

# بررسی رابطه‌ی بین اجزای اقلام تعهدی و بازده سهام با تاکید بر نقش حساب‌های دریافتی

عبداله آزاد\*

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره)، حسابدار رسمی

محمدعلی قندری

کارشناس ارشد حسابداری دانشگاه پیام نور بهشهر، حسابدار

## چکیده

هدف اصلی این نوشتار تعیین رابطه‌ی بین اجزای اقلام تعهدی و بازده سهام با تاکید بر نقش حساب‌های دریافتی است. در این جستار، با استدلال‌هایی نشان داده شده است که در نبود گزارش‌گری مالی متقربانه، حساب‌های دریافتی یک قلم تعهدی پولی با علامت‌های قابل اتکا درباره‌ی جریان‌های نقدی آینده است. سرمایه‌گذاران نیز دریافته‌اند که این قلم، از اقلام تعهدی دیگر ارزشمندتر است. نتایج آزمون‌های تجربی با استفاده از اطلاعات مربوط به نمونه‌ای از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره‌ی ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۸ حاکی از وجود رابطه‌ی مثبت و معنی‌دار میان اجزای سود، به ویژه جریان‌های نقدی عملیاتی و حساب‌های دریافتی به عنوان یک قلم تعهدی و بازده سهام است.

**واژه‌های کلیدی:** اقلام تعهدی، جریان‌های نقدی، حساب‌های دریافتی.

## مقدمه

قیمت‌گذاری جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی توسط بازار، یکی از موضوع‌های پربسامد در ادبیات حسابداری است. گرچه شواهد موجود در این ادبیات نشان داده است سرمایه‌گذاران، جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی را برای ارزشیابی حقوق صاحبان سرمایه مفید یافته‌اند [۱، ۲۰ و ۲۳]؛ در رابطه با میزان اهمیت هر یک از این اجزا، شواهدی ناهمگون موجود است. برای نمونه، پاتل و کاپلان (۱۹۸۷) دریافته‌اند که بازار جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی را همسان ارزش می‌نهد [۱۸]. در باورِ باون (۱۹۸۷) جریان‌های نقدی برای سرمایه‌گذاران مطلوب‌تر از اقلام تعهدی است [۱۱]. با وجود این، ویلسون (۱۹۸۶) شواهدی درباره‌ی ارزشیابی بیشترِ اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی آورده است [۲۳]. برنارد و استوبر (۱۹۸۹) دریافته‌اند که نتایج پژوهش ویلسون را نمی‌توان به دوره‌های زمانی دیگر تعمیم داد [۹]. چمبرز (۲۰۰۵) نشان داده است سرمایه‌گذاران در تلاش‌اند که پایداری اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی را پیش‌بینی کنند؛ ولی نمی‌توانند آن را در قیمت‌ها منعکس کنند؛ بر این بنیاد که در برخی شرکت‌ها پایداری اقلام تعهدی بیشتر از واقع و در برخی کمتر از واقع برآورد می‌شود [۱۲].

کردستانی و رودنشین (۱۳۸۵) نشان داده‌اند که جریان‌های نقدی توان پیش‌بینی ارزش شرکت را دارد ولی اقلام تعهدی نه. در نتیجه جریان‌های نقدی به ارزش بازار مربوط است و از اقلام تعهدی سودمندتر است [۴]. کاظمی (۱۳۸۸) و عباس‌زاده و همکاران (۱۳۹۰) دریافته‌اند که بین اقلام تعهدی و سودهای غیرعادی آینده رابطه‌ی مثبت و معنی‌داری وجود دارد؛ و نیز، میان جریان‌های نقدی و سودهای غیرعادی آینده رابطه‌ای منفی و معنی‌دار هست. ازاین‌رو، اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی هر دو برای پیش‌بینی ارزش بازار سهام شرکت‌ها مفیدند و با آن رابطه‌ی ارزشی دارند [۲] و [۳]. ثقفی (۱۳۸۹) رابطه‌ی میان ویژگی کیفی قابلیت اعتماد و کیفیت سود با کاربست رویکرد ترازنامه‌ای را پژوهیده و دریافته است که با کاهش قابلیت اعتماد اقلام تعهدی، کیفیت سود کاهش و خطای اندازه‌گیری افزایش می‌یابد. کوتاه سخن، ادبیات پیشین ارزشیابی نسبی بازار از جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی را به روشنی باز نمی‌نماید [۱].

پژوهش‌های بسیاری به بررسی رابطه‌ی بازده سهام و سود با جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی

پرداخته‌اند. برای نمونه، علی (۱۹۹۴) شواهدی را درباره‌ی وجود رابطه‌ی غیرخطی میان بازده با سرمایه در گردش عملیاتی و جریان‌های نقدی ارائه نموده است [۵]. چنگ و همکاران (۱۹۹۶) دریافته‌اند که با کاهش پایداری سود، جریان‌های نقدی با وزن بیشتری نسبت به ارقام تعهدی افزایش می‌یابد [۱۳]. در باور هاین (۱۹۹۵) زیان نسبت به سود ناپایدارتر است [۱۶] و باسو (۱۹۹۷) این را برخاسته از ارقام تعهدی دانسته است نه جریان‌های نقدی [۸]. ملنדרز و همکاران (۲۰۰۵) نشان داده‌اند که ارقام تعهدی غیرمنتظره نسبت به جریان‌های نقدی غیرمنتظره پایداری کمتری دارند و این نتیجه را به شرکت‌های زیان‌ده نسبت داده‌اند [۱۷]. بندیوپادیا و همکاران (۲۰۱۱) نشان داده‌اند که میان نوسان‌پذیری ارقام تعهدی و بازده آینده‌ی سهام همبستگی منفی و معنی‌داری وجود دارد؛ و نیز این همبستگی و همچنین نوسان‌پذیری ارقام تعهدی پایداری دارند [۶].

در پیشینه، شواهد دیگری هم هست؛ شامل قیمت‌گذاری نادرست در بازار و اجزای سود. اسلون (۱۹۹۶) دریافته است که جریان‌های نقدی عملیاتی نسبت به اجزای ارقام تعهدی پایدارتر است؛ ولی قیمت‌های سهام این را نشان نمی‌دهند [۲۱]. پفیفر و الگروز (۱۹۹۹) مدل‌های بازده - سود ارائه شده توسط ریورن (۱۹۸۶) و باون و همکاران (۱۹۸۷) را با در نظر گرفتن قیمت-گذاری نادرست در بازار و پدیده‌ی بازگشت به میانگین سودها بهبود بخشیدند و به این نتیجه رسیدند که بازار، جریان‌های نقدی عملیاتی را نسبت به ارقام تعهدی جاری و غیرجاری بیشتر ارزش می‌گذارد [۱۹].

گرچه بر بنیاد پیشینه، پژوهش‌های زیادی درباره‌ی جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی و اجزایش انجام شده است؛ در این جستار به گونه‌ای دیگر، رابطه‌ی میان جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی با بازده سهام، با تاکید بر نقش حساب‌های دریافتی را باز می‌نماییم و می‌گزاریم. به نوشته‌ی ریورن (۱۹۸۶)، ارزشیابی بازار از ارقام تعهدی به نسبت توانایی این ارقام در پیش‌بینی جریان‌های نقدی و سود آتی تغییر می‌کند. نمونه را، ادعای بنیادین حساب‌های دریافتی،

---

<sup>۱</sup> - اینجا پژوهش‌هایی آورده شد که به موضوع این جستار نزدیک است؛ و گرنه درباره‌ی جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی پژوهش‌های بسیاری هست.

وجود دارایی پولی با جریان‌های نقدی آتی تقریباً مطمئن است. استانداردهای حسابداری قطع شناخت دریافتی‌های غیرقابل وصول و ایجاد ذخیره برای دریافتی‌هایی که در وصول‌شان ابهام است را لازم می‌داند. بدین روی، در نبود گزارشگری مالی متقلبان، حسابداری دریافتی‌ها خطر قابلیت بازیافت را در نظر گرفته و در نتیجه حساب‌های دریافتی تصویر مناسبی از جریان‌های نقدی آینده را ارائه می‌کند [۲۰].

به باور فرانسیس (۲۰۰۸)، دارایی‌های غیرپولی مانند موجودی مواد و کالا چونان یک قلم تعهدی، داستانی متفاوت دارد. گرچه استانداردهای حسابداری کاربرد رویه کمیته‌ی بهای تمام شده و خالص ارزش فروش را الزامی کرده است؛ چنین الزامی، تعدیلات ارزش مربوط به دگرگونی مورد انتظار در ترجیحات مصرف‌کننده، تغییرات مورد انتظار پیشرفت صنعت و غیره را پیش‌بینی نمی‌کند. عدم اطمینان مربوط به زمانبندی فروش موجودی کالا در آینده همراه با نوسان‌پذیری درآمد این فروش‌ها، سرمایه‌گذاران را به کاهش ارزشیابی موجودی کالا به عنوان یک قلم تعهدی هدایت می‌کند [۱۴]. بارث و همکاران (۲۰۰۱، ص ۵۵) نشان داده‌اند که ارزشیابی بازار از موجودی کالا نسبت به دریافتی‌ها و جریان‌های نقدی عملیاتی کمتر است [۷].

سرمایه‌گذاران در سهام، ممکن است تغییرات در حساب‌های پرداختی را کم ارزش‌تر از تغییرات در حساب‌های دریافتی بدانند؛ چرا؟ به دلیل پایداری بیشتر افزایش درآمدها نسبت به کاهش هزینه‌ها. به نوشته‌ی گوش و همکاران (۲۰۰۵، ص ۳۶-۳۵) رقبا دریافته‌اند که راهبرد قطع هزینه<sup>۱</sup> آسان است و لی اجرای راهبرد دگرگون‌سازی محصول برای افزایش درآمد سخت. نیز، به باور آنها توان بالقوه‌ی افزایش درآمد زیاد است ولی کاهش هزینه را حد پایینی است؛ زیرا قطع بیش از حد هزینه‌ها موجب توقف عملیات می‌شود [۱۵]. از اینرو، اخبار خوب همراه با تغییری مثبت در حساب‌های دریافتی، رشد آینده و پایداری سود را با احتمال بیشتری نسبت به اخبار خوب ناشی از راهبرد قطع هزینه که اثرش در حساب‌های پرداختی نمایش یافته، نشان می‌دهد. بنابراین، انتظار می‌رود که ارزشیابی بازار از حساب‌های دریافتی بزرگتر از حساب‌های

---

<sup>۱</sup> - cost-cutting strategy

پرداختنی باشد [۱۴].

سایر ارقام تعهدی جاری، ذخیره‌ی مالیات بر درآمد و دیگر دارایی‌ها و بدهی‌های جاری را دربر می‌گیرد. اگر سرمایه‌گذاران سودها را بر بنیاد چشم‌داشت‌شان از پایداری، رشد و عدم اطمینان ارزیابی کنند؛ پس تغییرات ذخیره‌ی مالیات بر درآمد اطلاعات علامت دهنده‌ای را درباره‌ی پیش‌بینی سودهای آینده نمایش نمی‌دهد. ذخیره‌ی مالیات بر درآمد مبالغی را درباره‌ی سود مالیات‌پذیر دوره‌های گذشته و جاری باز می‌نماید که ممکن است اطلاعات اندکی درباره‌ی جریان‌های نقدی آینده داشته باشند. چگونگی ارزشیابی سایر دارایی‌ها و بدهی‌ها توسط سرمایه‌گذاران روشن نیست؛ زیرا شامل ارقام تعهدی متفاوتی است [۱۴]. با توجه به آنچه نوشته شد، می‌توان پیش‌بینی کرد که گرچه شواهد موجود نشان می‌دهند که بازار هم جریان‌های نقدی و هم ارقام تعهدی را ارزشمند می‌داند؛ ارزشیابی بازار از حساب‌های دریافتی چونان یک قلم تعهدی، نسبت به ارزشیابی بازار از ارقام تعهدی جاری دیگر بزرگتر است. این پیش‌بینی بنیان فرضیه‌های این جستار است.

### فرضیه‌های تحقیق

بنابر آنچه پیش از این نوشته آمد؛ در نبود گزارش‌گری مالی متقلبانانه، حساب‌های دریافتی یک قلم تعهدی پولی با علامت‌های قابل اتکا درباره‌ی جریان‌های نقدی آینده است. سرمایه‌گذاران نیز دریافته‌اند که این قلم، از ارقام تعهدی دیگر ارزشمندتر است. بنابراین فرضیه‌ی نخست پژوهش به شرح زیر است:

**فرضیه‌ی نخست:** ارزشیابی بازار از حساب‌های دریافتی به عنوان یک قلم تعهدی، نسبت به ارزشیابی بازار از ارقام تعهدی جاری دیگر بزرگتر است.

افزون بر این، پیشینه نشان می‌دهد که بازار هم جریان‌های نقدی و هم ارقام تعهدی را ارزشمند می‌داند؛ ولی برخی پژوهش‌ها [۴]، [۱۹] و [۲۱] نشان داده‌اند که بازار، جریان‌های نقدی عملیاتی را نسبت به ارقام تعهدی جاری و غیرجاری بیشتر ارزش می‌گذارد. بنابراین فرضیه‌ی دوم پژوهش به شرح زیر است:

**فرضیه‌ی دوم:** ارزشیابی بازار از جریان‌های نقدی عملیاتی، نسبت به ارزشیابی بازار از

یکایک ارقام تعهدی جاری بزرگتر است.

### مدل آزمون فرضیه‌ها

پژوهش‌های پیشین، گونه‌های بسط یافته‌ای از مدل پایه‌ای ارزشیابی زیر که توسط بیدل و همکاران (۱۹۹۵) ارائه شده را بکار گرفته‌اند [۱۰]:

$$\text{SIZERET}_t = \eta_0 + \eta_1 \text{Earn}_t + \eta_2 \text{Earn}_{t-1} + \varepsilon_t$$

که در آن:

SIZERET: بازده سالانه تعدیل شده با اندازه‌ی سهام است؛ و Earn: سود قبل از ارقام غیرمترقبه است.

پفیر و الگرنز (۱۹۹۹)، مدل بالا را به جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی کوتاه و بلندمدت تجزیه کرده‌اند [۱۹]:

$$\begin{aligned} \text{SIZERET}_t = & \psi_0 + \psi_1 \text{CFO}_t + \psi_2 \text{CA}_t + \psi_3 \text{NCA}_t + \psi_4 \text{CFO}_{t-1} \\ & + \psi_5 \text{CA}_{t-1} + \psi_6 \text{NCA}_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned}$$

که در آن:

CFO: جریان‌های نقدی عملیاتی است؛ CA: ارقام تعهدی عملیاتی جاری است؛ و NCA: ارقام تعهدی عملیاتی غیرجاری است.

آزمون فرضیه‌های این پژوهش، نیازمند تجزیه‌ی بیشتر اجزای ارقام تعهدی است. ارقام تعهدی عملیاتی جاری، همان تغییر در سرمایه‌ی در گردش خالص غیرنقدی است که تغییر در دارایی‌های عملیاتی جاری منهای تغییر در بدهی‌های عملیاتی جاری را نشان می‌دهد. دارایی‌های عملیاتی جاری وجوه نقد و سرمایه‌گذاری‌های کوتاه‌مدت را در خود جای نمی‌دهد و تسهیلات مالی کوتاه‌مدت در بدهی‌های عملیاتی جاری نمی‌گنجد. ارقام تعهدی عملیاتی غیرجاری، تغییر در دارایی‌های عملیاتی غیرجاری منهای تغییر در بدهی‌های عملیاتی غیرجاری را نشان می‌دهد. دارایی‌های عملیاتی غیرجاری سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت را در خود جای نمی‌دهد و تسهیلات مالی بلندمدت در بدهی‌های عملیاتی غیرجاری نمی‌گنجد [۱].

از اینرو، برای آزمون فرضیه‌ها از مدل زیر استفاده شده است:

$$\begin{aligned}
 RET_t = & \gamma_0 + \gamma_1 CFO_t + \gamma_2 \Delta ART_t + \gamma_3 \Delta INV_t + \gamma_4 \Delta Apt_t + \gamma_5 \\
 & \Delta INCTAX_t + \gamma_6 OCA_t + \gamma_7 NCA_t + \gamma_8 CFO_{t-1} + \gamma_9 ART_{t-1} + \gamma_{10} \\
 & \Delta INV_{t-1} + \gamma_{11} \Delta APT_{t-1} + \gamma_{12} \Delta INCTAX_{t-1} + \gamma_{13} \Delta OCA_{t-1} + \gamma_{14} \\
 & NCA_{t-1} + \gamma_{15} SIZE + \epsilon_t
 \end{aligned}$$

که در آن:

RET: بازده دوازده ماهی سهام است که از ابتدای مرداد ماه هر سال تا پایان تیر سال بعد حساب شده است؛ چرا؟ در ایران به الزام قانون، صورت‌های مالی را تا چهار ماه پس از پایان سال مالی تهیه و منتشر می‌کنند. در این پژوهش، برای همسانی، شرکت‌هایی در نمونه گنجانده شده‌اند که پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند ماه باشد. با توجه به اینکه متغیرهای مستقل از صورت‌های مالی بدست می‌آیند؛ باید زمان مناسبی را برای واکنش بازده نسبت به اطلاعات مندرج در صورت-های مالی در نظر گرفت؛  $\Delta AR$ : تغییرات حساب‌های دریافتی است؛  $\Delta INV$ : تغییرات موجودی کالا است؛  $\Delta Ap$ : تغییرات حساب‌های پرداختی است؛  $\Delta INCTAX$ : تغییرات ذخیره‌ی مالیات بر درآمد است؛  $OCA$ : تغییرات در ارقام تعهدی جاری دیگر است؛  $NCA$ : تغییرات ارقام تعهدی غیرجاری دیگر است؛  $SIZE$ : متغیری است برای کنترل اندازه‌ی شرکت که با لگاریتم طبیعی حقوق صاحبان سرمایه اندازه‌گیری شده است. برای آزمون فرضیه‌ها، مدل بالا را همراه با آزمون برابری ضرایب رگرسیون به کار برده‌ایم.

افزون بر آنچه تا اینجا نوشته شد؛ فرضیه‌ی این جستار را سه بار آزمون کرده‌ایم: نخست، برای شرکت‌های سودده، دودیکر، برای شرکت‌های زیان‌ده، و سه‌دیگر، برای کل شرکت‌های نمونه. هدف این است که واکنش بازده نسبت به این سه حالت دریافتی و مقایسه شود.

### جامعه‌ی آماری و نمونه‌ی تحقیق

داده‌های استفاده شده در این جستار اطلاعات واقعی و تاریخی است که از سایت بورس اوراق بهادار تهران، سایت مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی<sup>۱</sup> و نرم افزار تدبیر پرداز گردآوری شده است. جامعه‌ی آماری این پژوهش شامل کلیه‌ی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی آن از ابتدای سال ۱۳۸۱ تا پایان سال ۱۳۸۸ است.

---

1 - <http://www.rdis.ir>

از جامعه‌ی آماری، تعداد ۷۱ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شده‌اند. معیارهای انتخاب نمونه عبارتند از: (۱) شرکت‌ها از ابتدای سال ۱۳۸۱ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشند؛ (۲) شرکت‌ها تا پایان سال ۱۳۸۸ از فهرست شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران حذف نشده باشند؛ (۳) معاملات سهام شرکت‌ها در طول دوره‌ی مورد بررسی دچار وقفه‌ی طولانی نشده باشد. از اینرو، شرکت‌هایی که دست‌کم شش ماه وقفه‌ی معاملاتی داشته‌اند از نمونه حذف شده‌اند؛ (۴) دوره‌ی مالی شرکت‌ها تغییر نکرده باشد؛ (۵) برای افزایش توان همسنگی و همسان‌سازی شرایط نمونه‌های انتخابی، پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند ماه باشد؛ (۶) اطلاعات مورد نیاز تحقیق در رابطه با شرکت‌های نمونه موجود باشد.

### نتایج آزمون فرضیه‌ی تحقیق

نگاره‌ی شماره‌ی یک نمایشگر نتایج آزمون رابطه‌ی میان جریان‌های نقدی عملیاتی و یکایک ارقام تعهدی با بازده سهام است. آنگونه که این نگاره نشان می‌دهد؛ رابطه‌های یادشده همه معنی دارند و مثبت؛ به جز رابطه‌ی میان تغییرات ذخیره‌ی مالیات با بازده سهام که معنی دار است ولی منفی.

فرضیه‌ی نخست پژوهش پیش‌بینی می‌کند سرمایه‌گذاران تغییرات حساب‌های دریافتی (۲) را ارزشمندتر از سایر ارقام تعهدی جاری (۷۳، ۷۴، ۷۵، ۷۶) می‌دانند: هم در شرکت‌های سودده، هم در شرکت‌های زیان‌ده و هم در کل. نگاره‌ی یک نشان می‌دهد ضرایب تغییرات حساب‌های دریافتی در نمونه‌های سودده، زیان‌ده و کل، به ترتیب ۲/۱۳۱، ۰/۷۹۱ و ۱/۱۴۰ است و از ضرایب تغییرات موجودی مواد و کالا که به ترتیب ۱/۹۴۲، ۰/۴۶۵ و ۰/۸۷۲ است؛ بزرگتر است. نگاره‌ی دو نیز نشان می‌دهد که نتایج آزمون t به ترتیب ۴/۳۳، ۲/۳۰ و ۰/۶۸ و به ترتیب در سطوح ۰/۹۹، ۰/۹۹ و ۰/۹۵ معنی دار است. در نتیجه ضرایب تغییرات حساب‌های دریافتی با ضرایب تغییرات موجودی مواد و کالا تفاوت‌های معنی‌داری دارد؛ ولی رابطه‌ی کدامیک با بازده سهام قوی‌تر است؟ پاسخ این پرسش را در نگاره‌ی سه می‌توان یافت. ضرایب تعیین رگرسیون میان تغییرات حساب‌های دریافتی با بازده سهام به ترتیب ۰/۴۲، ۰/۳۵ و ۰/۴۳ است و از ضرایب تعیین رگرسیون میان تغییرات موجودی مواد و کالا با بازده سهام که به ترتیب ۰/۳۳، ۰/۲۰ و ۰/۳۱ است؛ بزرگتر است. در نتیجه رابطه‌ی تغییرات حساب‌های دریافتی با بازده



سهام قوی تر است.

نگاره‌ی شماره‌ی ۱، نتایج آزمون فرضیه‌ها

$RET_t = \gamma_0 + \gamma_1 CFO_t + \gamma_2 \Delta ART_t + \gamma_3 \Delta INVT_t + \gamma_4 \Delta Apt_t + \gamma_5 \Delta INCTAX_t + \gamma_6 OCAT_t + \gamma_7 NCA_t + \gamma_8 CFO_{t-1} + \gamma_9 ART_{t-1} + \gamma_{10} \Delta INVT_{t-1} + \gamma_{11} \Delta Apt_{t-1} + \gamma_{12} \Delta INCTAX_{t-1} + \gamma_{13} \Delta OCAT_{t-1} + \gamma_{14} NCA_{t-1} + \gamma_{15} SIZE + \epsilon_t$						
نمونه‌های سودده (۳۹)		نمونه‌های زیان‌ده (۳۲)		کل نمونه‌ها (۷۱)		متغیر
آماره‌ی t	ضریب	آماره‌ی t	ضریب	آماره‌ی t	ضریب	
۱۰,۴۱***	۲,۰۶۱	۹,۸۳***	۰,۵۸۲	۱۸,۹۱۸***	۰,۹۵۶	CFO <sub>t</sub>
۹,۷۱***	۲,۱۳۱	۸,۵۰***	۰,۷۹۱	۱۶,۰۴***	۱,۱۴۰	ΔART <sub>t</sub>
۹,۵۲***	۱,۹۴۲	۴,۹۶***	۰,۴۶۵	۱۲,۸۵***	۰,۸۷۲	ΔINVT <sub>t</sub>
۵,۹۳***	۱,۵۵۸	۳,۹۵***	۰,۴۲۳	۷,۸۱***	۰,۶۴۵	ΔApt <sub>t</sub>
۲,۰***	۰,۹۶۱	-۲,۴۵***	-۱,۲۴۰	-۰,۴۸***	-۰,۱۴۲	ΔINCTAX <sub>t</sub>
۵,۸۷***	۱,۵۴۰	۳,۷۵***	۰,۵۲۱	۶,۸۵***	۰,۷۴۶	ΔOCAT <sub>t</sub>
۴,۱۵۹***	۱,۳۶۷	۲,۱۰**	۰,۳۳۶	۳,۶۰***	۰,۵۳۱	NCA <sub>t</sub>
۱,۷۶**	۰,۲۸۵	۷,۳۱***	۰,۴۴۰	۷,۴۱***	۰,۳۷۱	CFO <sub>t-1</sub>
۲,۳۵***	۰,۴۰۶	۳,۴۵***	۰,۳۳۵	۴,۳۲***	۰,۳۲۱	ΔART <sub>t-1</sub>
۲,۰۵***	۰,۳۸۶	۵,۸۰***	۰,۴۵۲	۶,۰۵***	۰,۳۹۵	ΔINVT <sub>t-1</sub>
۲,۳۰***	۰,۴۰۱	۳,۴۵**	۰,۳۳۵	۴,۳۵***	-۰,۳۱۸	ΔApt <sub>t-1</sub>
-۱,۳۱*	-۰,۳۷۰	-۲,۰۱***	-۱,۰۴۱	-۳,۰۱***	-۰,۶۷۵	Δ INCTAX <sub>t-1</sub>
-۰,۲۳۶***	-۱,۰۹	-۳,۰۵**	-۰,۳۶۲	-۳,۶۶**	-۰,۳۳۶	ΔOCAT <sub>t-1</sub>
۰,۲۱	-۰,۰۵۸	۲,۳۳**	۰,۴۲۵	۱,۸۴*	-۰,۲۹۵	NCA <sub>t-1</sub>
۲,۱۷۴	۱,۴۲	-۰,۵۸۰	-۱,۱۷	-۰,۳۲۰	-۰,۷۵	SIZE
۵۲,۷۷		۵۳,۱۸		۴۹,۸۹		ضریب تعیین
۱,۸۹		۱,۷۶		۱,۸۳		آماره‌ی دوربین-واتسن

\*،\*\*،\*\*\* و \*\*\*\* به ترتیب بیانگر معنی داری در سطح ۱۰٪، ۵٪ و ۱٪ یا کمتر است.

نگاره‌ی شماره‌ی ۲، نتایج آزمون فرضیه‌ها، آزمون برابری ضرایب رگرسیون

نمونه‌های سودده (۳۹)		نمونه‌های زیان‌ده (۳۲)		کل نمونه‌ها (۷۱)		فرضیه‌ی صفر در آزمون برابری ضرایب رگرسیون
سطح معنی داری	آماره‌ی t	سطح معنی داری	آماره‌ی t	سطح معنی داری	آماره‌ی t	
.003	۴,۳۳	.001	۲,۳۰	.045	۰,۶۸	$\Delta AR = \Delta INV (\gamma_2 = \gamma_3)$
.002	۶,۲۵	.004	۴,۲۱	.001	۳,۲۰	$\Delta AR = \Delta AP (\gamma_2 = \gamma_4)$
.003	۷,۶۸	.001	۵,۵۳	.006	۶,۳۳	$\Delta AR = \Delta INCTAX (\gamma_2 = \gamma_5)$
.001	۲,۲۴	.003	۲,۰۷	.002	۲,۴۳	$\Delta AR = \Delta OCA (\gamma_2 = \gamma_6)$
.086	۲,۶۶	.04	۱,۹۸	.078	۱,۲۲	$CFO = \Delta AR (\gamma_1 = \gamma_2)$
.002	۳,۱۷	.029	۳,۶۹	.004	۳,۵۵	$CFO = \Delta INV (\gamma_1 = \gamma_3)$
.003	۲,۱۵	.004	۲,۰۸	.008	۲,۲۶	$CFO = \Delta AP (\gamma_1 = \gamma_4)$

نگاره‌ی شماره‌ی ۳، نتایج آزمون فرضیه‌ها، مقایسه‌ی ضرایب تعیین تعدیل شده

مدل‌ها	کل نمونه‌ها (۷۱)	نمونه‌های زیان‌ده (۳۲)	نمونه‌های سودده (۳۹)
	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین تعدیل شده	ضریب تعیین تعدیل شده
$RET_t = \gamma_0 + \gamma_1 CFO_t + \varepsilon_t$	.48	.39	.46
$RET_t = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta AR_t + \varepsilon_t$	.43	.35	.42
$RET_t = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta INV_t + \varepsilon_t$	.31	.20	.33
$RET_t = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta Apt + \varepsilon_t$	.39	.22	.32
$RET_t = \gamma_0 + \gamma_1 \Delta INCTAX_t + \varepsilon_t$	.36	.41	.29
$RET_t = \gamma_0 + \gamma_1 OCA_t + \varepsilon_t$	.38	.37	.32
$RET_t = \gamma_0 + \gamma_1 NCA_t + \varepsilon_t$	.34	.26	.38

از مقایسه‌ی ضریب  $\Delta AR$  با ضرایب  $\Delta AP$  نتایجی همگون به دست آمده است. ضرایب تغییرات حساب‌های دریافتی در نمونه‌های سودده، زیان‌ده و کل، از ضرایب تغییرات حساب‌های پرداختی که به ترتیب ۱/۵۵۸، ۰/۴۲۳ و ۰/۶۴۵ است؛ بزرگتر است. نگاره‌ی دو نیز نشان می‌دهد که نتایج آزمون  $t$  به ترتیب ۶/۲۵، ۴/۲۱ و ۳/۲۰ و همگی در سطح ۹۹٪ معنی‌دار است. در نتیجه ضرایب تغییرات حساب‌های دریافتی با ضرایب تغییرات حساب‌های پرداختی تفاوت‌هایی معنی‌دار دارد. نگاره‌ی سه نشان می‌دهد ضرایب تعیین رگرسیون میان تغییرات حساب‌های دریافتی با بازده سهام به ترتیب ۰/۴۲، ۰/۳۵ و ۰/۴۳ است و از ضرایب تعیین رگرسیون میان تغییرات حساب‌های پرداختی با بازده سهام که به ترتیب ۰/۳۲، ۰/۲۲ و ۰/۳۹ است؛ بزرگتر است. در نتیجه رابطه‌ی تغییرات حساب‌های دریافتی با بازده سهام قوی‌تر است.

مقایسه‌ی ضریب  $\Delta AR$  با ضرایب  $\Delta INCTAX$  را هم نتیجه‌ای همگون است. ضرایب تغییرات حساب‌های دریافتی در نمونه‌های سودده، زیان‌ده و کل، از ضرایب تغییرات ذخیره‌ی مالیات که به ترتیب ۰/۹۶۱، ۱/۲۴- و ۰/۱۴۲- است؛ بزرگتر است. افزون بر این، در شرکت‌های زیان

ده و در کل، رابطه‌ی میان تغییرات ذخیره‌ی مالیات با بازده سهام منفی است. نگاره‌ی دو نشان می‌دهد که نتایج آزمون t به ترتیب ۷/۶۸، ۵/۵۳ و ۶/۳۳ و همگی در سطح ۹۹٪ معنی‌دار است. در نتیجه ضرایب تغییرات حساب‌های دریافتی با ضرایب تغییرات ذخیره‌ی مالیات تفاوت‌هایی معنی‌دار دارد. نگاره‌ی سه نشان می‌دهد ضرایب تعیین رگرسیون میان تغییرات حساب‌های دریافتی با بازده سهام به ترتیب ۰/۴۲، ۰/۳۵ و ۰/۴۳ است؛ و ضرایب تعیین رگرسیون میان تغییرات ذخیره‌ی مالیات با بازده سهام به ترتیب ۰/۲۹، ۰/۴۱ و ۰/۳۶ است. بنابراین در نمونه‌های سودده و در کل رابطه‌ی تغییرات حساب‌های دریافتی با بازده سهام قوی‌تر است؛ ولی در نمونه‌های زیان‌ده رابطه‌ی تغییرات ذخیره‌ی مالیات با بازده سهام قوی‌تر است.

ضریب  $\Delta AR$  با ضریب  $\Delta OCA$  هم مقایسه شده و نتایجی همگون به دست آمده است. ضرایب تغییرات حساب‌های دریافتی در نمونه‌های سودده، زیان‌ده و کل، از ضرایب تغییرات در اقلام تعهدی جاری دیگر که به ترتیب ۱/۵۴، ۰/۵۲۱ و ۰/۷۴۶ است؛ بزرگتر است. نگاره‌ی دو نشان می‌دهد نتایج آزمون t به ترتیب ۲/۲۴، ۲/۰۷ و ۲/۴۳ و همگی در سطح ۹۹٪ معنی‌دار است. در نتیجه ضرایب تغییرات حساب‌های دریافتی با ضرایب تغییرات حساب‌های پرداختی تفاوت‌هایی معنی‌دار دارد. نگاره‌ی سه نشان می‌دهد ضرایب تعیین رگرسیون میان تغییرات حساب‌های دریافتی با بازده سهام، از ضرایب تعیین رگرسیون میان تغییرات در اقلام تعهدی جاری دیگر با بازده سهام که به ترتیب ۰/۳۲، ۰/۳۷ و ۰/۳۸ است؛ بزرگتر است. در نتیجه رابطه‌ی تغییرات حساب‌های دریافتی با بازده سهام قوی‌تر است.

مقایسه‌ی ضریب  $\Delta AR$  با ضریب  $\Delta NCA$  هم به نتیجه‌ای مشابه می‌رسد. با توجه به نتایج یادشده فرضیه‌ی نخست پذیرفته می‌شود.

نگاره‌های بالا نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران اطلاعات موجود در CFO را ارزشمندتر از اطلاعات موجود در یکایک اقلام تعهدی می‌دانند. نگاره‌ی یک نشان می‌دهد ضرایب جریان‌های نقدی عملیاتی در نمونه‌های سودده، زیان‌ده و کل، به ترتیب ۲/۰۶۱، ۰/۵۸۲ و ۰/۹۵۶ است و از ضرایب تغییرات حساب‌های دریافتی که به ترتیب ۲/۱۳۱، ۰/۷۹۱ و ۱/۱۴۰ است؛ اندکی کوچکتر است. نگاره‌ی دو نشان می‌دهد که نتایج آزمون t به ترتیب ۲/۶۶، ۱/۹۸ و ۱/۲۲ و به ترتیب در سطوح ۹۰٪، ۹۵٪ و ۹۰٪ معنی‌دار است. در نتیجه ضرایب جریان‌های نقدی عملیاتی

با ضرایب تغییرات حساب‌های دریافتی در نمونه‌های سودده و در کل تفاوت‌های معنی‌داری ندارد؛ ولی در نمونه‌های زیان‌ده تفاوت ضرایب معنی‌دار است. در رابطه با مقایسه‌ی ضرایب جریان‌های نقدی عملیاتی با اقلام تعهدی دیگر نیز نتایج نشان می‌دهد که ضرایب جریان‌های نقدی عملیاتی با ضرایب تغییرات آنها تفاوت‌های معنی‌داری دارد. ضرایب تعیین رگرسیون میان جریان‌های نقدی عملیاتی با بازده سهام به ترتیب ۰/۴۶، ۰/۳۹ و ۰/۴۸ است و تقریباً از تمام ضرایب تعیین رگرسیون‌های دیگر نگاره‌ی سه بزرگتر است. در نتیجه رابطه‌ی جریان‌های نقدی عملیاتی با بازده سهام قوی‌تر است و فرضیه‌ی دوم پذیرفته می‌شود. این یافته، با پژوهش‌های پیشین مانند پیفیر و الگرز (۱۹۹۹) [۱۸] و کردستانی و رودنشین (۱۳۸۵) [۳] سازگار است. با وجود این، ارزشیابی CFO و  $\Delta AR$  در نمونه‌های سودده تفاوت چندانی ندارند.

افزون بر این، نتایج نشان داده است که ضرایب نمونه‌های سودده بزرگتر از ضرایب نمونه‌های زیان‌ده و کل نمونه‌ها است. از اینرو می‌توان گفت رابطه‌ی میان اقلام تعهدی عملیاتی و جریان‌های نقدی عملیاتی با بازده سهام در شرکت‌های سودده قوی‌تر از شرکت‌های زیان‌ده است.

### تفسیر نتایج و پیشنهادها

ارزشیابی بازار از جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی عملیاتی یکی از موضوع‌های جالب ادبیات حسابداری است؛ به ویژه به خاطر شواهد ناسازگار و پیچیده‌ی مربوط به آن. گرچه درباره‌ی اجزای تعهدی و نقدی سود پژوهش بسیار شده است؛ در این جستار، این ارزشیابی را به گونه‌ای دیگر، با رابطه‌ی میان اقلام تعهدی عملیاتی و جریان‌های نقدی عملیاتی با بازده سهام و با این استدلال که بازار حساب‌های دریافتی را بیش از دیگر اقلام تعهدی ارزش می‌نهد؛ کاویده‌ایم و بررسی‌ایم.

یافته‌های این جستار نشان می‌دهند که هم اقلام تعهدی عملیاتی و هم جریان‌های نقدی عملیاتی درونمایه‌ی اطلاعاتی دارند. یافته‌ها نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران، از میان اجزای سود، بیشتر از همه جریان‌های نقدی عملیاتی را ارزش می‌نهند. سپس، سرمایه‌گذاران حساب‌های دریافتی را ارزشمندتر از سایر اقلام تعهدی می‌دانند؛ به ویژه در شرکت‌های سودده ارزشیابی بازار از حساب‌های دریافتی با ارزشیابی بازار از جریان‌های نقدی عملیاتی تفاوت چندانی ندارد و این دو، برای سرمایه‌گذاران ارزشی یکسان دارند. این نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران به

علامت‌های راهبرد افزایش درآمد شرکت‌ها توجه می‌کنند؛ این علامت‌ها یا در جریان‌های نقدی عملیاتی جلوه می‌کنند؛ یا در حساب‌های دریافتی.

فرضیه‌ی این پژوهش بر بنیاد این پیش‌فرض بنا شد که در نبود گزارش‌گری مالی متقالبانه، حساب‌های دریافتی یک قلم تعهدی پولی با علامت‌های قابل اتکا درباره‌ی جریان‌های نقدی آینده است. باتوجه به نتایج بالا و وجود رابطه‌ی مثبت و معنی‌دار میان تغییرات حساب‌های دریافتی و بازده سهام و در نتیجه ارزشمندی این قلم تعهدی برای بازار سرمایه، دستکاری حساب‌های دریافتی و بازی با اعداد مربوط به آن در شرایط وجود ناقربنگی اطلاعاتی می‌تواند سرمایه‌گذاران ناآگاه را گمراه کند.

یکی دیگر از نتایجی که این جستار نشان می‌دهد؛ وجود رابطه‌ی منفی میان تغییرات ذخیره‌ی مالیات با بازده سهام است. این رابطه نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران تغییرات ذخیره‌ی مالیات را ارزش می‌نهند و در کشور ما تغییرات ذخیره‌ی مالیات بر درآمد اطلاعات علامت‌دهنده‌ی را درباره‌ی جریان‌های نقدی آینده ارائه می‌کند.

در نهایت می‌توان گفت که نتایج بالا برای پژوهش درباره‌ی اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی مفید است. در این پژوهش از تعریف معمول اقلام تعهدی استفاده شده است؛ ولی ثقفی (۱۳۸۹) [۱] تعریف جامعی از اقلام تعهدی ارائه کرده که شامل تغییر در دارایی‌ها و بدهی‌های مالی نیز می‌شود؛ فرضیه‌ی این پژوهش را با تعریف یاد شده نیز می‌توان سنجید. بررسی رابطه‌ی میان کیفیت اقلام تعهدی و میزان ناقربنگی اطلاعاتی میان سرمایه‌گذاران نیز از جمله موضوعاتی است که برای تکمیل دانش نسبت به این موضوع، می‌تواند در ایران صورت پذیرد.

## منابع

۱. ثقفی، علی. (۱۳۸۹). قابلیت اعتماد و کیفیت سود رویکرد وضعیت مالی. **تحقیقات حسابداری و حسابرسی**، شماره‌ی ۸، صص ۲۵-۴.
۲. عباس‌زاده، محمدرضا، محبوبه کاظمی و عبدالله آزاد، ۱۳۹۰، بررسی تحلیلی توانایی اجزای تعهدی و نقدی سود در پیش‌بینی سودهای غیرعادی و ارزش بازار سهام، **اقتصاد پولی و مالی**، شماره‌ی ۱، صص ۷۷-۵۷.

۳. کاظمی، محبوبه. (۱۳۸۸). بررسی تحلیلی توانایی اجزای تعهدی و جریان‌های نقدی در پیش‌بینی سودهای غیرعادی و ارزش بازار سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. پایان‌نامه‌ی کارشناسی ارشد، دانشگاه فردوسی مشهد.

۴. کردستانی، غلامرضا و حمید رودنشین. (۱۳۸۵). بررسی میزان مربوط بودن اجزای نقدی و تعهدی سود به ارزش بازار شرکت. **فصل‌نامه‌ی بررسی‌های حسابداری و**

**حسابرسی**، سال دوازدهم، شماره‌ی ۴۵، صص ۴۵-۶۸.

5. Ali, A. (1994), "The incremental information content of earnings, working capital from operations, and cash flows", **Journal of Accounting Research**, Vol. 32 No. 1, pp, 61-74.
6. Bandyopadhyay, Sati P. Alan G. Huang. Tony S. Wirjanto (2011), "The Accrual Volatility Anomaly". Electronic copy available at: <http://ssrn.com>.
7. Barth, M., Cram, D. and Nelson, K. (2001), "Accruals and the prediction of future cash flow", **The Accounting Review**, Vol. 76 No. 1, pp. 27-58.
8. Basu, S. (1997), "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 24, pp. 3-37.
9. Bernard, V. and Stober, T. (1989), "The nature and amount of information in cash flows and accruals", **The Accounting Review**, Vol. 64 No. 4, pp. 624-52.
10. Biddle, G. Seow, G. and Siegal, A. (1995), "Relative versus incremental content", **Contemporary Accounting Research**, Vol. 12 No. 1, pp. 1-23.
11. Bowen, R., Burgstahler, D. and Daley, L. (1987), "The incremental information content of accruals versus cash flows", **The Accounting Review**, Vol. 62 No. 4, pp. 723-47.
12. Chambers, D. (2005), "Earnings permanence and the Accrual Anomaly". Electronic copy available at: <http://ssrn.com>.
13. Cheng, A., Liu, C. and Schaefer, T. (1996), "Earnings permanence and the incremental information content of cash flows from operations", **Journal of Accounting Research**, Vol. 34 No. 1, pp. 173-81.
14. Francis Rick. (۲۰۰۸), "Market valuation of accrual components", **Review of Accounting and Finance**, Vol. 7 No. 2, pp. 150-166.
15. Ghosh, A., Gu, Z. and Jain, P. (2005), "Sustained earnings and revenue growth, earnings quality and earnings response coefficients", **Review of Accounting Studies**, Vol. 10 No. 1, pp. 33-57.
16. Hayn, C. (1995), "The information content of losses", **Journal of Accounting and Economics**, Vol. 20, pp. 125-53.

17. Melendrez, K., Schwartz, W. and Trombley, M. (2005), "How does the market value accrual and cash flow surprises?", **working paper**, University of Arizona, Tucson, AZ.
18. Patell, J. and Kaplan, R. (1977), "The information content of cash flow data relative to annual earnings", **working paper**, Stanford University, Stanford, Palo Alto, CA.
19. Pfeiffer, R. and Elgers, P. (1999), "Controlling for lagged stock price responses in pricing regressions: an application to the pricing of cash flows and accruals", **Journal of Accounting Research**, Vol. 37 No. 1, pp. 239-47.
20. Rayburn, J. (1986), "The association of operating cash flow and accruals with security returns", **Journal of Accounting Research**, Vol. 24, supplement, pp. 112-33.
21. Sloan, R. (1996), "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?", **The Accounting Review**, Vol. 71, pp. 289-315.
22. Wilson, G.P. (1986), "The relative information content of accruals and cash flows: combined evidence at the earnings announcement and annual report release date", **Journal of Accounting Research**, Vol. 24, pp. 165-99.
23. Wilson, G.P. (1987), "The incremental information content of the accrual and funds components of earnings after controlling for earnings", **The Accounting Review**, Vol. 62, pp. 293-322.



**The Link between Accrual Components and Stock Returns by  
Emphasize at Accounts Receivable Rule**

<sup>1</sup>Abdollah Azad, <sup>2</sup>Mohammadali Ghondori

1. M.A., Imam Khomeini International University, Iran. CPA
2. M.A., Payame Noor University of Behshahr, Iran. CPA

**Abstract**

The main goal of this paper is determining the link between accrual components and stock's return. This paper emphasise on reciveables rule as a accrual component. we argu that in absense of deliberate managerial acts to deceive, the valuation of receivables considers the risks associated with uncollected revenues, and the accounting for accounts receivable provides an accurate representation for future cash flows. So, investors find the receivable accrual more valuable than other accruals.

Our statistical population is the firms listed in Tehran Stock Exchange that examined for the time period 1381 to 1388 by 71 firms as the sample. The results of empirical tests indicate that operating cash flowes and receivable accrual is significantly positively related to stock's return.

Key words: accruals, cash flows, accounts receivable.

24.