیاری، قابل تفکیک هستند. بنابراین، سود حسابداری تعهدی را می‌توان به سه جزء اصلی، تفکیک کرد: ۱. جریان وجوه نقد حاصل از عملیات ۲. اقدام تعهدی غیر اختیاری<sup>۲</sup> ۳. اقدام تعهدی اختیاری<sup>۳</sup>

با وجود فضای رقابتی و فرصت‌های رشد، رشد شرکت می‌تواند انگیزه‌ای برای مدیران شرکت‌های با رشد بالا جهت استفاده از اقدام تعهدی اختیاری به ویژه اقدام تعهدی اختیاری مثبت (اقدام تعهدی که سود را به طور مثبت افزایش می‌دهند) به منظور مخابره

1. Hendriksen & van breda  
2. Non-Discretionary Accruals  
3. Discretionary Accruals

(سیگنال‌دهی) مطلوب اطلاعات به سرمایه‌گذاران جهت حفظ روند رشد و جذب سرمایه باشد (روبین و وایو، ۲۰۱۴)<sup>۱</sup>.

از آنجا که سود حسابداری طی هفتاد سال گذشته مهم‌ترین قلم اطلاعاتی برای بسیاری از تصمیم‌گیریهای اقتصادی به شمار می‌رود و بخش تعهدی سود به مراتب از بخش نقدی آن دارای اهمیت بیشتری در ارزیابی عملکرد شرکت می‌باشد و همچنین با توجه به اهمیت اقلام تعهدی در فرآیند گزارش‌دهی، در این پژوهش به بررسی اقلام تعهدی، و به طور جزئی‌تر، اقلام تعهدی اختیاری، اقلام تعهدی اختیاری مثبت<sup>۲</sup>، کیفیت اقلام تعهدی و ارتباط آن‌ها با بازده سهام، با در نظر گرفتن رشد شرکت پرداخته شده است.

### بیان مسأله

حسابداری، ابزاری برای انتقال اطلاعات مالی شرکت‌ها است تا استفاده‌کنندگان با بهره‌گیری از آن توانایی اتخاذ تصمیمات خود را به دست آورند. گزارش‌های مالی از منابع مهم اطلاعاتی برای تصمیم‌گیریهای اقتصادی به شمار می‌روند (جمالیان پور، ثقفی، ۱۳۹۲). از آنجا که مدیریت بنا به موقعیت خود دارای اطلاعات بیشتری نسبت به دیگران است، همواره بین مدیران و استفاده‌کنندگان از اطلاعات عدم تقارن اطلاعات وجود دارد. کیفیت گزارشگری مالی عامل مؤثری جهت کاهش عدم تقارن اطلاعاتی است که می‌تواند بر ابعاد مختلف شرکت تأثیر داشته باشد. اطلاعات حسابداری با کیفیت می‌تواند در بهینگی تخصیص منابع مؤثر باشد. در این میان سود به عنوان مهم‌ترین قلم اطلاعاتی شالوده‌ی بسیاری از تصمیم‌گیریها و قضاوت‌های استفاده‌کنندگان برون سازمانی و مدیریت واحد اقتصادی به شمار می‌رود. سرمایه‌گذاران می‌توانند با بررسی ارتباط بین اقلام صورت سود و زیان و بازده پیش‌بینی لازم را جهت سرمایه‌گذاری آتی انجام دهند. سود حسابداری نشانه‌ای است که باعث تغییر باورهای سرمایه‌گذاران می‌شود (قائمی و همکاران، ۱۳۸۷). در بیانیه مفاهیم حسابداری شماره یک<sup>۳</sup>، سود حسابداری به عنوان معیاری برای سنجش عملکرد واحدهای گزارشگری شناخته شده است. شرکت‌هایی که از قدرت سودآوری بیش‌تری برخوردار باشند، سهام آن‌ها مورد پسند بازار قرار می‌گیرد. بنابراین، بررسی و

1. Ashok Robin & Qiang Wu

2. Positive Discretionary Accruals

3. Statements Of Financial Accounting Standards Concepts (SFASC NO.1)

شناخت رفتار سود می‌تواند یاری دهنده تصمیم‌گیرندگان در جهت خرید یا فروش سهام شرکت‌ها باشد.

اقلامی که در چارچوب تعاریف صورت‌های مالی قرار می‌گیرند و معیارهای شناخت و اندازه‌گیری را احراز می‌کنند، با کاربست رویه‌های حسابداری تعهدی در صورت‌های مالی گنجانده می‌شوند. هیأت استانداردهای حسابداری مالی ماهیت و استفاده از حسابداری تعهدی را این‌گونه بیان می‌کند:

«حسابداری تعهدی، از اقلام تعهدی، انتقال و رویه‌های تخصیص استفاده می‌کند و هدفش این است که درآمدها، هزینه‌ها، سودها و زیان‌ها را در یک دوره خاص، مربوط کند تا بتواند انعکاس صحیحی از عملکرد مؤسسه، در آن دوره داشته باشد به جای اینکه صرفاً یک سری دریافت‌ها و پرداخت‌های نقدی را لیست کند. بنابراین شناسایی درآمدها و هزینه‌ها، سودها و زیان‌ها، افزایش و کاهش در دارایی‌ها و بدهی‌ها (شامل تطابق درآمدها و هزینه‌ها، تخصیص، استهلاک) از لازمه‌های وجودی استفاده از حسابداری تعهدی برای اندازه‌گیری عملکرد واحد تجاری هستند.»

در نتیجه سودی که گزارش می‌شود، ترکیبی از بخش‌های تعهدی و نقدی است. در ارزیابی عملکرد شرکت بخش تعهدی سود به مراتب از بخش نقدی آن، دارای اهمیت بیشتری می‌باشد؛ چرا که وجه نقد به دست آمده در طی یک دوره مالی، اطلاعات مربوطی به حساب نمی‌آید؛ چون وجه شناسایی شده از مشکلات زمان‌بندی و تطابق رنج می‌برد. در نتیجه، نمی‌تواند منجر به اندازه‌گیری صحیح عملکرد شرکت شود (خانی و قجاوند، ۱۳۹۰).

اقلام تعهدی اختیاری؛ از تفاضل اقلام تعهدی غیراختیاری از کل اقلام تعهدی به دست می‌آیند. اقلام تعهدی غیراختیاری با استفاده از مدل تعدیل شده جونز<sup>۱</sup> (۱۹۹۵) قابل برآورد هستند.

لو<sup>۲</sup> (۱۹۹۸) بر این اعتقاد است که سود یکی از واژه‌هایی است که دارای کمترین قدرت تفسیرپذیری (ضریب تعیین سود برای توضیح تغییرات در قیمت سهام) است. علت اصلی این موضوع را کیفیت پایین اقلام تشکیل دهنده سود می‌داند. تحقیقات بال و براون<sup>۳</sup> (۱۹۶۸) نشان داد؛ وقتی سود حسابداری اعلام می‌شود، قیمت سهام واحد تجاری تحت

1. Modified Jones Model  
2. Lo  
3. Ball & Brown

تأثیر قرار گرفته، تغییر می‌کند. این امر بیانگر این است که سود حسابداری، دارای محتوای اطلاعاتی است. از آن‌جا که در محاسبه سود گزارش شده، ارقام تعهدی نقش دارند، انتظار می‌رود که کیفیت ارقام تعهدی واکنش بازار را به دنبال داشته باشد (بازده سهام تغییر می‌کند).

رشد شرکت اثرات مهمی بر گزارشگری مالی دارد. منشأ بخش مهمی از عدم تقارن اطلاعاتی، فرصت‌های سرمایه‌گذاری و رشد شرکت‌ها است و بخشی از آن نیز ریشه در روش‌های جمع‌آوری و گزارش اطلاعات توسط مدیریت دارد. عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از فرصت‌های رشد و سرمایه‌گذاری به مدیریت امکان بیشتری برای دستکاری صورت‌های مالی می‌دهد تا بتواند به وسیله مبادلات خودی و همچنین افزودن بر مزایای جریان خدمات، منابع را به خود منتقل کند. چنین تلاش‌هایی هزینه برند؛ چرا که فعالیت‌های مدیریت را از بیشینه‌سازی ارزش شرکت منحرف می‌کند و باعث هزینه‌های نمایندگی می‌شوند (رضازاده و آزاد، ۱۳۸۷).

از نظر اسکاینر و اسلون<sup>۱</sup> (۲۰۰۲) شرکت‌های در حال رشد، عدم تقارن اطلاعاتی بالایی دارند و با واکنش بازار سرمایه در زمینه از دست دادن انتظارات سود مواجه می‌شوند. در صورت وجود عدم تقارن اطلاعاتی در مورد منشأ اجزای سود، سرمایه‌گذاران به اطلاعات کافی جهت تفسیر سود گزارش شده دسترسی ندارند که این امر در نهایت منجر به تمرکز بر رقم سود و به تبع آن ارزشگذاری نادرست ارقام تعهدی و بروز ناهنجاری ارقام تعهدی می‌گردد (کرمی و فرج زاده، ۱۳۹۴). هم‌چنین این شرکت‌ها در صورت ناتوانی در برآورده ساختن انتظارات تحلیل‌گران سود با جریمه‌های سنگین بازار مواجه می‌شوند. بنابراین، این شرکت‌ها هم‌چنین می‌توانند اعمال گزارشگری مالی متهورانه‌تری به منظور اجتناب از گزارش اتفاقات غیره منتظره منفی سود را داشته باشند.

دجو (۱۹۹۴) استدلال می‌کند، شرکت‌هایی که در یک حالت ایستا نیستند به دلیل مشکلات زمان بندی که جریان وجوه نقد دارد، ارقام تعهدی نقش بالقوه بزرگتری در سیگنال‌دهی عملکرد شرکت دارند.

با این ملاحظات، ما استدلال می‌کنیم که سیگنال‌دهی (مخابره) با ارقام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا مهم‌تر است. به نظر می‌رسد که ارقام تعهدی اختیاری مثبت، ارتباط بیشتری با عملکرد شرکت‌های با رشد بالا در آینده دارند؛ چرا که ارقام تعهدی

اختیاری مثبت که در جهت افزایش سود به طور مثبت هستند؛ عملکرد مطلوب آینده را نوید می‌دهند.

ما به دنبال شناخت اثر تفاوت رشد شرکت بر سطح حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری، اقلام تعهدی اختیاری مثبت، کیفیت اقلام تعهدی هستیم. بنابراین، ما به دنبال یافتن پاسخ برای سئوالات، آیا بازده سهام در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین، حساسیت بیشتری به اقلام تعهدی اختیاری دارد؟ آیا ارتباط کیفیت اقلام تعهدی و بازده سهام در شرکت‌های با رشد بالا، متفاوت از شرکت‌های با رشد پایین می‌باشد؟

### پیشینه پژوهش

تحقیقات خارجی:

روبین و وایو (۲۰۱۴) در تحقیق خود به عنوان «رشد شرکت و قیمت‌گذاری اقلام تعهدی اختیاری» به بررسی رابطه بین اقلام تعهدی اختیاری و اقلام تعهدی اختیاری مثبت، با بازده سهام در شرکت‌های با رشد بالا و رشد پایین پرداختند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین، بیشتر نیست؛ اما حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین، بیشتر است؛ در نتیجه قیمت‌گذاری اقلام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا برجسته‌تر می‌باشد. به عبارت دیگر، مدیران شرکت‌های با رشد بالا، به منظور تأمین مالی خارجی و جذب سرمایه‌گذاران، اقدام به افزایش سود از طریق اقلام تعهدی اختیاری مثبت می‌کنند.

اچ‌ریبار و یهودا (۲۰۱۴)<sup>۱</sup> در تحقیق خود به عنوان «قیمت‌گذاری نادرست جریان وجوه نقد و اقلام تعهدی» دریافتند که نابهنجاری اقلام تعهدی و جریان‌های نقد آزاد در مرحله رشد به بیشترین حد خود می‌رسد؛ اما در مراحل بلوغ و افول عمر یک شرکت به شدت کاهش می‌یابد.

جان و همکاران (۲۰۱۱) رابطه اقلام تعهدی را با بازده سهام بررسی کردند و نشان دادند که شرکت‌های با اقلام تعهدی زیاد در دوره‌های بعد از گزارشگری اطلاعات مالی، بازده سهام آنها کاهش می‌یابد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران زمانی که به

کیفیت پایین سود شرکت پی می‌برند؛ قیمت سهام آن متناسب با این موضوع تعدیل می‌نمایند؛ اما این واکنش با تأخیر صورت می‌گیرد.

کیم و کی (۲۰۱۰)<sup>۱</sup> در پژوهشی با عنوان «کیفیت اقلام تعهدی، بازده سهام و شرایط اقتصاد کلان» به بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و میانگین بازده سهام پرداختند. آن‌ها دریافتند بین کیفیت اقلام تعهدی و میانگین بازده سهام حتی پس از کنترل اثر سهام‌های کم قیمت‌گذاری شده، رابطه معناداری وجود دارد هم‌چنین کیفیت اقلام تعهدی به طور سیستماتیک به شوک‌های کلان اقتصادی واکنش نشان می‌دهد.

هرشلایفر و همکاران (۲۰۱۰) اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی شرکت، سود تاریخی و اجزای آن را بر بازده سهام بررسی نمودند. نتیجه پژوهش بیانگر آن است که اقلام تعهدی رابطه مثبت و قوی با بازده سهام داشته و جریان‌های نقدی دارای توان پیش‌بینی معکوسی نسبت به بازده سهام داشته است. هم‌چنین اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی دارای محتوای اطلاعاتی تأثیرگذار بر نرخ تنزیل شرکت داشته است.

یو و لیسانا (۲۰۰۹)<sup>۲</sup> در تحقیق خود نشان دادند که شرکت‌های دارای سطح اقلام تعهدی پایین‌تر نسبت به شرکت‌های دارای سطح اقلام تعهدی بالاتر دارای بازده سهام مورد انتظار کمتری هستند. آن‌ها اظهار می‌دارند که این یافته‌ها با تحقیقاتی که نشان می‌دهند شرکت‌های دارای اقلام تعهدی کمتر ریسک بیشتری دارند، در تناقض است.

اگنوا (۲۰۰۸) در پژوهش خود به بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی با بازده سهام پرداخت و نشان داد که بین کیفیت اقلام تعهدی با بازده آتی سهام ارتباط منفی و معناداری وجود دارد. طبق یافته‌های او، ارتباط مثبت زیادی بین اندازه اقلام تعهدی با بازده سهام وجود دارد؛ ضمن این‌که بین اندازه جریان‌های نقدی با بازده سهام ارتباط منفی وجود دارد.

فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) با بررسی نحوه قیمت‌گذاری کیفیت اقلام تعهدی به عنوان ریسک اطلاعات مربوط به سود نشان دادند، هرچه کیفیت اقلام تعهدی پایین‌تر باشد، هزینه بدهی و سرمایه آن شرکت‌ها بالاتر می‌رود. این موضوع به نحوی نشان‌دهنده تأثیر کیفیت اقلام تعهدی در تصمیم‌گیری افراد است.

دوپوچ و همکاران (۲۰۰۵)<sup>۱</sup> نشان می‌دهند سرمایه‌گذاران دیدگاه ثابتی نسبت به سود دارند و تفاوت بین ویژگی‌های اجزای تعهدی و نقدی سود را کاملاً تشخیص نمی‌دهند؛ در نتیجه شرکت‌های با سطوح نسبتاً بالای ارقام تعهدی، بازده سهام غیرنرمالی را به دست می‌آورند.

فیر فیلد و همکاران (۲۰۰۳)<sup>۲</sup> در پژوهش خود با عنوان «سودهای تعهدی و رشد: مفاهیمی برای سودآوری آتی و اشتباه‌های قیمت‌گذاری در بازار» به بررسی رابطه بین ارقام تعهدی و رشد شرکت پرداختند. در این پژوهش آن‌ها سود را به ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی و رشد کل خالص دارایی‌ها را به ارقام تعهدی و رشد خالص دارایی‌های بلند مدت تقسیم کردند. آن‌ها دریافتند هر دو جزء رشد خالص دارایی‌ها - ارقام تعهدی و رشد خالص دارایی‌های بلند مدت با بازده آتی دارایی‌ها رابطه منفی دارد. آن‌ها در نهایت نتیجه گرفتند، ارقام تعهدی خلاف قاعده (اختیاری) یک مورد خاص از رشدی خلاف قاعده متداولی است که به علت استفاده گسترده از روش‌های حسابداری محافظه‌کارانه و یا به علت نزولی بودن بازده‌های نهایی سرمایه‌گذاری‌های جدید ایجاد می‌شود.

اسلون (۱۹۹۶) بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام رابطه منفی مشاهده نمود، این رابطه منفی را ارقام تعهدی خلاف قاعده نامید و علت ایجاد چنین رابطه‌ای را وجود سرمایه - گذاران بی‌تجربه در بازار عنوان کرد. اسلون استدلال می‌کند، سرمایه‌گذاران زمانی که انتظاراتشان را از سود شرکت‌ها شکل می‌دهند، پایداری ارقام تعهدی را بیش از واقع و پایداری در جریان‌های نقدی را کم‌تر از واقع ارزیابی می‌کنند؛ از این رو سهام به اشتباه قیمت‌گذاری می‌شود.

سابرامانیام<sup>۳</sup> (۱۹۹۶) در تحقیقی به عنوان «ارزش‌گذاری ارقام تعهدی اختیاری» ضمن بررسی این موضوع که آیا بازار سهام، ارقام تعهدی را ارزش‌گذاری می‌کند یا نه؟ به این نتیجه رسید که ارقام تعهدی اختیاری رابطه مثبت قوی با سودآوری آتی دارد. به باور او این رابطه مثبت، بیانگر توانایی ارقام تعهدی اختیاری در انتقال اطلاعات در مورد سودآوری آتی شرکت به عموم است. بررسی‌های او نشان داد که بازار ارقام تعهدی اختیاری را ارزش‌گذاری می‌کند.

1. Dopuch et al  
2. Fairfield et al  
3. Subramanyam



ویلسون<sup>۱</sup> (۱۹۸۷) در تحقیق خود به عنوان «همراهی اجزای تعهدی و نقدی با بازده سهام» دریافت که بین بازده سهام شرکت‌ها و اجزای تعهدی و نقدی سود همراهی و هماهنگی وجود دارد. به نظر ویلسون، نتیجه دلالت بر آن دارد که حداقل یکی از این اجزای تعهدی و مربوط به جریان وجوه نقد دارای بار اطلاعاتی است.

تحقیقات داخلی: ترتیب اصلاح شده مقالات جدید اضافه شده

حسینی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهش خود به عنوان «بررسی واکنش بیش از واقع سرمایه‌گذاران به ارقام تعهدی (نابهنجاری ارقام تعهدی) در بورس اوراق بهادار تهران» نتایج این تحقیق بیانگر آن است که در بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه‌گذاران نسبت به ارقام تعهدی واکنش بیش از واقع نشان می‌دهند که نشان‌دهنده نابهنجاری ارقام تعهدی می‌باشد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۴) در پژوهشی با عنوان «تأثیر معیارهای کیفیت سود بر مازاد بازده سهام» دریافتند از بین معیارهای کیفیت سود معیارهای مبتنی بر ارقام تعهدی و ارتباط ارزشی تأثیر منفی و معناداری بر قدرمطلق مازاد بازده سهام دارند و از بین معیارهای کیفیت سود معیارهای مبتنی بر ارقام تعهدی نسبت به سایر معیارها توانایی بیشتری در توضیح قدرمطلق مازاد بازده سهام دارند.

کریمی و فرج زاده (۱۳۹۴) در پژوهش خود با عنوان «عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت-گذاری نادرست ارقام تعهدی» دریافتند رابطه مثبت و معنی داری بین سطح عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری نادرست ارقام تعهدی وجود دارد. افزایش در سطح عدم تقارن اطلاعاتی موجب تشدید توجه سرمایه‌گذاران به رقم سود و به تبع آن قیمت‌گذاری نادرست ارقام تعهدی می‌گردد.

شهریاری و سلیم (۱۳۹۳) در تحقیق خود با عنوان «بررسی و آزمون قیمت‌گذاری نادرست ارقام تعهدی غیرعادی در بورس اوراق بهادار تهران» دریافتند بازار تداوم جریانهای نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی را کم برآورد کرده؛ بنابراین آن را پایین قیمت‌گذاری می‌کند برعکس بازار تداوم ارقام تعهدی عادی و غیر عادی را بالا برآورد کرده؛ بنابراین آن‌ها را بالا قیمت‌گذاری می‌کند اگرچه به نظر می‌رسد بازار ارقام تعهدی غیرعادی را بیش از ارقام تعهدی عادی، بالا قیمت‌گذاری می‌کند.

ودیدی و عظیمی فر (۱۳۹۱) در پژوهش خود با عنوان « ارزش گذاری بالای حقوق صاحبان سهام و ارتباط آن با ارقام تعهدی اختیاری » نتایج این تحقیق بیانگر آن است که شرکت‌های بالا ارزش گذاری شده در مقایسه با شرکت‌های با ارزش گذاری پایین، ارقام تعهدی اختیاری جاری بیشتری را گزارش می‌نمایند و رابطه معکوس بین جریان وجوه نقد عملیاتی و ارقام تعهدی اختیاری در شرکت‌های بالا ارزش گذاری شده نسبت به شرکت‌های با ارزش گذاری پایین از شدت بیشتری برخوردار است؛ اما این شدت اختلاف در سطح ۵٪ معنی داری نیست. هم‌چنین نتایج تحقیق بیانگر این است که ارزش گذاری بالای حقوق صاحبان سهام، احتمال مدیریت سود توسط مدیران را افزایش می‌دهد و نشانگر این ایده مهم است که قیمت‌ها می‌توانند موجب پیشبرد سود از طریق ارقام تعهدی اختیاری شوند.

دستگیر و رستگار (۱۳۸۹) در پژوهش خود به عنوان « بررسی رابطه بین کیفیت سود (پایداری سود)، اندازه ارقام تعهدی و بازده سهام با کیفیت ارقام تعهدی ». نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که کیفیت سود (پایداری سود) با کیفیت ارقام تعهدی رابطه مستقیم دارد؛ ضمن این‌که با کاهش کیفیت ارقام تعهدی و افزایش اندازه ارقام تعهدی بازده سهام افزایش می‌یابد. هم‌چنین بین کیفیت ارقام تعهدی و اندازه ارقام تعهدی رابطه منفی وجود دارد، با بزرگ‌تر شدن ارقام تعهدی کیفیت ارقام تعهدی کاهش می‌یابد. بین کیفیت ارقام تعهدی و بازده سهام رابطه معنادار و منفی وجود دارد. بین اندازه ارقام تعهدی سرمایه در گردش و بازده سهام، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد.

حقیقت و ایرانشاهی (۱۳۸۹) در تحقیقی به عنوان « بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به جنبه‌های سرمایه‌گذاری ارقام تعهدی » به بررسی این موضوع که آیا ارقام تعهدی معیاری برای رشد شرکت است؟ به منظور بررسی نقش سرمایه‌گذاری ارقام تعهدی رابطه بین ارقام تعهدی با چهار ویژگی‌های رشد شرکت؛ رشد مقدار تولید، رشد مقدار فروش، رشد دارایی‌های ثابت و تأمین مالی خارجی، بررسی شده است؛ نتایج پژوهش نشان می‌دهد، بین ارقام تعهدی و معیارهای رشد شرکت رابطه مثبت و معناداری وجود دارد و به همین دلیل ارقام تعهدی را می‌توان به عنوان معیاری برای رشد و سرمایه‌گذاری شرکت در نظر گرفت.

ایزدی‌نیا و نظرزاده (۱۳۸۸) در پژوهش خود به عنوان « بررسی ارتباط کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران » به بررسی وجود رابطه بین کیفیت سود (متغیر مستقل) در سه سطح؛ کیفیت سود زیاد، متوسط و کم با بازده

سهام پرداخته‌اند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که بین بازده سهام و کیفیت سود در سطوح مختلف رابطه وجود دارد و نتیجه‌گیری می‌کنند که سرمایه‌گذاران به کیفیت سود توجه دارند و تغییرات قیمت سهام و به تبع آن بازده سهام تحت تأثیر معیار کیفیت سود قرار می‌گیرد و ارتباط خطی قابل تأیید است.

کلاته رحمانی (۱۳۸۸) در پژوهش خود با عنوان «قدرت توضیح‌دهندگی اقلام تعهدی در رابطه با رفتار بازده سهام: بررسی تأثیر سود و ریسک سیستماتیک شرکت» به بررسی نسبت جریان‌های نقد عملیاتی، قیمت در ارتباط با نابهنجاری اقلام تعهدی پرداخت. نتایج این پژوهش نشان داد که نسبت جریان‌های نقدی عملیاتی به قیمت، شامل قدرت توضیح‌دهندگی اقلام تعهدی اختیاری برای بازده‌های سالانه آتی نمی‌شود.

ساعدی و هاشمی (۱۳۸۸) در تحقیقی به عنوان «بررسی تأثیر ویژگی‌های خاص شرکت‌ها بر محتوای اطلاعاتی سود و جریان‌های نقدی عملیاتی در توضیح بازده سهام»، بیان نمودند که اندازه، رشد و اهرم مالی جزء ویژگی‌های خاص شرکت می‌باشد که می‌تواند تأثیراتی بر محتوای اطلاعات سود و جریان‌های نقدی عملیاتی در توضیح بازده سهام داشته باشند.

هاشمی و صادقی (۱۳۸۸) در پژوهش خود با عنوان «رابطه اقلام تعهدی اختیاری با وجه نقد عملیاتی، بازده سهام و کارایی سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». هدف این پژوهش تعیین تفاوت‌های موجود در روند سرمایه‌گذاری شرکت‌های دارای اقلام تعهدی اختیاری مثبت بزرگ نسبت به سایر شرکت‌ها است. نتایج نشان می‌دهد رابطه معنی‌داری بین جریان‌های نقدی و سرمایه‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای شرکت‌های دارای اقلام تعهدی اختیاری مثبت بزرگ وجود دارد. همچنین رابطه‌ای معنی‌دار بین تأمین مالی خارجی شرکت‌های دارای اقلام تعهدی اختیاری مثبت بزرگ با بازده سهام آن‌ها وجود دارد، به علاوه نرخ بازده دارایی‌های شرکت‌هایی که اقلام تعهدی اختیاری بیشتری گزارش می‌کنند نسبت به سایر شرکت‌ها، کمتر است.

مشایخی و شریعتی ایوری (۱۳۸۸) در تحقیقی به عنوان «مقایسه سود و جریان‌های نقدی به عنوان معیارهایی برای ارزیابی عملکرد شرکت: بررسی نقش اقلام تعهدی» به بررسی نقش اقلام تعهدی، توانایی هر یک از معیارهای سود و جریان‌های نقدی را در انعکاس عملکرد شرکت مورد ارزیابی قرار دادند. نتایج حاکی از آن بود که در دوره‌های اندازه-

گیری کوتاه‌مدت، سود نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی رابطه بسیار قوی‌تری با بازده سهام دارد. از سوی دیگر، اقلام تعهدی نقش مهمی در افزایش توانایی سود برای انعکاس عملکرد شرکت (بازده سهام) از خود نشان دادند.

قائمی و همکاران (۱۳۸۷) در تحقیق خود به عنوان «کیفیت سود و بازده سهام شرکتها» رابطه بین کیفیت سود از طریق اقلام تعهدی و اجزای تشکیل دهنده آن با بازده عادی و غیرعادی سهام را در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار دادند. اقلام تعهدی به اجزای اختیاری و غیراختیاری تفکیک شده است. نتایج نشان می‌دهد بازده سهام شرکتها، تحت تأثیر میزان اقلام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار می‌گیرد. شرکت‌هایی که اقلام تعهدی آن‌ها به بیشترین و کمترین میزان گزارش می‌شود، اختلاف معناداری وجود دارد.

تهرانی و فنی اصل (۱۳۸۶) در تحقیقی به عنوان «رابطه وجوه نقد حاصل از عملیات و سود تعهدی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» به بررسی رابطه وجوه نقد حاصل از عملیات و سود تعهدی به عنوان دو متغیر مستقل، با بازده سهام بررسی کردند و نتیجه‌گیری نمودند که رابطه هردو متغیر با بازده سهام، معنی‌دار است؛ اما هنوز سود تعهدی در مقایسه با وجه نقد حاصل از عملیات در پیش‌بینی بازده سهام محتوای اطلاعاتی بیش‌تری دارد.

عرب مازار یزدی و همکاران (۱۳۸۵) در تحقیقی به عنوان «محتوای اطلاعاتی جریانهای نقدی و تعهدی در بازار سرمایه‌ی ایران» به بررسی محتوای افزایشده و نسبی اطلاعات سود، جریانهای نقدی عملیاتی و اقلام تعهدی در بازار سرمایه ایران پرداختند. نتایج حاکی از محتوای فزاینده‌ی اطلاعاتی اقلام تعهدی نسبت به جریانهای نقدی عملیاتی است که این مسأله، با تفکیک کل اقلام تعهدی به اختیاری و غیراختیاری آن نمود بیش‌تری می‌یابد و نشان از بار اطلاعاتی فزاینده‌ی اقلام تعهدی اختیاری نسبت به اقلام تعهدی غیراختیاری است.

مشایخی و همکاران (۱۳۸۴) در تحقیقی «نقش اقلام تعهدی اختیاری در مدیریت سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران» را بررسی کردند. نتایج حاکی از آن است که در شرکت‌های مورد مطالعه، مدیریت سود اعمال شده است. به عبارتی، هنگام کاهش وجوه نقد حاصل از عملیات، مدیریت اقدام به افزایش سود از طریق اقلام تعهدی اختیاری کرده است.

خواجهوی و ناظمی (۱۳۸۴) در تحقیقی به عنوان «بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران» ارتباط کیفیت سود و بازده سهام را بررسی کردند. نتایج تحقیق آن‌ها نشان می‌دهد که بازده شرکت‌ها تحت تأثیر میزان ارقام تعهدی قرار نمی‌گیرد. به دلیل قابلیت دستکاری ارقام تعهدی، کیفیت سود تحت تأثیر قرار می‌گیرد که انتظار می‌رود افزایش ارقام تعهدی باعث کاهش کیفیت سود شود و عکس‌العمل بازار را در پی داشته باشد. نتایج مطالعات آن‌ها نشان‌دهنده این است که بازده شرکت‌های با ارقام تعهدی بالا با یک وقفه زمانی دو ساله، دچار افت زیادی می‌شود. این موضوع می‌تواند نشانه‌ای از فرضیه مدیریت سود و عکس‌العمل همراه با تأخیر توسط بازار باشد.

سیفی (۱۳۸۳) در پژوهش خود با عنوان «بررسی ارتباط ارقام تعهدی و بازده سهام با تأکید بر طول مدت سرمایه‌گذاری» به بررسی رابطه‌ی ارقام تعهدی کل، ارقام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری به عنوان متغیرهای مستقل با بازده سهام یک ساله و سه ساله پرداخت. نتایج نشان می‌دهد که ارقام تعهدی کل، ارقام تعهدی اختیاری و غیر اختیاری با بازده سهام رابطه معناداری ندارند و نیز تفاوت معنی داری میان تأثیر ارقام تعهدی اختیاری بر بازده سهام نسبت به کل ارقام تعهدی وجود ندارد.

### فرضیه‌های پژوهش

۱. سطح حساسیت بازده به ارقام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین، متفاوت است.
۲. سطح حساسیت بازده به ارقام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین، متفاوت است.
۳. رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی و بازده سهام در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین، متفاوت است.

مدل‌های تحقیق جهت آزمون فرضیه‌ها

مدل آزمون فرضیه اول:

مدل (۱)

$$R = \beta_0 + \beta_1 \text{GROW} + \beta_2 \text{OCF} + \beta_3 \text{NDA} + \beta_4 \text{DA} + \beta_5 (\text{DA} * \text{GROW}_1) + \beta_6 (\text{DA} * \text{GROW}_2) + \varepsilon$$

مدل آزمون فرضیه دوم:

$$R = \beta_0 + \beta_1 PDA + \beta_2 (PDA * GROW_1) + \beta_3 (PDA * GROW_2) + \beta_4 NDA + \beta_5 GROW + \beta_6 OCF + \varepsilon \quad \text{مدل (۲)}$$

مدل آزمون فرضیه سوم:

$$R = \beta_0 + \beta_1 DAQ + \beta_2 (DAQ * GROW_1) + \beta_3 (DAQ * GROW_2) + \beta_4 GROW + \beta_5 OCF + \varepsilon \quad \text{مدل (۳)}$$

### تعریف مفهومی و عملیاتی متغیرهای پژوهش

#### رشد شرکت Grow

در این پژوهش برای اندازه گیری رشد شرکت‌ها از نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره<sup>۱</sup> به عنوان شاخصی برای رشد شرکت استفاده کرده‌ایم. به منظور تفکیک شرکت‌های با رشد بالا و رشد پایین، با محاسبه میانگین نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام در ابتدای دوره برای شرکت‌های نمونه اگر این نسبت برای شرکت بزرگ‌تر از مقدار میانگین باشد، شرکت با رشد بالا در غیر این صورت، شرکت با رشد پایین محسوب می‌شود (روبین و وایو، ۲۰۱۴).

#### بازده سهام R

بازده در فرآیند سرمایه‌گذاری، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می‌کند و پاداشی برای سرمایه‌گذاران محسوب می‌شود. بازده سهام حاصل از خرید و نگهداری برابر است با تغییرات قیمت سهام و مزایای نقدی، سود سهمی و حق تقدم تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای دوره. از سایت سازمان بورس و اوراق بهادار قابل استخراج می‌باشد.

#### مجموع ارقام تعهدی TA

ارقام تعهدی، تعدیلات موقتی هستند که جریان‌های نقدی را طی دوره‌های زمانی انتقال می‌دهد. از تفاضل جریان‌های نقدی حاصل از فعالیت‌های عملیاتی و سود عملیاتی به دست می‌آیند.

$$TA_{i,t} = E_{i,t} - CFO_{i,t} \quad \text{معادله (۱)}$$

که در آن: TA؛ کل اقلام تعهدی E؛ سود عملیاتی CFO؛ وجوه نقد حاصل از عملیات (تیموری، ۱۳۸۶).

### سود عملیاتی E

سود حاصل از عملیات اصلی و مستمر واحد تجاری می‌باشد. سود عملیاتی از صورت سود و زیان شرکت‌ها قابل استخراج است.

### گردش وجوه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی OCF

جریان‌های نقدی ورودی و خروجی ناشی از فعالیت‌های اصلی و مستمر واحد تجاری است. به عبارت دیگر، نشان‌دهنده جزء نقدی سود می‌باشند. از صورت گردش وجوه نقد شرکت‌ها قابل استخراج است.

### اقلام تعهدی غیر اختیاری NDA

اقلام تعهدی که مدیریت نمی‌تواند کنترل‌هایی روی آن‌ها اعمال کند. اقلام تعهدی که در شرایط عادی براساس اطلاعات قابل دسترس سرمایه‌گذاران برآورد می‌شود. مثل هزینه مزایای پایان خدمت کارکنان (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۰). برای برآورد اقلام تعهدی غیراختیاری مدل‌هایی همچون: مدل دی‌آنجلو<sup>۱</sup>، جونز<sup>۲</sup>، تعدیل شده جونز، الگوهای صنعت، الگوی هیلی<sup>۳</sup>، الگوی تعدیل شده جونز که توسط ثقفی در سال ۱۳۸۷ ایرانیزه شده است، وجود دارد. در این تحقیق ما از مدل تعدیل شده جونز برای برآورد اقلام تعهدی اختیاری استفاده کرده‌ایم.

مدل تعدیل شده جونز:

معادله (۲)

$$NDA_{j,t} = \alpha_1 \frac{1}{A_{j,t-1}} + \alpha_2 (\Delta REV_{j,t} - \Delta REC_{j,t}) / A_{j,t-1} + \alpha_3 PPE_{j,t} / A_{j,t-1}$$

1. Deangelo  
2. Jones  
3. Healy

A: جمع دارایی‌ها

$\Delta REV$ : تغییر در درآمد از سال t-1 تا سال t که به مقیاس مجموع داراییها در دوره t-1 بیان شده‌اند.

$\Delta REC$ : تغییر در خالص حساب‌های دریافتی از سال t-1 تا سال t که به مقیاس مجموع دارایی‌ها در دوره t-1 بیان شده‌اند.

PPE: ارزش ناخالص اموال، ماشین آلات و تجهیزات در سال t که به مقیاس مجموع دارایی‌ها در دوره t-1 بیان شده‌اند.

$\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3$ : پارامترهای خاص هر شرکت هستند که با استفاده از مدل رگرسیونی زیر بر مبنای مشاهدات دوره برآورد از ارقام تعهدی صورت می‌گیرد.

معادله (۳)

$$TA_{j,t} = \alpha_1 \frac{1}{A_{j,t-1}} + \alpha_2 (\Delta REV_{j,t} - \Delta REC_{j,t}) / A_{j,t-1} + \alpha_3 PPE_{j,t} / A_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t}$$

TA: مجموع ارقام تعهدی

J به شرکت اشاره دارد و t به سال مالی (همان منبع)

اقلام تعهدی اختیاری DA

اقلام تعهدی که مدیریت می‌تواند کنترل‌هایی روی آنها اعمال کند، می‌تواند آنها را به تأخیر بیندازد و یا حذف و یا ثبت و شناسایی آنها را تسریع کند. مثل موجودی کالا، حساب‌های دریافتی، حساب‌های پرداختی، هزینه مطالبات مشکوک الوصول، هزینه استهلاک. حاصل تفریق ارقام تعهدی غیر اختیاری برآورد شده از کل ارقام تعهدی است (مهرانی و همکاران، ۱۳۹۰).

$$DA = TA - NDA$$

معادله (۴)

اقلام تعهدی اختیاری مثبت PDA

اقلام تعهدی اختیاری که سود را به طور مثبت، افزایش می‌دهند. ارقام تعهدی اختیاری که از ضریب مثبت برخوردارند  $DA > 0$  (روبین و وایو، ۲۰۱۴).



## کیفیت اقلام تعهدی DAQ

کیفیت اقلام تعهدی، درجه نقد شوندگی (نزدیکی به جریان های نقدی) را نشان می دهد. با استفاده از مدل ارائه شده توسط دچو و دیچو (۲۰۰۲) برآورد می شوند. این مدل با این فرض ایجاد شده است که زمان تحقق و وقوع درآمدها و هزینه های شرکت اغلب متفاوت از زمان دریافت ها و پرداخت های نقدی است، اقلام تعهدی در نتیجه ی این تفاوت، ایجاد و گزارش می شوند. این مدل بر دو رقم؛ سرمایه در گردش و جریان های نقدی عملیاتی به علت سهولت در ردیابی آنها، متمرکز می شود؛ زیرا این اقلام تعهدی ظرف مدت حداکثر یک سال تصفیه می شوند. معیار خطا در برآورد اقلام تعهدی عبارت است از باقی مانده های حاصل از رگرسیون تغییرات در سرمایه در گردش سال گذشته، سال جاری و سال آینده و جریان های نقدی حاصل از فعالیت های عملیاتی (نوروش و همکاران، ۱۳۸۵).

معیار اندازه گیری کیفیت اقلام تعهدی در این تحقیق، باقیمانده رگرسیون تغییرات سرمایه در گردش بر روی جریان های نقدی عملیاتی یک دوره گذشته، یک دوره جاری و یک دوره آتی است به طوری که بالا بودن انحراف معیار اقلام باقیمانده، نشان دهنده ی پایین بودن کیفیت اقلام تعهدی است. برای محاسبه کیفیت اقلام تعهدی سرمایه در گردش از معادله رگرسیونی معرفی شده توسط دچو و دیچو (۲۰۰۲) استفاده می شود:

معادله (۵)

$$\Delta WC_t = b_0 + b_1 CFO_{t-1} + b_2 CFO_t + b_3 CFO_{t+1} + \varepsilon_t$$

متغیر مستقل در مدل مذکور وجه نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی واحد تجاری برای یک دوره گذشته، دوره جاری و یک دوره آتی است که این مقدار از صورت جریان وجوه نقد شرکت ها به دست می آید و متغیر مستقل نیز تغییرات در سرمایه در گردش است.

اقلام تعهدی سرمایه در گردش به صورت زیر به دست می آیند:

معادله (۶)

$$TA_{i,t} = (\Delta CA_{i,t} - \Delta CASH_{i,t}) - (\Delta CL_{i,t} - \Delta STD_{i,t}) - DEPN_{i,t}$$

$\Delta$ : تغییرات

CA: داراییهای جاری

CASH: وجه نقد

CL: بدهی های جاری

STD: حصه‌ی جاری تسهیلات دریافتی  
DEPN: هزینه استهلاک (همان منبع).

### روش پژوهش

این تحقیق جزء تحقیقات توصیفی طبقه‌بندی شده و روش آزمون فرضیه‌های تحقیق، روش تجزیه و تحلیل آماری از نوع همبستگی است. طرح تحقیق مورد استفاده طرح تحقیق پس‌رویدادی است و هریک از فرضیه‌های تحقیق با استفاده از اطلاعات واقعی که بر مبنای عملکرد واقعی بورس اوراق بهادار تهران در طول دوره زمانی تحقیق حاصل شده است، آزمون شده‌اند. تحقیق از لحاظ هدف، تحقیق کاربردی است.

مباحث تئوریک این تحقیق از طریق مطالعات کتابخانه‌ای و بررسی سوابق و مدارک موجود در رابطه با موضوع تحقیق، جمع‌آوری و از کتاب‌ها، پایان‌نامه‌ها، مجلات داخلی و خارجی معتبر مرتبط با موضوع پژوهش، استفاده شده است. همچنین داده‌های مورد استفاده در این تحقیق، طی دوره زمانی پژوهش از طریق نرم‌افزار صفحه گسترده اکسل پردازش شده، جمع‌آوری گردیده‌اند و جهت تجزیه و تحلیل به نرم افزار آماری Eviews منتقل شده‌اند.

### جامعه و نمونه آماری

در پژوهش حاضر به منظور آزمون فرضیات تحقیق از داده‌های مالی طبقه‌بندی شده و حسابرسی شده شرکت‌های فعال پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، استفاده شده است. جامعه آماری فوق با توجه به شرایط و ملاحظات ذیل محدود شده و نمونه آماری از آن استخراج گردیده است:

۱. شرکت‌هایی که قبل از سال ۱۳۸۸ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۹۴ از تابلوی بورس خارج نشده باشند.
۲. سال مالی شرکت منتهی به پایان اسفند ماه باشد و سال مالی طی دوره پژوهش تغییر نکرده باشد.
۳. شرکت‌های نمونه جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، هلدینگ، بانک‌ها و واسطه‌گری‌های مالی نباشند.

۴. شرکت‌های مورد نظر طی دوره پژوهش، فعالیت مستمر داشته و دچار وقفه معاملاتی بیشتر از ۶ ماه نشده باشند.

۵. اطلاعات شرکت‌های نمونه کامل طی دوره تحقیق در دسترس باشد.  
با توجه به بررسی‌های انجام شده، تعداد ۱۹۲ شرکت در دوره زمانی ۱۳۸۸-۱۳۹۴ حائز شرایط بالا بوده و مورد بررسی قرار گرفته‌اند.

### یافته‌های پژوهش

#### آمار توصیفی

در این قسمت با استفاده از آماره‌های توصیفی، شاخص‌های مختلف پراکندگی و مرکزی هر متغیر در هر سال و میانگین آن‌ها برای تمامی سال‌ها بیان شده است.

جدول (۱) آمار توصیفی

OCF	DAQ	Grow	DA	NDA	TA	R	
۰/۱۲۳۳	۰/۰۷۸۸	۰/۹۰۸۷	۰/۰۸۲۵	۰/۱۴۶۱	۰/۲۴۶۳۵	۰/۴۳۴۷	میانگین
۰/۱۱۰۴	۰/۰۵۶۳	۰/۶۷۱۲	۰/۰۸۴۶	۰/۱۳۲۹	۰/۲۲۶۵۸	۰/۲۶۳۹	میانه
۰/۱۳۸۹	۰/۰۵۸۲	۰/۷۴۹۸	۰/۲۵۰۴	۰/۱۶۳۰	۰/۱۹۶۵۳	۰/۶۸۵۷	انحراف معیار
-۰/۳۴	۰/۰۰۰	۰/۳۹	-۱/۳۱	-۰/۷۳	-۰/۷۵۳۶۲	-۰/۸۰	حداقل
۰/۹۶	۰/۲۸۳	۵/۹۳	۱/۹۱	۲/۶۷	۳/۸۲۶۴۷	۲/۹۵	حد اکثر
۱۳۴۴	۱۳۴۴	۱۳۴۴	۱۳۴۴	۱۳۴۴	۱۳۴۴	۱۳۴۴	تعداد

نتایج منعکس در جدول (۱) نشان می‌دهد رشد شرکت و بازده سهام از انحراف معیار بالایی برخوردارند این امر ناشی از تغییرپذیری این دو متغیر در طول دوره تحقیق می‌باشد. مثبت بودن میانگین کل اقلام تعهدی نشان‌دهنده‌ی این مهم است که جریان نقد حاصل از عملیات کوچک‌تر از سود عملیاتی است. انحراف معیار اقلام تعهدی اختیاری بیشتر از اقلام تعهدی و اقلام تعهدی غیراختیاری است، این بدان معنا است که انعطاف‌پذیری اقلام تعهدی اختیاری بیشتر است و این موضوع اتکال‌پذیری و پایداری کمتر این اقلام را نشان می‌دهد.

### فروض کلاسیک رگرسیون

در انجام این تحقیق، تخمین پارامترهای مدل با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره انجام شده است که این امر بر یک سری فرض کلاسیک استوار است، یعنی محقق در صورتی می تواند از رگرسیون خطی استفاده کند که پیش شرطهای زیر محقق گردد. در واقع میزان اعتبار مدل های برآورد شده به میزان برقراری پیش فرض های لازم برای برآورد مدل است. مهم ترین این پیش فرض ها عبارتند از:

#### الف) آزمون نرمال بودن باقی مانده ها

برای انتخاب آزمون درست برای تحلیل فرضیه ها، ابتدا باید از توزیع آماری متغیری که مورد آزمون قرار می گیرد اطمینان حاصل کرد. یکی از مهم ترین توزیع های آماری، توزیع نرمال است. مبنای پایه اساسی اکثر آزمون های آماری را فرض نرمال بودن تشکیل می دهد. یکی از ساده ترین و کاربردی ترین آزمون های آماری برای نرمال بودن نمونه های نسبتاً بزرگ که با تکیه بر ضرایب چولگی و کشیدگی توسط جاک و برا در سال ۱۹۸۱ معرفی شده، آماره جاک - برا می باشد. این آماره معیار نیکویی برازش انحراف از نرمال بودن مبتنی بر کشیدگی و چولگی نمونه بوده و از توزیع خبی - ۲ با ۲ درجه آزادی برخوردار است. فرضیه صفر حاکی از نرمال بودن توزیع خطاها است. اگر احتمال آماره جاک - برا بیش از ۰/۰۵ (۵ درصد) باشد، می توان نتیجه گرفت که توزیع پسماندهای رگرسیون نرمال می باشد.

جدول (۲) نتایج آزمون آزمون جاک - برا به منظور تشخیص نرمال بودن جملات خطا

مدل	آماره آزمون	مقدار احتمال	نتیجه آزمون
مدل ۱	۲/۴۸۷۴	۰/۰۹۷۴۱	تأیید فرض صفر: تأیید نرمال بودن خطاها
مدل ۲	۷/۴۵۶۲	۰/۱۰۹۷۵	تأیید فرض صفر: تأیید نرمال بودن خطاها
مدل ۳	۶/۲۵۸۶۱	۰/۱۲۶۸۷۴	تأیید فرض صفر: تأیید نرمال بودن خطاها

#### ب) آزمون ناهمسانی واریانس ها

یکی دیگر از مفروضات مدل کلاسیک رگرسیون خطی، بیان می دارد که جملات اخلاص رگرسیون جامعه باید دارای واریانس یکسان باشند. در این تحقیق ما برای بررسی همسانی واریانس، از آزمون وایت استفاده می نماییم. دو آماره که در این آزمون ارائه می شود،

آماره F و آزمون ضریب لاگرانژ (LM) است. مقدار آماره ضریب لاگرانژ بر اساس حاصلضرب ضریب تعیین ( $R^2$ ) در تعداد مشاهدات محاسبه می‌شود. در هر دو این آماره‌ها چنانچه احتمال محاسبه شده کم‌تر از ۵ درصد باشد، فرض صفر مبنی بر ثابت بودن واریانس جمله خطا رد می‌شود و لذا شاهد ناهمسانی واریانس خواهیم بود.

جدول (۳) نتایج آزمون وایت به منظور تشخیص همسانی واریانس‌ها

مدل	آماره	مقدار آماره	مقدار احتمال	نتیجه آزمون
مدل ۱	F	۵/۷۵۳۶۱	۰/۲۶۷	تأیید فرض صفر: همسانی
	LM	۷۳/۱۵۹	۰/۱۸۶	واریانس خطاها
مدل ۲	F	۱/۶۱۱	۰/۰۸۱	تأیید فرض صفر: همسانی
	LM	۲۲/۳۰۳	۰/۰۸۳	واریانس خطاها
مدل ۳	F	۱/۴۸۶	۰/۲۵۶	تأیید فرض صفر: همسانی
	LM	۱۹/۳۵۷	۰/۲۵۷	واریانس خطاها

### ج- عدم وجود خودهمبستگی

عدم وجود خود همبستگی بین جملات خطا، یکی از فروض اساسی مدل‌های کلاسیک رگرسیون خطی است. در صورت نادیده گرفتن خود همبستگی، تخمین ضرایب بدون تورش اما ناکارا خواهد بود، که این امر می‌تواند منجر به استنتاج‌های نادرست شود. برای تشخیص خودهمبستگی روش‌ها و آزمون‌های گوناگونی وجود دارد که ما در این تحقیق از روش هاردی استفاده خواهیم نمود. فرض صفر در این آزمون بیانگر عدم وجود خود همبستگی است.

جدول (۴) نتایج آزمون هاردی به منظور تشخیص خودهمبستگی جملات خطا

مدل	آماره	مقدار آماره	مقدار احتمال	نتیجه آزمون
مدل ۱	Z	۰/۶۳۸	۰/۴۳۴	تأیید فرض صفر: عدم وجود خودهمبستگی
مدل ۲	Z	۰/۸۱۷	۰/۴۶۱	تأیید فرض صفر: عدم وجود خودهمبستگی
مدل ۳	Z	۰/۸۷۲	۰/۳۵۶	تأیید فرض صفر: عدم وجود خودهمبستگی

### آزمون هاسمن و F لیمر

برای تخمین مدل‌ها، ابتدا با استفاده از آزمون F لیمر، مشخص می‌شود که بایستی از مدل تابلویی یا مدل تلفیقی استفاده شود. اگر احتمال آزمون F لیمر کوچک‌تر از ۰/۰۵ باشد،

باید از روش داده‌های تابلویی استفاده شود، در غیر این صورت از روش داده‌های تلفیقی استفاده می‌شود. سپس با استفاده از آزمون هاسمن مشخص می‌گردد که روش تحلیل مناسب به صورت اثرات تصادفی است یا روش اثرات ثابت خواهد بود. در جدول (۵) نتایج آزمون‌های تعیین مدل ترکیبی برای مشخص شدن نوع داده‌های پژوهش برای مدل‌های پژوهش بیان شده است.

جدول (۵) آزمون‌های تعیین مدل ترکیبی

مدل	آزمون	آماره آزمون	مقدار احتمال	نوع داده‌های ترکیبی
مدل ۱	F لیمر	۱۳/۶۷	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی - اثرات ثابت
	هاسمن	۷۸/۲۶	۰/۰۰۰	
مدل ۲	F لیمر	۲۱/۷۸	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی - اثرات ثابت
	هاسمن	۵۹/۳۴	۰/۰۰۰	
مدل ۳	F لیمر	۱۶/۶۷	۰/۰۰۰	داده‌های تابلویی - اثرات ثابت
	هاسمن	۵۷/۲۶	۰/۰۰۰	

### آزمون فرضیه اول

سطح حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین، متفاوت است. نتایج مربوط به آزمون فرضیه اول پژوهش، در جدول (۶) نشان داده شده است. همان طور که در جدول زیر مشاهده می‌شود، مقدار احتمال آماره F برابر ۰/۰۰۰ است. چون این مقدار کمتر از سطح خطای استاندارد یعنی ۰/۰۵ است؛ بنابراین فرضیه صفر مبنی بر عدم معنادار بودن ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته رد می‌شود. لذا می‌توان گفت مدل برآوردی در سطح خطای ۵ درصد معنادار است.

جدول (۶) نتایج آزمون فرضیه اول

سطح معناداری		ضرایب		متغیر وابسته: بازده	
				متغیرهای تحقیق	
۰/۰۰۰۰۰		۰/۱۵۲۶		ضریب ثابت	
۰/۰۰۰۰۰		۰/۲۱۶۲۵		GROW	
۰/۰۰۰۰۰		۰/۱۲۵۳۶		OCF	
۰/۰۰۰۱۰		۰/۲۷۵۸۴		NDA	
۰/۰۰۰۰۹		۰/۰۹۷۵۶		DA	
۰/۰۰۰۰۴		۰/۰۷۶۲۸		DA* GROW	
۰/۰۰۰۲۱		۰/۰۵۴۳۱		DA* GROW	
۱/۹۵۶۹۴	آماره دوربین واتسون	۰/۵۶۵۷۴	ضریب تعیین تعدیل شده	۰/۵۷۶۲۹	ضریب
۰/۰۰۰		سطح معناداری F		۶۳/۵۲۵۷	آماره F

آماره t و احتمال آن، برای تجزیه و تحلیل متغیر مستقل اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا و رشد پایین، حاکی از تأثیر این متغیر بر متغیر وابسته (بازده شرکت) است. با توجه به اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا و اقلام تعهدی اختیاری رشد پایین که کمتر از (۰/۰۵) درصد می‌باشد، می‌توان گفت که ارتباط معناداری با بازده شرکت دارند. هم‌چنین به دلیل مثبت بودن ضرایب متغیرهای اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا و اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد پایین؛ می‌توان نتیجه گرفت که ارتباط مثبت و معنادار بین اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا و اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد پایین، با بازده شرکت وجود دارد.

برای بررسی این موضوع که آیا سطح حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا، در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین با هم تفاوت معنادار دارند یا خیر از آزمون والد استفاده می‌کنیم. نتایج آزمون والد جهت تعیین سطح حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین در جدول زیر ارائه شده است.

عدم وجود تفاوت معنادار:  $H_0$

وجود تفاوت معنادار:  $H_1$

جدول (۷) مقایسه ضرایب ارقام تعهدی اختیاری

آزمون والد			
سطح معنی داری	درجه آزادی	مقدار	آماره آزمون
۰/۰۰۰۰	(۱/۱۶۴)	۱۰/۴۸۵۳۲	F-آماره
۰/۰۰۰۰	۱	۱۰/۴۸۵۳۲	Chi-square
فرض صفر			
خطای استاندارد	مقدار	محدودیت نرمال شده (= ۰)	
۰/۱۰۱۲۹	۰/۰۲۱۹۷	$\beta_2 - \beta_3$	

با توجه به آن که سطح معنی داری در هر دو آزمون (کای اسکور و F) کمتر از ۵ درصد است، نتیجه آزمون والد نشان دهنده رد فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود تفاوت بین دو ضریب متغیرهای ارقام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا و پایین می‌باشد. بدین معنی که تفاوت معناداری بین ضریب متغیرهای ارقام تعهدی اختیاری، در شرکت‌های با رشد بالا و پایین وجود دارد. با توجه به آن که میزان ضریب ارقام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا از ضریب ارقام تعهدی اختیاری شرکت‌های با رشد پایین بیشتر است، می‌توان نتیجه‌گیری کرد که حساسیت بازده به ارقام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین، متفاوت می‌باشد. بنابراین، فرضیه اول پژوهش تأیید می‌گردد.

#### آزمون فرضیه دوم

سطح حساسیت بازده به ارقام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین، متفاوت است. نتایج مربوط به آزمون فرضیه دوم پژوهش در جدول (۹) نشان داده شده است. همان طور که در جدول زیر مشاهده می‌شود مقدار احتمال آماره F برابر ۰/۰۰۰ است. چون این مقدار کمتر از سطح خطای استاندارد یعنی ۰/۰۵ است؛ بنابراین فرضیه صفر مبنی بر عدم معنادار بودن ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته رد می‌شود. لذا می‌توان گفت مدل برآوردی در سطح خطای ۵ درصد، معنادار است.



جدول (۸) نتایج آزمون فرضیه دوم

سطح معناداری	ضرایب t	متغیر وابسته: بازده	
		متغیرهای تحقیق	ضریب ثابت
۰/۰۰۰۰۰	۰/۱۵۷۲۶		ضریب ثابت
۰/۰۰۰۰	۰/۰۶۴۱۷		PDA
۰/۰۰۰۰۷	۰/۰۵۸۶۴		PDA* GROW
۰/۰۰۰۰۳	۰/۰۲۳۷۸		PDA * GROW
۰/۰۰۰۰	۰/۱۷۲۰۹		NDA
۰/۰۰۰۰	۰/۲۱۸۶۷		GROW
۰/۰۰۰۰۱	۰/۱۰۴۶۳		OCF
۱/۹۶۳۹۷	آماره دوربین واتسون	۰/۳۵۳۹۴	ضریب تعیین تعدیل شده
۰/۰۰۰	سطح معناداری F	۷۰/۳۶۸۴	آماره F

با توجه به این که سطح معناداری متغیرهای مستقل اقلام تعهدی اختیاری مثبت در کل شرکت‌ها، شرکت‌های دارای رشد بالا و شرکت‌های دارای رشد پایین، می‌توان گفت که ارتباط معناداری با بازده شرکت دارند. هم‌چنین به دلیل مثبت بودن ضریب متغیرها می‌توان نتیجه گرفت که ارتباط مثبت و مستقیم بین اقلام تعهدی اختیاری مثبت در کل شرکت‌ها، شرکت‌های دارای رشد بالا و شرکت‌های دارای رشد پایین با بازده شرکت وجود دارد. بنابراین، اقلام تعهدی اختیاری مثبت موجب افزایش بازده شرکت‌ها می‌شود. به عبارت دیگر، افزایش در اقلام تعهدی اختیاری مثبت، افزایش بازده شرکت را به دنبال دارد.

با بررسی سطح معناداری ضرایب متغیرهای کنترل به این نتیجه می‌رسیم که اقلام تعهدی غیر اختیاری، رشد و جریان نقدی عملیاتی نیز ارتباط مثبت و معناداری با بازده شرکت دارند؛ یعنی سطح معناداری متغیرهای مذکور کمتر از ۰/۰۵ درصد و ضریب آن‌ها مثبت می‌باشد.

برای بررسی این موضوع که آیا سطح حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین با هم تفاوت معنادار دارند یا خیر، از آزمون والد استفاده می‌کنیم. نتایج آزمون والد جهت تعیین سطح حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین در جدول زیر ارائه شده است.

جدول (۹) مقایسه ضریب بین دو گروه

آزمون والد		
آماره آزمون	سطح معنی داری	
t-آماره	۰/۰۰۰	
F-آماره	۰/۰۰۰	
Chi-square	۰/۰۰۰	
فرض صفر		
محدودیت نرمال شده (= ۰)	مقدار	خطای استاندارد
$B_2 - \beta_3$	-۰/۰۲۶۰۳	۰/۱۲۹

با توجه به آن که سطح معنی داری در هر دو آزمون (کای اسکور و F) کمتر از ۵ درصد است، نتیجه آزمون والد نشان دهنده رد فرضیه صفر، مبنی بر عدم وجود تفاوت بین دو ضریب متغیرهای اقلام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا و پایین می‌باشد. بدین معنی که تفاوت معناداری بین ضریب متغیرهای اقلام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا و پایین وجود دارد. با توجه به آن که میزان ضریب اقلام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا از ضریب اقلام تعهدی مثبت در شرکت‌های با رشد پایین بیشتر است؛ می‌توان نتیجه‌گیری کرد که حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین، متفاوت می‌باشد. بنابراین، فرضیه دوم پژوهش نیز تأیید می‌گردد.

#### آزمون فرضیه سوم

رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و بازده سهام در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین، متفاوت است. نتایج مربوط به آزمون فرضیه سوم پژوهش در جدول زیر نشان داده شده است. همان طور که در جدول زیر مشاهده می‌شود مقدار احتمال آماره F برابر ۰/۰۰۰ است. چون این مقدار کمتر از سطح خطای استاندارد یعنی ۰/۰۵ است؛ بنابراین فرضیه صفر مبنی بر عدم معنادار بودن ارتباط بین متغیرهای مستقل و وابسته رد می‌شود. لذا می‌توان گفت مدل برآوردی در سطح خطای ۵ درصد معنادار است.

جدول (۱۰) نتایج آزمون فرضیه سوم

سطح معناداری		ضرایب	متغیر وابسته: بازده شرکت	
			متغیرهای تحقیق	
۰/۰۰۰۰		۰/۰۳۷۵۹	ضریب ثابت	
۰/۰۰۰۰		۰/۳۷۴۳۸	DAQ	
۰/۰۰۰۰		۰/۲۹۸۵۷	DAQ* GROW1	
۰/۰۰۰۱		۰/۱۷۸۴۱	DAQ* GROW2	
۰/۰۰۰۵		۰/۲۵۳۸۵	GROW	
۰/۰۰۰۰		۰/۱۴۶۸۲	OCF	
۱/۹۲۶۸۰	آماره دورین	۰/۴۶۱۲۷	ضریب تعیین تعدیل	۰/۴۷۵۴۳
۰/۰۰۰		سطح معناداری	۱۰/۹۵۱۵۶	آماره F

آماره (t) و احتمال آن، برای تجزیه و تحلیل متغیرهای مستقل که حاکی از تأثیر متغیرها بر متغیر وابسته است مورد استفاده قرار می‌گیرد. با توجه به سطح معناداری متغیر کیفیت اقلام تعهدی که کمتر از (۰/۰۵) درصد می‌باشد می‌توان گفت که ارتباط معناداری با بازده شرکت دارد. همچنین به دلیل مثبت بودن ضریب متغیر کیفیت اقلام تعهدی می‌توان نتیجه گرفت که ارتباط مثبت و معناداری بین کیفیت اقلام تعهدی با بازده شرکت وجود دارد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت کیفیت اقلام تعهدی موجب افزایش بازده شرکت‌ها می‌شود.

با بررسی سطح معناداری و ضرایب متغیرهای کنترل به این نتیجه می‌رسیم که رشد شرکت و جریان نقدی عملیاتی، ارتباط مثبت و معناداری با بازده دارند؛ یعنی سطح معناداری متغیرهای مذکور کمتر از ۰/۰۵ درصد و ضریب آن‌ها مثبت می‌باشد.

آماره t و احتمال آن برای تجزیه و تحلیل متغیر مستقل کیفیت اقلام تعهدی در شرکت‌های با رشد بالا و رشد پایین، حاکی از تأثیر این متغیر بر متغیر وابسته (بازده شرکت) است. با توجه به کیفیت اقلام تعهدی در شرکت‌های با رشد بالا و کیفیت اقلام تعهدی در شرکت‌های با رشد پایین که کمتر از (۰/۰۵) درصد می‌باشد، می‌توان گفت که ارتباط معناداری با بازده شرکت دارند. همچنین به دلیل مثبت بودن ضریب متغیرهای کیفیت اقلام تعهدی در شرکت‌های با رشد بالا و کیفیت اقلام تعهدی در شرکت‌های با رشد پایین می‌توان نتیجه گرفت که ارتباط مثبت و معناداری بین کیفیت اقلام تعهدی در

شرکت‌های با رشد بالا و کیفیت ارقام تعهدی در شرکت‌های با رشد پایین با بازده شرکت وجود دارد.

برای بررسی این موضوع که آیا سطح حساسیت بازده به کیفیت ارقام تعهدی در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین با هم تفاوت معنادار دارند یا خیر، از آزمون والد استفاده می‌کنیم. نتایج آزمون والد جهت تعیین سطح حساسیت بازده به کیفیت ارقام تعهدی در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین در جدول زیر ارائه شده است.

عدم وجود تفاوت معنادار:  $H_0$

وجود تفاوت معنادار:  $H_1$

جدول (۱۱) مقایسه ضرایب کیفیت ارقام تعهدی

آزمون والد			
سطح معنی‌داری	درجه آزادی	مقدار	آماره آزمون
۰/۰۰۰	(۱/۹۲۹)	۱۵/۴۹۷۳	F-آماره
۰/۰۰۰	۱	۱۵/۴۹۷۳	Chi-square
فرض صفر			
خطای استاندارد	مقدار	محدودیت نرمال شده ( $\alpha = 0$ )	
۰/۱۰۷۴۱	۰/۱۲۰۱۶	$\beta_2 - \beta_3$	

با توجه به آن که سطح معنی‌داری در هر دو آزمون (کای اسکور و F) کمتر از ۵ درصد است، نتیجه آزمون والد نشان‌دهنده رد فرضیه صفر مبنی بر عدم وجود تفاوت بین دو ضریب متغیرهای کیفیت ارقام تعهدی در شرکت‌های با رشد بالا و پایین می‌باشد. بدین معنی که تفاوت معناداری بین ضرایب متغیرهای کیفیت ارقام تعهدی در شرکت‌های با رشد بالا و پایین وجود دارد. با توجه به آن که میزان ضریب کیفیت ارقام تعهدی در شرکت‌های با رشد بالا از ضریب کیفیت ارقام تعهدی شرکت‌های با رشد پایین بیشتر است، می‌توان نتیجه‌گیری کرد که حساسیت بازده به کیفیت ارقام تعهدی در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین متفاوت می‌باشد. بنابراین، فرضیه سوم پژوهش نیز تایید می‌گردد.

## نتیجه گیری

این پژوهش با هدف شناخت میزان تأثیر رشد شرکت، بر ارتباط بین اقلام تعهدی اختیاری، اقلام تعهدی اختیاری مثبت و کیفیت اقلام تعهدی با بازده سهام، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مورد مطالعه و آزمون قرار گرفت. نتایج تحلیل آماری حاصل از فرضیه اول نشان داد که بین اقلام تعهدی اختیاری و بازده سهام ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. هم‌چنین نتایج تحلیل آماری حاصل از فرضیه اول نشان می‌دهد که حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا در مقایسه با شرکت‌های با رشد پایین، بیشتر است. در نتیجه در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین، اقلام تعهدی اختیاری تا حد نسبتاً زیادی با بازده سهام در ارتباط هستند. هم‌چنین ارزش‌گذاری اقلام تعهدی اختیاری در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین، بیشتر است و رشد شرکت در ارزش‌گذاری اقلام تعهدی نقش دارد. این یافته با مبانی نظری تحقیق و نتایج تحقیقات هرشلایفر و همکاران (۲۰۰۹)، اگنوا (۲۰۰۸)، حسینی و همکاران (۱۳۹۴)، فروغی و همکاران (۱۳۹۴)، کرمی و فرج زاده (۱۳۹۴) قائمی و همکاران (۱۳۸۷)، مشایخی و ایوری (۱۳۸۸) و تحقیق یو و لیسانا (۲۰۰۹) مبتنی بر این که شرکت‌های دارای سطح اقلام تعهدی پایین‌تر نسبت به شرکت‌های دارای سطح اقلام تعهدی بالاتر، دارای بازده مورد انتظار کمتری هستند سازگار است. هم‌چنین با نتایج تحقیق سابرامانیم مبنی بر اینکه بازار اقلام تعهدی را ارزش‌گذاری می‌کند، منطبق است. اما با نتایج تحقیقات خواجهی و ناظمی (۱۳۸۴)، سیفی (۱۳۸۳) ناسازگار است. هم‌چنین با نتایج تحقیق روبین و وایو (۲۰۱۴) ناسازگار است. آن‌ها به این نتیجه رسیدند که در ارزش‌گذاری اقلام تعهدی اختیاری، شرکت‌های با رشد بالا رفتار متمایزی را نشان نمی‌دهند. در تبیین چرایی این یافته می‌توان گفت که تحقیق آن‌ها در سطح ۷۱ صنعت با نمونه آماری بزرگ مشتمل بر ۷۹۸۸ شرکت انجام شده در حالی که نمونه پژوهش ما شامل ۱۹۲ شرکت و در سطح صنعت صورت نگرفته است. علاوه بر این بازار سرمایه ایران از کارایی لازم برخوردار نمی‌باشد. با توجه به جدول (۱) آمار توصیفی، انحراف معیار اقلام تعهدی اختیاری (۰/۲۵۰۴) از انحراف معیار اقلام تعهدی غیراختیاری (۰/۱۶۳۰) و کل اقلام تعهدی (۰/۱۹۶۵۳) بیشتر است. این بدان معنی است که انعطاف‌پذیری اقلام تعهدی اختیاری بیشتر است و این موضوع پایداری و اتکال‌پذیری کمتر این اقلام را نشان می‌دهد، به

نظر می‌رسد سرمایه‌گذاران پایداری اقلام تعهدی اختیاری شرکت‌های با رشد بالا را نسبت به شرکت‌های با رشد پایین بیش از واقع ارزیابی می‌کنند.

نتایج تحلیل آماری حاصل از فرضیه دوم نشان داد که حساسیت بازده به اقلام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین، بیشتر است. در نتیجه در شرکت‌های با رشد بالا، اقلام تعهدی اختیاری مثبت تا حد نسبتاً زیادی با بازده سهام در ارتباط هستند. هم‌چنین ارزش‌گذاری اقلام تعهدی اختیاری مثبت در شرکت‌های با رشد بالا برجسته‌تر است. اقلام تعهدی اختیاری مثبت، ارتباط نسبتاً بالایی با عملکرد آتی شرکت‌های با رشد بالا دارند به همین دلیل مدیران شرکت‌های با رشد بالا به منظور سیگنال‌دهی اطلاعات به سرمایه‌گذاران از اقلام تعهدی اختیاری مثبت استفاده می‌کنند. این یافته با تحقیق روبین و وایو (۲۰۱۴) منطبق است. با تحقیق هاشمی و صادقی (۱۳۸۸) مبنی بر این‌که رابطه معناداری بین تأمین مالی خارجی شرکت‌های دارای اقلام تعهدی مثبت بزرگ، با بازده سهام آن‌ها وجود دارد، سازگار است.

نتایج تحلیل آماری حاصل از فرضیه سوم نشان داد که حساسیت بازده به کیفیت اقلام تعهدی در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین، بیشتر است. ارتباط مثبت و معناداری بین بازده سهام و کیفیت اقلام تعهدی وجود دارد؛ اما این ارتباط در شرکت‌های با رشد بالا برجسته‌تر است. در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین، بازده بیشتر از کیفیت اقلام تعهدی تأثیر می‌پذیرد. افزایش کیفیت اقلام تعهدی واکنش بازار را به همراه داشته و بازده سهام تغییر می‌کند. این یافته نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران توانایی درک کیفیت اقلام تعهدی را دارند و کیفیت اقلام تعهدی به تبع آن کیفیت سود و کیفیت گزارشگری مالی را در ارزیابی شرکت‌ها و تصمیمات سرمایه‌گذاری، دخالت می‌دهند و هم‌چنین رشد شرکت به عنوان یک عامل مهم نقش برجسته‌تری در ارزیابی آن‌ها دارد. این یافته با تحقیق فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵) که با بررسی نحوه قیمت‌گذاری کیفیت اقلام تعهدی به عنوان ریسک اطلاعات مربوط به سود نشان دادند، هرچه کیفیت اقلام تعهدی پایین‌تر باشد، هزینه بدهی و سرمایه آن شرکت‌ها بالاتر می‌رود و این موضوع به نحوی نشان‌دهنده تأثیر کیفیت اقلام تعهدی در تصمیم‌گیری افراد است؛ سازگار است. و به طور تلویحی با تحقیق ایزدی‌نیا و نظرزاده (۱۳۸۸) که بین بازده سهام و کیفیت سود در سطوح مختلف رابطه وجود دارد، سازگار است. با تحقیق رستگار و دستگیر (۱۳۸۹) ناسازگار است.

نتایج این پژوهش نشان می‌دهد، حساسیت بازده به ارقام تعهدی اختیاری، ارقام تعهدی اختیاری مثبت و کیفیت ارقام تعهدی در شرکت‌های با رشد بالا نسبت به شرکت‌های با رشد پایین، بیشتر است. این موضوع نشان می‌دهد، سرمایه‌گذاران به فرصت‌های رشد توجه دارند و نسبت به آینده شرکت‌های با رشد بالا خوش بین هستند و بازار ارقام تعهدی شرکت‌های با رشد بالا را بیشتر ارزش‌گذاری می‌کند.

### پیشنادهای مبتنی بر یافته‌های تحقیق

۱. با توجه به عدم تقارن اطلاعاتی بالا در شرکت‌های با رشد بالا به سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار پیشنهاد می‌شود در تصمیم‌گیری‌های خود در انتخاب سبد بهینه سرمایه‌گذاری، تنها به عواملی چون بازده سهام اکتفا نکنند و به عواملی مانند؛ میزان اعمال نظر مدیریت در برآوردها (برآورد ذخیره مطالبات مشکوک الوصول) و اعمال نظری در زمان‌بندی، شناسایی ارقام تعهدی به خصوص ارقام تعهدی اختیاری را در تعدیل خود در نظر بگیرند.

۲. به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در شرکت‌های با رشد بالا به ارزش ذاتی سهام توجه داشته باشند. ارزش ذاتی سهام را با ارزش بازار سهام مقایسه کنند و از وجود یا عدم وجود حباب قیمتی در شرکت‌های با رشد بالا آگاه شوند.

۳. با توجه به تأثیر پذیری بازده از ارقام تعهدی اختیاری مثبت که سود را به طور مثبت افزایش می‌دهند، پیشنهاد می‌شود به کیفیت ارقام تعهدی به ویژه کیفیت ارقام تعهدی اختیاری مثبت برای تصمیم‌گیری در خصوص ارزیابی عملکرد آتی شرکت‌های با رشد بالا، توجه ویژه داشته باشند.

۴. با توجه به نتایج پژوهش حاضر به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود در ارزیابی عملکرد آتی شرکت‌ها، به ناهنجاری ارقام تعهدی که اشاره به رابطه معکوس ارقام تعهدی و بازده آتی دارد، توجه نمایند؛ زیرا به دلیل پایداری کمتر ارقام تعهدی نسبت به جزء نقدی سود، ارقام تعهدی بالا در یک شرکت به منزله کسب بازده بالا در سال‌های آتی نیست.

۵. با توجه به فرصت‌های رشد و رقابت بالا در این زمینه، به سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان پیشنهاد می‌شود به میزان نیاز شرکت‌های با رشد بالا به منظور تأمین مالی برای پروژه‌های سرمایه‌گذاری شده، توجه کنند؛ چرا که در شرایط نیاز به تأمین مالی، این

احتمال وجود دارد مدیران با استفاده از ارقام تعهدی اختیاری مثبت سعی در ارائه عملکرد مطلوب از شرکت داشته باشند.

### محدودیت‌های تحقیق

۱. در این پژوهش تنها شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۹۴ (یک دوره ۷ ساله) مورد بررسی قرار گرفته است.
۲. بر اساس بررسی‌های به عمل آمده از روند قیمت سهام کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار در طی دهه‌ی گذشته، شواهد موجود بیانگر این است که بیشتر شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران از وقفه معاملاتی طولانی برخوردار بوده‌اند که این موضوع از یک سو، موجب کاهش تعداد شرکت‌های مورد مطالعه در تحقیق گردیده و از طرف دیگر، محقق به ناچار دوره زمانی وقفه معاملاتی شش ماهه را برای انتخاب شرکت‌های مورد مطالعه انتخاب کرده است. در صورت در نظر گرفتن وقفه معاملاتی کمتر از شش ماه (مثلاً ۳ ماهه) تعداد شرکت‌های مورد مطالعه کاهش یافته؛ لذا این امکان وجود دارد که دوره زمانی با وقفه معاملاتی شش ماهه در مقایسه با دوره زمانی وقفه معاملاتی سه ماهه، به نتایج متفاوتی منجر گردد.
۳. داده‌های مورد استفاده از صورت‌های مالی در این پژوهش از بابت تورم تعدیل نشده است. در صورت تعدیل از این بابت، با توجه به میزان تورم در ایران، ممکن است نتایج متفاوتی حاصل شود.



## منابع

- آذر، عادل؛ مؤمنی، منصور (۱۳۸۳). «آمار و کاربرد آن در مدیریت». انتشارات سمت، چاپ دهم
- ایزدی نیا، ناصر؛ نظر زاده، یاسر (۱۳۸۸). «بررسی ارتباط کیفیت سود و بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». مجله توسعه و سرمایه، ش ۱ بزرگ اصل، موسی؛ صالح زاده، بیستون (۱۳۹۳). «توانایی مدیریت و کیفیت ارقام تعهدی». دانش حسابداری، ش ۱۷
- تهرانی، رضا؛ فنی اصل، محسن (۱۳۸۶). «رابطه وجه نقد حاصل از عملیات و سود تعهدی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار». تحقیقات مالی، ش ۳۲ تیموری، حبیب الله (۱۳۸۶). «ساختار تئوری در حسابداری». تهران، سازمان حسابرسی، ص ۹۹
- ثقفی، علی (۱۳۸۵). «قابلیت اعتماد و کیفیت سود- رویکرد وضعیت مالی». فصلنامه بورس اوراق بهادار
- جمالیان پور، مظفر؛ ثقفی، علی (۱۳۹۲). «ارقام تعهدی غیره منتظره، انحراف پایداری سود و بحران مالی». دانش حسابداری، ش ۱۲
- حسینی، سید علی؛ اسماعیل زاده، حجت؛ غزنوی، محمد صادق (۱۳۹۴). «بررسی واکنش بیش از واقع سرمایه‌گذاران به ارقام تعهدی (نابهنجاری ارقام تعهدی) در بورس اوراق بهادار تهران» دانش سرمایه‌گذاران، دوره ۴ شماره ۱۴
- حقیقت، حمید؛ ایرانشاهی، علی اکبر (۱۳۸۹). «بررسی واکنش سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به جنبه‌های پایداری ارقام تعهدی». پژوهش‌های حسابداری مالی، ش ۳
- خانی، عبدالله؛ قجاوند، زیبا (۱۳۹۰). «مروری بر ادبیات عدم تقارن اطلاعاتی و معیارهای اندازه‌گیری آن». فصلنامه حسابداری و مدیریت مالی، ش ۸
- خواجوی، شکرالله؛ ناظمی، امین (۱۳۸۴). «بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تأکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۰

دستگیر، محسن؛ رستگار، مجید (۱۳۹۰). « بررسی رابطه بین کیفیت سود (پایداری سود)، اندازه اقلام تعهدی و بازده سهام با کیفیت اقلام تعهدی». پژوهش‌های حسابداری مالی، ش ۱۷

رضا زاده، جواد؛ عبدالله، آزاد (۱۳۸۷). «رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محافظه کاری در گزارشگری مالی». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۵۴

سیفی، مهناز (۱۳۸۳). «بررسی ارتباط اقلام تعهدی و بازده سهام با تأکید بر طول مدت سرمایه‌گذاری». پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اداری دانشکده شهید بهشتی شهریار، سارا؛ سلیم، فرشاد (۱۳۹۳). «بررسی و آزمون قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی غیرعادی در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹». مدیریت دارایی و تأمین مالی سال دوم ش ۳

عرب مازار یزدی، محمد؛ مشایخی، بیتا؛ ودیعی، افسانه (۱۳۸۵). «محتوای اطلاعاتی جریان-های نقدی و تعهدی در بازار سرمایه ایران». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۳، ۱۱۸

فروغی، داریوش؛ حمیدیان، نرگس؛ محمدیان، مینا (۱۳۹۴). «تأثیر معیارهای کیفیت سود بر مازاد بازده سهام». مطالعات تجربی حسابداری مالی سال ۱۲ ش ۴۸

قائمی، محمد حسین؛ لیوانی، جمال؛ بزرگی، علی و سجاد (۱۳۸۷). «کیفیت سود و بازده سهام شرکت‌ها». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۵۲

کربلایی میرزایی، مریم (۱۳۹۴). «مطالعه اثر رشد شرکت بر ارتباط بین اقلام تعهدی اختیاری، کیفیت اقلام تعهدی با بازده سهام». پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده علوم اجتماعی دانشگاه رازی کرمانشاه

کریمی، غلامرضا؛ فرج‌زاده، مریم (۱۳۹۴). «عدم تقارن اطلاعاتی و قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی». مطالعات تجربی حسابداری مالی سال ۱۲ ش ۴۸

کلاته رحمانی، راحله (۱۳۸۸). «قدرت توضیح دهندگی اقلام تعهدی در رابطه با رفتار بازده سهام: بررسی تأثیر سود و ریسک سیستماتیک شرکت‌ها». پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت و حسابداری دانشگاه شهید بهشتی

مشایخی، بیتا؛ مهرانی، ساسان؛ مهرانی، کاوه؛ کریمی، غلامرضا (۱۳۸۴). «نقش اقلام تعهدی اختیاری در مدیریت سود شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۲

مشایخی، بیتا؛ شریعتی ایوری، علیرضا (۱۳۸۸). «مقایسه سود و جریانات نقدی به عنوان معیارهایی برای ارزیابی عملکرد شرکت: بررسی نقش اقلام تعهدی». فصلنامه حسابداری مالی، ش ۴

مهرانی، کاوه؛ ابراهیمی کردلر، علی؛ حلاج، محمد (۱۳۹۰). «بررسی رابطه بین اقلام تعهدی غیره منتظره و محافظه کاری در حسابداری در بورس اوراق بهادار تهران». بررسی های حسابداری و حسابرسی، ش ۶۳

مهرانی، کاوه؛ حلاج، محمد؛ حسنی، عباس (۱۳۸۸). «بررسی محافظه کاری در سود حسابداری و رابطه آن با اقلام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران». تحقیقات حسابداری، ش ۳

نوروش، ایرج؛ ناظمی، امین؛ حیدری، مهدی (۱۳۸۵). «کیفیت اقلام تعهدی و سود با تأکید بر نقش خطای برآورد اقلام تعهدی». بررسی های حسابداری و حسابرسی، ش ۴۳

ودیعی، محمد حسین؛ عظیمی فر، فرزاد (۱۳۹۱). «ارزش گذاری بالای حقوق صاحبان سهام و ارتباط آن با اقلام تعهدی اختیاری». پیشرفت های حسابداری، ش ۶۳

هاشمی، سید عباس؛ ساعدی، رحمان (۱۳۸۸). «بررسی تأثیر ویژگی های خاص شرکت ها بر محتوای اطلاعاتی سود و جریان های نقدی عملیاتی در توضیح بازده سهام». فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، سال اول، ش ۴

هاشمی، سید عباس؛ صادقی، محسن (۱۳۸۸). «رابطه اقلام تعهدی اختیاری با وجه نقد عملیاتی، بازده سهام و کارایی سرمایه گذاری داراییهای سرمایه ای در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران». فصلنامه حسابداری مالی، ش ۲

هندریکسن، الدون اس؛ ون بردا، مایکل اف (۱۳۸۵). «تئوری های حسابداری». ترجمه علی پارسائیان، انتشارات ترمه

Ball, Ray., Brown Philip. (1968). *An Empirical Evaluation of Accounting Incom Numbers*. Journal of Accounting Research, 159-178

Chan, K., Chan , L., Jegadeesh, N., Lakinishok, J., (2011). *Earnings quality and stok return*. Working paper university of Illiniois at urbana – champaign- Departmant of Finance , p.50

Dechow, P. (1994). *Accounting earnings and cash flows as firm performance: The role of accounting accruals*. Journal of Accounting and Economics, 18(11)

- Dechow , P. & Dichev, I. (2002). *The quality of accruals and earnings : The role of accroal estimation errors*. Accounting Review , 77 (supplement) (1)
- Dopuch, N. , Mashruwalu, R., Seethamraju,C.,& Zach, T. (2005). *Accrual daterminates sales changes and their impact on empirical accrual models*. Retrieved march 14, 2006, from [http: // www. Ebsco. Com](http://www.Ebsco.Com)
- Fairfield , P. , S.Whisenant and T.Yohn, (2003). *Accrued earnings and growth: implications for future profitability and market mispricing*. Journal Accounting Review, vol 78
- Francis, J. , Lafond, R., Olsson , P., Schipper, K. ,(2005). *The market pricing of accruals quality*. Journal of Accounting and Economics 22, 249-281
- Hirshleifer, D., K. Hou, and S.H. Teoh, (2010). *Accrual anomaly risk or mispricing?* Journal of Finance 5
- Hribar, p ,Yehuda, N; (2014). *The mispricing of clash flows and accruals at Dhfferent Life – Cycle stages*. Contemporary Accounting Research vol 32, Issue 3
- Kim ,D. and Y. Qi.(2010). *Accruals Quality , stock Returns , and macroeconomic condition*. The Accounting Review, Vol 85, No 3
- Ogneva, M. (2008). *Accruals quality and expected returns : the importance of controlling for cash flow shockes*. Working paper, Stanford university
- Robin, ashok . Wu, Qiang. (2014). *Firm growth and the pricing of discretionary accruals*. Springer Science + Business Media New york
- Skinner, D. and R. Sloan (2002). *Earning surprises, growth expectations , and stock returns or don't let an earnings torpedo shnk your portfolio*. Review of Accounting Studies, 7(2)
- Sloan, R., (1996). *Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?*. The Accounting Review 71
- Subramanyam , A., Titman, S. , (1996). *The pricing of discretionary accruals*. Journal of Accounting and Economics 22
- Wilson , G.P. (1987). *The incremental information content of the accrual and funds components of earnings after controlling earnings*. The Accounting Review 62
- Xu Zhaohui Randoll, Michael J. Lacina (2009). *Explaning the accrual anomaly by market expectations of future returns and earnings*. *Advances in Accounting* , 25