



دانشگاه الزهراء (س)
دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد

پایان نامه
جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد
رشته حسابداری

عنوان
پایداری نامتقارن و قیمت گذاری اقلام تعهدی و جریانات نقدی

استاد راهنما
دکتر غلامرضا سلیمانی امیری

دانشجو
سپیده رستمی نیا

اسفند ماه سال ۱۳۹۲

دانشگاه الزهراء (س)
دانشکده علوم اجتماعی و اقتصاد

پایان نامه
جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد
رشته حسابداری

عنوان
پایداری نامتقارن و قیمت گذاری اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی

استاد راهنما
دکتر غلامرضا سلیمانی امیری

استاد مشاور
دکتر علی رحمانی

دانشجو
سپیده رستمی نیا
اسفند ماه سال ۱۳۹۲

کلیه دستاوردهای این تحقیق
متعلق به دانشگاه الزهراء(س) است.

تقدیم به

همسر مهربان،

خانواده عزیزم

و تمام دوستانی که در طی این راه حامی و پشتیبان من بودند.

قدردانی و تشکر

بی‌تردید انجام این تحقیق بدون راهنمایی و مشاوره ارزنده اساتید گرامی، امری غیرممکن بود. در این جا لازم می‌دانم از زحمات استاد گرانقدر جناب آقای دکتر غلامرضا سلیمانی که مسئولیت راهنمایی پژوهش را تقبل نمودند و در طول پژوهش با صبر و حوصله بی‌نظیر راهنمایی‌های ارزنده‌ای برای انجام بهتر آن به عمل آوردند؛ تشکر و قدردانی نمایم. از استاد ارجمند، جناب آقای دکتر علی رحمانی که مشاوره این پژوهش را بر عهده داشتند، سپاسگزارم.

همچنین، از همراهی خانواده عزیزم که با تشویق‌های خود موجب دلگرمی من در نگارش این پایان‌نامه بوده‌اند قدردانی می‌نمایم.

سپیده رستمی‌نیا

اسفند ۱۳۹۲

عنوان پایان نامه: پایداری نامتقارن و قیمت گذاری اقلام تعهدی و جریانات نقدی

نام و نام خانوادگی : سپیده رستمی نیا

رشته تحصیلی : حسابداری

استاد راهنما : دکتر غلامرضا سلیمانی

استاد مشاور : دکتر علی رحمانی

چکیده

این پژوهش به بررسی قیمت گذاری اقلام تعهدی و جریانات نقدی و بررسی ماندگاری هریک از این اقلام در شرایط مختلف در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می پردازد. با استفاده از رگرسیون های ساده و چندعاملی و نمونه ای شامل ۱۲۶ شرکت (۷۵۶ مشاهده) در دوره زمانی ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۱، پنج فرضیه پژوهش آزمون شده است. یافته های پژوهش نشان می دهد اقلام تعهدی و نقدی در کلیه وضعیت های عملکردی شرکت (سود عملیاتی و یا زیان عملیاتی) از ماندگاری و ثبات یکسانی برخوردارند. همچنین نتایج نشان می دهد سرمایه گذاران در ارزیابی و پیش بینی های خود در کلیه شرایط مثبت یا منفی عملکرد شرکت، به اقلام تعهدی بیشتر اتکا می کنند.

واژه های کلیدی: اقلام تعهدی، ماندگاری اقلام تعهدی، جریانات نقدی، فرضیه تمرکز بر سود، مدل مشکین

فهرست مطالب

شماره صفحه

عنوان

فصل اول: کلیات پژوهش

۳	مقدمه
۴	تشریح و بیان موضوع
۸	اهداف پژوهش و ضرورت انجام آن
۹	پرسش های پژوهش
۱۰	فرضیه های پژوهش
۱۱	جامعه و نمونه آماری
۱۲	نحوه جمع آوری داده ها
۱۲	روش تجزیه و تحلیل داده ها
۱۳	تعاریف عملیاتی متغیرهای تحقیق
۱۴	خلاصه فصل و ساختار پژوهش

فصل دوم: ادبیات و پیشینه پژوهش

۱۸	مقدمه
۲۱	بخش اول: مبانی نظری
۲۱	مفهوم سود
۲۳	مدیریت سود
۲۶	سود حسابداری و نارساییهای آن

۲۹	اقدام تعهدی
۳۲	جریان‌ات نقدی
۳۵	بازده سهام شرکت
۳۶	عوامل موثر بر بازده سهام
۳۸	بخش دوم: پیشینه تحقیق
۳۸	تحقیقات خارجی
۵۴	تحقیقات داخلی

فصل سوم: روش‌شناسی پژوهش

۷۵	مقدمه
۷۵	طرح مسأله پژوهش
۷۶	فرضیه‌های پژوهش
۷۷	روشهای آزمون فرضیه
۷۹	اندازه‌گیری متغیرها
۸۳	جامعه آماری و حجم نمونه
۸۴	نحوه جمع‌آوری داده‌ها
۸۵	روش تجزیه و تحلیل داده‌ها
۹۵	خلاصه فصل

فصل چهارم: تجزیه و تحلیل داده‌ها

۹۹	مقدمه
----	-------

۱۰۰	آماره های توصیفی
۱۰۳	آزمون فرضیه اول تحقیق
۱۱۰	آزمون فرضیه دوم تحقیق
۱۱۷	آزمون سوم تحقیق
۱۲۱	آزمون فرضیه چهارم تحقیق
۱۲۵	آزمون فرضیه پنجم تحقیق
۱۲۷	خلاصه فصل
	فصل پنجم: نتیجه گیری
۱۳۰	مقدمه
۱۳۱	مرور موضوع تحقیق و روش اجرای آن
۱۳۳	نتایج حاصل از آزمون فرضیه ها
۱۳۸	محدودیت های پژوهش
۱۴۰	پیشنهادات
۱۴۱	خلاصه فصل
۱۴۲	فهرست منابع و ماخذ

فصل اول

کلیات پژوهش

فصل اول: کلیات

❖ مقدمه

❖ تشریح و بیان موضوع

❖ اهداف پژوهش و ضرورت انجام آن

❖ پرسش‌های پژوهش

❖ فرضیه‌های پژوهش

❖ جامعه آماری و نمونه آماری

❖ نحوه جمع‌آوری داده‌ها

❖ روش تجزیه و تحلیل داده‌ها

❖ تعاریف عملیاتی متغیرهای تحقیق در پژوهش

❖ خلاصه فصل و ساختار پژوهش

مقدمه

تحلیل‌گران و سرمایه‌گذاران در راستای تصمیمات سرمایه‌گذاری خود با اتکا بر ارقام و اطلاعات حسابداری و عملیاتی گزارش‌شده شرکت‌ها، اقدام به تحلیل و پیش‌بینی ارزش ذاتی و بازده مورد انتظار سهام می‌نمایند. آگاهی از متغیرهای اثرگذار بر ارزش بنیادی و بازده واقعی سهام و نیز میزان ماندگاری و ثبات هر یک از اجزاء تشکیل‌دهنده سود گزارش‌شده در وضعیت‌های مختلف عملکرد بنگاه‌های تجاری می‌تواند منجر به بهبود تصمیمات سرمایه‌گذاری آنان گردد؛ در غیر اینصورت تصمیمات مبتنی بر ارقام غیرقابل اتکا و غیر اثرگذار، موجب قیمت‌گذاری نادرست سهام و بازدهی شرکت‌ها می‌شود. بنابراین در این پژوهش به بررسی پایداری نامتقارن و قیمت‌گذاری ارقام تعهدی و جریان‌ات نقدی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازیم.

این فصل به تشریح موضوع تحقیق، اهداف پژوهش و ضرورت آن می‌پردازد. همچنین پرسش‌ها و فرضیه‌ها و نیز تعاریف پاره‌ای از واژه‌های استفاده شده در پژوهش، نهادها و موسساتی که می‌توانند از یافته‌های پژوهش استفاده کنند، جامعه آماری، نمونه آماری، نحوه جمع‌آوری داده‌ها و روش تجزیه و تحلیل آن‌ها ارائه و قلمرو تحقیق به لحاظ موضوعی، مکانی و زمانی شرح داده می‌شود.

تشریح و بیان موضوع

اطلاعات مالی، ابزار راهبردی مهم در تصمیم‌گیری اقتصادی محسوب می‌شود و بدون شک کیفیت تصمیمات نیز بستگی به صحت، دقت و به‌هنگام بودن اطلاعات دارد. در بازارهای مالی، اطلاعات می‌تواند به صورت نشانه‌ها، علایم، اخبار و پیش‌بینی‌های مختلف از داخل یا خارج شرکت گزارش و در دسترس سهامداران قرار گیرد و موجب ایجاد واکنش و در نتیجه تغییراتی در قیمت سهام شود. واکنش‌های بازار سهام به اطلاعات، متفاوت است. در برخی موارد واکنش افراد عقلایی نمی‌باشد و باعث بی‌قاعدگی‌هایی از جمله افزایش یا کاهش بیش از حد قیمت‌ها می‌شود. واکنش بیش از اندازه یا کمتر از اندازه، زمانی رخ می‌دهد که افراد با توجه به اطلاعات جدید، قیمت سهام را بیشتر یا کمتر از ارزش ذاتی آن تعیین کنند.

تحلیلگران بنیادی و ارزیابان اوراق بهادار با اتکا بر اطلاعات حسابداری، با استفاده از مدل‌های متعدد و مختلفی، اقدام به ارزشگذاری سهام شرکت‌ها می‌نمایند. در میان اقلام حسابداری، عمدتاً سود به عنوان مفهوم بنیادین حسابداری و معیار اصلی شاخص عملکرد واحد اقتصادی توسط سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیران، کارکنان و دولت تلقی می‌گردد. سود حسابداری به دو جزء نقدی و تعهدی قابل تقسیم است. یکی از سوالات مهم در تحقیقات حسابداری، نقش اجزای مختلف سود حسابداری در قیمت‌گذاری اوراق بهادار است. شواهد قبلی نشان می‌دهد که سود تعهدی نقش قابل ملاحظه‌ای در فرآیند ارزش‌گذاری بازی می‌کند.

اسلوان (۱۹۹۶) نشان داد که سودهای تعهدی نسبت به سودهای نقدی از پایداری کمتری در پیش-

بینی سودهای آتی برخوردار است. و شواهدی ارائه نمود مبنی بر آنکه سرمایه‌گذاران پایداری سودهای تعهدی را بیش از واقع ارزیابی می‌کنند در نتیجه قیمت سهام را به علت خطا در ارزیابی سودهای تعهدی آن به اشتباه تعیین می‌کنند. (فرضیه تمرکز سرمایه‌گذاران بر سود^۱)

پیرو یافته اسلوان در سال ۱۹۹۶ مبنی بر بی‌قاعدگی ارقام تعهدی، تحقیقات متعددی به بررسی کارایی

بازار بر اساس قیمت‌گذاری متغیرهای حسابداری با استفاده از مدل میشکین پرداخته است. مدل میشکین (MT)، یک سیستم غیر خطی پیش‌بینی‌کننده بیشترین احتمالات است که به صورت همزمان معادله خطی پیش‌بینی (یک مدل برای پیش‌بینی یک متغیر حسابداری چون درآمد یا سود) و یک مدل قیمت‌گذاری تعادلی بازار (مدل در نظر گرفته شده برای بازده مورد انتظار بازار) را پیش‌بینی می‌کند. MT، اوزان داده شده به متغیرهای حسابداری در معادله پیش‌بینی سود، را با اوزان به کار برده شده توسط بازار در رابطه با این متغیرها در معادله قیمت‌گذاری تعادلی مقایسه می‌کند. در صورت متفاوت بودن اوزان این متغیرها در دو معادله مذکور، استنباط این گونه خواهد بود که بازار متغیرهای حسابداری را به درستی قیمت‌گذاری نمی‌کند و این به معنای ناکارایی بازار است. مدل میشکین در ابتدا برای آزمون عقلایی بودن انتظارات در اقتصاد شکل گرفت. به عنوان مثال در پاسخ به پرسش‌هایی چون "آیا بازار اوراق قرضه، تورم و پیش‌بینی‌های بهره کوتاه مدت را به صورت عقلایی قیمت‌گذاری می‌کند؟" (میشکین ۱۹۸۱) و نیز بررسی تاثیرات سیاست‌های پولی بر نرخ‌های بهره

بلندمدت و کوتاه مدت (میشکین ۱۹۸۱). نتایج بدست آمده از تحقیقات انجام شده توسط میشکین در حوزه- های اقتصاد و حسابداری، نشان می‌دهد که قیمت‌گذاری عقلایی و کارآیی در علوم اقتصادی به نحو موثرتری صورت می‌گیرد. اینگونه تحقیقات مبتنی بر قیمت‌گذاری عقلایی در علوم اقتصادی که توسط میشکین و سایر مدل‌ها انجام پذیرفته است، به علت انباشت نتایج تکرار شونده و یکسان و همچنین به علت عدم وجود سایر فرضیات مبتنی بر قیمت‌گذاری غیرعقلایی در اقتصاد، پس از گذشت چند سال رو به افول گذاشت و از توجه کمتری برخوردار گشت.

به عکس، تقریباً کلیه ی تحقیقات حسابداری که با استفاده از MT انجام شده است، کارآیی بازار را با توجه به قیمت‌گذاری برخی از اقلام و متغیرهای حسابداری رد نموده است. اسلوان (۱۹۹۶)، نتیجه‌گیری نمود کلیه اقلام تعهدی به غلط قیمت‌گذاری می‌شود (بی قاعدگی اقلام تعهدی)، در حالی که شی، در سال ۲۰۰۱ و سایر محققان^۲ که از MT در آزمون قیمت‌گذاری عقلایی بهره بردند، نتیجه گرفتند که اقلام تعهدی اختیاری قیمت‌گذاری غلط شده است.

نتایج مغایر بدست آمده از تحقیقات حسابداری و اقتصادسنجی، این سوال را در ذهن ایجاد می‌کند که آیا مغایرت حاصل در تحقیقات حسابداری ناشی از ناکارآیی واقعی بازار است یا متغیرهای نادرست تعریف شده در MT سبب ایجاد این نتایج شده است. خصوصاً با توجه به نتایج یکسان و تکرار شونده‌ای که در تحقیقات

^۲ Rangan and Sloan (۱۹۹۸), Thomas (۱۹۹۹), Collins and Hribar (۲۰۰۰), Hribar (۲۰۰۰), Beneish and Vargus (۲۰۰۲),
Narayanamoorthy (۲۰۰۹) Schmidt (۲۰۰۶)

اقتصادسنجی به دست آمده است، چه چیزی در ارتباط با متغیرهای حسابداری از جمله ارقام تهیدی یا جریانات نقدی وجود دارد که مانع از قیمت گذاری درست آن می گردد؟

گرچه MT مبنای کار بسیاری از تحقیقات حسابداری بوده است، اما به نظر می رسد ابعاد خاصی از آن بطور کامل توسط محققان حسابداری بررسی و شناخته نشده است و شاید بتوان به استناد این موضوع، استنباطهای انجام شده از تحقیقات گذشته را مورد تحلیل قرار داد. به عنوان مثال، زمانی که قیمت گذاری عقلایی توسط میشکین در سال ۱۹۸۳ رد گردید، او بیان می کند که یک توضیح محتمل و ممکن در این نتیجه گیری، تعریف نادرست متغیرها و مدل پیش بینی کننده است.

به نظر می رسد محققان حسابداری، به اشتباه توجهی به متغیرهای خاص موجود در معادله پیش-بینی نداشته اند و به ندرت اقدام به تبیین معادله پیش بینی کننده MT به صورت های جایگزین دیگر، یا اضافه نمودن برخی متغیرهای توضیحی اضافی دیگر کردند. به بیان دقیق تر، نمی توان با استفاده از تعدادی متغیر خاص (چون ارقام تهیدی) در معادله ی پیش بینی کننده، به بررسی کارآیی بازار پرداخت، خصوصاً زمانی که سایر متغیرهای حذف شده، خودشان به غلط قیمت گذاری شده باشند و تحت این شرایط و اثر متغیرهای موثر حذف شده، هرگونه استنباط مبنی بر ناکارآیی بازار و همچنین شناخت منبع و متغیر اصلی قیمت گذاری غلط، امکانپذیر نخواهد بود.

اهداف پژوهش و ضرورت انجام آن

از آن جا که ممکن است سرمایه گذاران با اتکا بر سودهای گزارش شده و تفکیک این قلم به دو جزء نقدی و غیر نقدی اقدام به قیمت گذاری سهام و تعیین ارزش ذاتی یا بازدهی شرکتها می نمایند، از این رو ضرورت انجام تحقیقی در مورد پایداری و ماندگاری هر یک از این اقلام در شرایط متفاوت عملکردی هر بنگاه تجاری اعم از وضعیت سودآور بودن یا زیانده بودن و نیز میزان قابلیت اتکاپذیری و مربوط بودن هر یک از اجزای نقدی و تعهدی سود گزارش شده با عملکرد و بازده بدست آمده، احساس می شود.

این تحقیق با بررسی پایداری نامتقارن و قیمت گذاری اقلام تعهدی و جریانات نقدی، در واقع این هدف را دنبال می کند که کدامیک از اطلاعات مربوط به اقلام تعهدی یا جریانات نقدی توان تاثیر گذاری بر قیمت شرکتها و در نتیجه بر تصمیم استفاده کنندگان را دارد؟ و با توجه به مفروضات ناشی از بکارگیری حسابداری محافظه کارانه، ماندگاری کدامیک از این اجزا در سالهای سوددهی یا زیاندهی بنگاههای تجاری بیشتر خواهد بود؟

با توجه به آنکه در تحقیقات متعددی قیمت گذاری عقلایی جریانات نقدی و اقلام تعهدی با استفاده از مدل میشکین مورد بررسی قرار گرفته است، بررسی اثر مفروضات ناشی از بکارگیری حسابداری محافظه کارانه در این زمینه حائز اهمیت می باشد. از آنجایی که با بکارگیری حسابداری محافظه کارانه زیانهای اقتصادی با سرعت بیشتری نسبت به سود اقتصادی شناسایی می گردند لذا برگشت اقلام زیان با احتمال بالاتری، بیشتر از بازگشت اقلام سود حسابداری خواهد بود. در نتیجه با بازسازی مجدد مدل MT، می توان کارایی بازار و قیمت-

گذاری اقلام تعهدی و جریانات نقدی را مجدداً آزمون نمود. همچنین، با این بازسازی مجدد به نحوی که مدل - های پیش‌بینی در آزمون میشکین بتواند ضرایب هبستگی متفاوتی را در رابطه با جریانات نقدی و اقلام تعهدی در پیش‌بینی سود سال آتی کسب کند، می‌توان به آزمون فرضیه تمرکز سرمایه‌گذاران بر سود (اسلوان ۱۹۹۶) پرداخت .

پرسش‌های پژوهش

در این پژوهش سعی شده است که به سوالات زیر پاسخ داده شود:

۱. آیا پایداری اقلام تعهدی و جریانات نقدی تحت تاثیر عملکرد خوب یا بد شرکت (سود دهی یا زیان -

دهی) می‌باشد؟

۲. آیا سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی‌های مربوط به سود سال‌های آتی، واکنش‌های متفاوتی نسبت به تغییرات

جریان نقد و اقلام تعهدی جاری از خود نشان می‌دهند؟

۳. آیا با بازسازی مجدد مدل میشکین نتایج و استنباط‌های مربوط به ناکارایی بازار و قیمت‌گذاری غلط

اقلام تعهدی و جریانات نقدی تکرار خواهد شد؟

۴. آیا با در نظر گرفتن شناسایی به موقع زیان، از مفروضات بکارگیری حسابداری محافظه‌کارانه، سرمایه -

گذاران در سال‌های عملکرد خوب یا بد شرکت، ثبات پایین‌تری را از اقلام تعهدی انتظار دارند؟

فرضیه های پژوهش

با بررسی ادبیات و پیشینه تحقیق، فرضیه‌های زیر طراحی شد:

فرضیه اول: ماندگاری ارقام تعهدی در سال‌های عملکرد منفی شرکت (زیان‌دهی) کمتر از ماندگاری

ارقام جریان‌ات نقدی می‌باشد.

فرضیه دوم: ماندگاری ارقام جریان‌ات نقدی در سال‌های عملکرد مثبت شرکت (سوددهی) کمتر از

ماندگاری ارقام تعهدی می‌باشد.

فرضیه سوم: سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی‌های خود به ارقام تعهدی در مقایسه با جریان‌ات نقدی بیشتر

اتکا می‌کنند.

فرضیه چهارم: در سال‌های عملکرد مثبت (سوددهی)، سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی‌های آتی خود به

ارقام تعهدی بیشتر اتکا می‌کنند.

فرضیه پنجم: در سال‌های عملکرد منفی (زیان‌دهی)، سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی‌های آتی خود به ارقام

نقدی بیشتر اتکا می‌کنند.