



Print ISSN 2008-8914

Online ISSN 2476-292X

Shahid Bahonar  
University of Kerman

## Journal of Accounting of Knowledge



Iranian Accounting Association

Journal of Accounting Knowledge/ Vol. 11/ No. 3/ Fall 2020/ Ser.42

### Investigating the Incremental Usefulness of Firm-Specific Differential Persistence of Earnings Components on Abnormal Excess Returns

*Noushin Ahmadi\**

*Seyed Abbas Hashemi (Ph.D)\*\**

*Hadi Amiri (Ph.D)\*\*\**

**Objective:** The purpose of this study is to examine the incremental usefulness of firm-specific differential persistence of earnings components on abnormal excess returns. In most previous research, the differential persistence of earnings components has been estimated using a cross-sectional approach. The main assumption in the cross-sectional approach is that the differential persistence of accruals and operating cash flows are equal in all companies, while the differential persistence of earnings components is a firm-specific phenomenon and this approach makes it possible to estimate a variety of differential persistence among different companies. For this purpose, this study presents a trading strategy based on firm-specific estimates of differential persistence of earnings components that its effect on the abnormal excess returns has been examined in the presence or absence of loss companies. The strategy is to measure the difference between the forecasted earnings based on firm-specific differential persistence of earnings components and the forecasted earnings based on the operating earnings, which is called the unexpected earnings.

**Methods:** To test the hypotheses, we selected the data of 143 companies listed on the Tehran Stock Exchange from 2001 to 2018 using the systematic elimination method. For analyzing information and testing hypotheses, [Carhart's \(1997\)](#) four-factor model has been used.

\* Ph.D. Student in Accounting, Mobarakeh Branch, Islamic Azad University, Mobarakeh, Iran.

\*\* Associate Professor of Accounting, University of Isfahan, Isfahan, Iran.

\*\*\* Assistant Professor of Economics, University of Isfahan, Isfahan, Iran.

Corresponding Author: Seyed Abbas Hashemi (Email: a.hashemi@ase.ui.as.ir).

Submitted: 1 January 2020

Accepted: 19 May 2020

DOI: 10.22103/jak.2020.15212.3153

Abstract

---

**Results:** The findings of this study showed that the differential persistence of earnings components leads to abnormal excess returns that increase in the absence of loss companies. Many argue that a trading strategy based on firm-specific differential persistence of earnings components, on the one hand, and investors fixation on earnings, on the other hand, identifies useful information that is often overlooked by unaware investors. Thus, this trading strategy targets the mispricing of securities and, by identifying mispriced securities, earns abnormal excess returns. Also, according to Kraft et al. (2006), investors' fixation on earnings does not misprice loss companies. This issue is because the investors consider the reported losses of the companies and then analyze the components of the losses and the reasons. Thus, the presence of loss companies in estimations weakens the abnormal returns of the trading strategy based on the firm-specific differential persistence of earnings components.

**Conclusion:** This study shows that investors can achieve abnormal excess returns by considering the information content of the earnings components in the valuation of securities.

**Keywords:** *Differential Persistence, Earnings Components, Trading Strategy, Abnormal Excess Returns.*

**Citation:** Ahmadi, N., Hashemi, S.A., Amiri, H. (2020). Investigating the incremental usefulness of firm-specific differential persistence of earnings components on abnormal excess returns. *Journal of Accounting Knowledge*, 11(3), 99-130.



انجمن حسابداری ایران

دانشکده مدیریت و اقتصاد دانشگاه شهید باهنر کرمان

مجله دانش حسابداری

دوره یازدهم، شماره ۳

پاییز ۱۳۹۹، پیاپی ۴۲

صص. ۹۹ تا ۱۳۰

## بررسی سودمندی افزایش پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت بر بازده مازاد غیرعادی

نوشین احمدی\*

دکتر سیدعباس هاشمی\*\*

دکتر هادی امیری\*\*\*

### چکیده

هدف: هدف از این پژوهش، بررسی سودمندی افزایش پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت بر بازده مازاد غیرعادی است. بدین منظور یک راهبرد معاملاتی مبتنی بر برآوردهای پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت ارائه شده است که تأثیر آن بر ایجاد بازدههای مازاد غیرعادی در حالت وجود و یا عدم وجود شرکت‌های زیان‌ده مورد بررسی قرار گرفته است.

روش: به منظور آزمون فرضیه‌ها، داده‌های ۱۴۳ شرکت از شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی قلمرو زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۷ به روش حذف سیستماتیک انتخاب شدند. جهت تجزیه و تحلیل اطلاعات و آزمون فرضیه‌ها از مدل چهار عاملی کارهارت (۱۹۹۷) و داده‌های سری زمانی استفاده شده است.

\* دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد مبارکه، دانشگاه آزاد اسلامی، مبارکه، ایران.

\*\* دانشیار گروه حسابداری، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران.

\*\*\* استادیار گروه اقتصاد، دانشگاه اصفهان، اصفهان، ایران.

نویسنده مسئول مقاله: سیدعباس هاشمی (رایانامه: a.hashemi@ase.ui.ac.ir).

تاریخ پذیرش: ۹۹/۲/۳۰

تاریخ دریافت: ۹۸/۱۰/۱۱

یافته‌ها: یافته‌ها حاکی از آن است که پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت، منجر به ایجاد بازده‌های مازاد غیرعادی می‌گردد که در حالت عدم وجود شرکت‌های زیان‌ده افزایش می‌یابد.

نتیجه‌گیری: نتایج پژوهش نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران با در نظر گرفتن محتوای اطلاعاتی اجزای سود در ارزشیابی اوراق بهادار، قادر به کسب بازده مازاد غیرعادی هستند.

**واژه‌های کلیدی:** پایداری تفاضلی، اجزای سود، راهبرد معاملاتی، بازده مازاد غیرعادی.

**استناد:** احمدی، نوشین؛ هاشمی، سیدعباس؛ امیری، هادی. (۱۳۹۹). بررسی سودمندی افزایشده پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت بر بازده مازاد غیرعادی. *دانش حسابداری*، ۱۱(۳)، ۹۹-۱۳۰.

#### مقدمه

در دنیای سرمایه‌گذاری امروز تصمیم‌گیری شاید مهم‌ترین بخش از فرآیند سرمایه‌گذاری باشد که طی آن سرمایه‌گذاران در جهت حداکثر کردن منافع و ثروت خویش، نیازمند اتخاذ تصمیمات بهینه هستند. در این ارتباط مهم‌ترین عامل فرآیند تصمیم‌گیری اطلاعات مربوط به سودآوری شرکت‌ها است (بنی‌مه‌د و همکاران، ۱۳۹۶). سود، یکی از اقلام مهم و حیاتی صورت‌های مالی است که از دیرباز مورد علاقه سرمایه‌گذاران، مدیران، تحلیلگران مالی، اعتباردهندگان و پژوهشگران بوده است. این توجه ناشی از کاربرد سود در مدل‌های ارزشیابی سهام، ارزیابی توان پرداخت (سود سهام، بهره و سایر تعهدات)، ارزیابی ریسک، ارزیابی عملکرد واحد اقتصادی، ارزیابی نحوه انتخاب روش‌های حسابداری توسط مدیریت و همچنین پیش‌بینی جریان‌های نقدی آتی است (علی‌احمدی و واحدی، ۱۳۹۸). طبق پژوهش بال و براون<sup>۱</sup> (۱۹۶۸) بین سود و بازده غیرعادی، رابطه معناداری وجود دارد، بنابراین سود حسابداری دارای محتوای اطلاعاتی است. سرمایه‌گذاران با استفاده از محتوای اطلاعاتی سود و به کارگیری راهبرد معاملاتی مناسب،

بازده سرمایه‌گذاری‌ها را افزایش داده و به بازده غیرعادی دست می‌یابند. راهبرد معاملاتی یک استراتژی سرمایه‌گذاری است که سرمایه‌گذاران برای کسب بالاترین بهره‌وری از آن استفاده می‌کنند.

سود در چارچوب اصول پذیرفته شده حسابداری و در سیستم حسابداری تعهدی به دو جزء نقدی و تعهدی قابل تفکیک است. مطالعات پیشین، اهمیت تحلیل اجزای تعهدی و نقدی سود جاری را در پیش‌بینی و ارزشیابی اوراق بهادار مبتنی بر سود، مورد تأکید قرار می‌دهند (اسلوان<sup>۲</sup>، ۱۹۹۶؛ هویت<sup>۳</sup>، ۲۰۰۹؛ کال و همکاران<sup>۴</sup>، ۲۰۱۶؛ افلاطونی، ۱۳۹۴). هر چه کیفیت سود در دوره‌های گذشته بالاتر باشد، پیش‌بینی و ارزشیابی مبتنی بر سود دقیق‌تر است (هریس و وانگ<sup>۵</sup>، ۲۰۱۸). شاخص‌های کیفیت سود عمدتاً شامل هشت معیار است که در چهار دسته کلی به شرح معیارهای سری زمانی، هموارسازی سود، مبتنی بر ارقام تعهدی و مبتنی بر بازار تقسیم‌بندی شده‌اند. پایداری سود از جمله معیارهای سری زمانی کیفیت سود است و نشان‌دهنده ثبات و دوام سود در سال‌های آتی است. بر اساس یافته‌های پیشین جزء تعهدی سود از پایداری کمتری نسبت به جز نقدی سود برخوردار است، زیرا جزء تعهدی به طور مشخص برآوردهایی از جریان‌های نقدی آتی، ارقام انتقالی از جریان‌های نقدی گذشته، تخصیص‌ها و ارزشیابی‌ها را شامل می‌شود که همگی مستلزم اعمال ذهنیت بیشتری در مقایسه با اندازه‌گیری ساده جریان‌های نقدی ادواری است. اسلوان (۱۹۹۶)، ژانگ<sup>۶</sup> (۲۰۰۷)، کال و همکاران (۲۰۱۶) همگی اتفاق نظر دارند، زمانی که سرمایه‌گذاران از اطلاعات گزارش‌های مالی استفاده می‌کنند، نباید صرفاً به نتیجه نهایی (سود خالص) توجه نمایند. نتایج پژوهش‌های آنها نشان می‌دهد که پایداری متفاوت اجزای سود معیارهای متفاوتی از قابلیت پیش‌بینی و ارزشیابی ارائه می‌نماید. در همین راستا فرضیه پایداری سود<sup>۷</sup> بیان می‌کند که سرمایه‌گذاران کم تجربه به دلایل

اقتصادی و یا ضعف دانش تکنیکی بر عدد سود تمرکز کرده و نمی‌توانند اجزای نقدی و تعهدی سود را تفکیک نمایند. اسلوان (۱۹۹۶) نشان داد جزء تعهدی سود به طور معناداری پایداری کمتری نسبت به جزء نقدی دارد. اما سرمایه‌گذاران این مطلب را درک نمی‌کنند و کل مبلغ سود را پایدار می‌پندارند. ارزشیابی اوراق بهادار مبتنی بر اجزای سود با بهره‌گیری از عدم تمایز پایداری متفاوت اجزای سود توسط سرمایه‌گذاران و شناسایی اوراق بهاداری که به اشتباه قیمت‌گذاری شده است، منجر به کسب بازده مازاد غیرعادی<sup>۸</sup> در آینده می‌شود.

اسلوان (۱۹۹۶) تفاوت پایداری جزء تعهدی و نقدی سود را پایداری تفاضلی<sup>۹</sup> نامید. پایداری تفاضلی با استفاده از دو رویکرد مقطعی و سری زمانی (مختص شرکت) قابل برآورد است. برآوردهای پایداری تفاضلی اجزای سود کاربردهای فراوانی دارد (زی<sup>۱۰</sup>، ۲۰۰۱؛ دیچو و همکاران<sup>۱۱</sup>، ۲۰۰۸؛ آرتیکیس و پاپاناستاسوپولس<sup>۱۲</sup>، ۲۰۱۶). در این پژوهش کاربرد برآوردهای پایداری تفاضلی مختص شرکت بر بازده مازاد غیرعادی مورد بررسی قرار می‌گیرد. بدین منظور یک راهبرد معاملاتی مبتنی بر برآوردهای پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت ارائه شده است که تأثیر آن بر ایجاد بازده‌های مازاد غیرعادی در صورت وجود و یا عدم وجود شرکت‌های زیان‌ده در نمونه، مورد بررسی قرار می‌گیرد. از جنبه نوآوری، در این پژوهش پایداری تفاضلی با استفاده از رویکرد مختص شرکت برآورد شده و تأثیر راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی مختص شرکت بر بازده‌های مازاد غیرعادی مورد سنجش قرار گرفته است که در سایر پژوهش‌های داخلی مورد توجه نبوده است.

در ادامه مقاله پس از بیان مبانی نظری و پیشینه پژوهش، روش شناسی پژوهش جهت پاسخ به سؤال پژوهش تشریح و در نهایت به تجزیه و تحلیل و نتایج حاصل از پژوهش و پیشنهادها مرتبط با موضوع پرداخته شده است.

### مبانی نظری و پیشینه پژوهش

سود با اهمیت ترین رقم حسابداری طی حداقل هفتاد سال گذشته است و به عنوان یکی از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی در بسیاری از تصمیم گیری های مالی مورد استفاده قرار می گیرد (ثقفی، ۱۳۹۳). سرمایه گذاران، اعتباردهندگان، مدیران، کارکنان شرکت، تحلیلگران، دولت و دیگر استفاده کنندگان صورت های مالی از سود به عنوان مبنایی جهت اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری، اعطای وام، سیاست پرداخت سود، ارزیابی شرکت ها، محاسبه مالیات و سایر تصمیمات مربوطه استفاده می کنند. با توجه به اهمیت سرمایه گذاری در دنیای امروز و نیز نقش سود به عنوان یکی از مهم ترین عوامل تأثیرگذار در تصمیمات سرمایه گذاری، سودمندی پیش بینی و ارزشیابی اوراق بهادار مبتنی بر سود آشکار می شود (بنی مهد و همکاران، ۱۳۹۶).

بخش عمده ای از پژوهش ها در زمینه پیش بینی و ارزشیابی با پژوهش اسلوان (۱۹۹۶) آغاز می شود. اسلوان (۱۹۹۶) سود سال آتی را بر اساس سود جاری و تفکیک سود به دو جزء نقدی و تعهدی پیش بینی می کند. سپس به برآورد پایداری تفاضلی ارقام تعهدی و جریان های نقدی عملیاتی می پردازد.

به منظور برآورد پایداری تفاضلی اجزای سود از روش های مختلفی می توان استفاده نمود. یکی از این روش ها رویکرد مقطعی و دیگری رویکرد سری زمانی است. به طور کلی در پژوهش های پیشین پایداری تفاضلی با استفاده از رویکرد مقطعی برآورد شده است (اسلوان، ۱۹۹۶؛ زی، ۲۰۰۱؛ دسای و همکاران<sup>۱۳</sup>، ۲۰۰۴؛ ریچاردسون و همکاران<sup>۱۴</sup>، ۲۰۰۵؛ دیچو و همکاران، ۲۰۰۸؛ آرتیکیس و پاپاناستاسوپولس، ۲۰۱۶). فرض اصلی در

برآورد مقطعی پایداری تفاضلی، برابر بودن پایداری تفاضلی ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی در تمامی شرکت‌ها است (اسلوان، ۱۹۹۶؛ هفزالا و همکاران<sup>۱۵</sup>، ۲۰۱۱). به‌علاوه، برآورد مقطعی نیازمند اطلاعاتی درباره ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی سایر شرکت‌ها است. در مقابل، روش برآورد مختص شرکت امکان برآورد پایداری تفاضلی متنوعی را در میان شرکت‌های مختلف ایجاد می‌کند و به اطلاعات سایر شرکت‌ها نیازی ندارد.

**فرانسیس و اسمیت<sup>۱۶</sup> (۲۰۰۵)** استدلال نمودند که پایداری تفاضلی ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی به‌طور ذاتی مختص شرکت است و با پایداری ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی سایر شرکت‌ها در ارتباط نیست. نتایج این پژوهش حاکی از آن است که بیش از ۸۵ درصد از شرکت‌ها، شواهدی از پایداری کمتر ارقام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی نشان نداده‌اند. بنابراین آنها بیان کردند که احتمالاً پایداری تفاضلی مختص شرکت اطلاعاتی را در مورد پیش‌بینی و ارزشیابی مبتنی بر سود ارائه نمی‌دهد، اما به لحاظ تجربی این مسئله را مورد آزمون قرار ندادند. با وجود فقدان شواهد، به‌طور کلی پژوهش‌های متوالی تنها بر رویکرد مقطعی پایداری تفاضلی متمرکز شدند.

پژوهش‌های متعددی نشان داده‌اند که سرمایه‌گذاران تازه کار، توجه خود را به رقم سود معطوف می‌کنند و قادر به تشخیص اجزای سود و روش‌های محاسبه آن نیستند، بنابراین نمی‌توانند از اطلاعات پایداری تفاضلی ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی در تصمیم‌گیری‌های تجاری خود استفاده نمایند. (اسلوان، ۱۹۹۶؛ هیرشلیفر و تو<sup>۱۷</sup>، ۲۰۰۳؛ هویت، ۲۰۰۹؛ حسینی مهر و نوری‌فرد<sup>۱۸</sup>، ۲۰۱۴؛ کال و همکاران، ۲۰۱۶).

مطالعات متعددی با استفاده از رویکرد مقطعی به بررسی قیمت‌گذاری سرمایه‌گذاران از پایداری تفاضلی ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی پرداخته‌اند (مثل اسلوان،



۱۹۹۶؛ زی، ۲۰۰۱؛ دسای و همکاران، ۲۰۰۴؛ ریچاردسون و همکاران، ۲۰۰۵؛ دیچو و همکاران، ۲۰۰۸). نتایج این پژوهش‌ها نشان داده‌اند که سرمایه‌گذاران، پایداری تفاضلی اجزای سود را در نظر نمی‌گیرند. با این حال، پژوهش‌های اخیر از جمله مطالعات کرافت و همکاران<sup>۱۹</sup> (۲۰۰۶)؛ وو و همکاران<sup>۲۰</sup> (۲۰۱۰) و فیلهو<sup>۲۱</sup> (۲۰۱۳) به بررسی این موضوع پرداخته‌اند که آیا تمرکز سرمایه‌گذاران بر رقم سود، قادر است ناهنجاری ارقام تعهدی مقطعی را توجیه کند؟ **شای و ژانگ**<sup>۲۲</sup> (۲۰۱۲) در پژوهشی به منظور بررسی مسئله تبیین ناهنجاری ارقام تعهدی توسط فرضیه پایداری سود، به برقراری تعامل میان برآوردهای پایداری تفاضلی مختص شرکت با رتبه‌بندی مقطعی ارقام تعهدی پرداختند. اگرچه **شای و ژانگ** (۲۰۱۲) از پایداری تفاضلی مختص شرکت به منظور توجیه بازده‌های حاصل از ناهنجاری ارقام تعهدی مقطعی استفاده نمودند، ولی پژوهش آنها به طور مستقیم به بررسی کاربرد پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت بر ایجاد بازده‌های مازاد غیرعادی نمی‌پردازد.

با توجه به نتایج پژوهش‌هایی که به آنها اشاره شد یک راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت مطرح می‌گردد. این راهبرد عبارت است از شناسایی تفاوت میان (۱) سود پیش‌بینی شده مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود و (۲) سود پیش‌بینی شده مبتنی بر مجموع سود عملیاتی، که به آن سود غیرمنتظره گفته می‌شود و مبنای پرتفوی‌بندی قرار می‌گیرد.

چنین استدلال می‌شود که راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی مختص شرکت با بهره‌گیری از تنوع پایداری تفاضلی میان شرکت‌ها در رویکرد سری زمانی از یک سو و تمرکز سرمایه‌گذاران بر رقم سود از سوی دیگر، اطلاعات مفیدی را شناسایی می‌کند که اغلب از سوی سرمایه‌گذاران ناآگاه نادیده گرفته می‌شود. بدین ترتیب این راهبرد

معاملاتی قیمت گذاری نادرست اوراق بهادار را هدف قرار می دهد و با شناسایی اوراق بهاداری که به اشتباه قیمت گذاری شده اند، منجر به کسب بازده مازاد غیرعادی می شود.

طبق استدلال **کرافت و همکاران (۲۰۰۶)**، قیمت گذاری نادرست حاصل از تمرکز بر رقم سود در شرکت هایی که زیان گزارش نمی کنند، احتمال وقوع بالاتری دارد. فرضیه پایدارپنداری سود با گمراهی سرمایه گذاران توسط شرکت های زیان ده مغایر است، زیرا زیان گزارش شده شرکت ها به شدت مورد توجه سرمایه گذاران قرار می گیرد. **کرافت و همکاران (۲۰۰۶)** معتقدند که بازده های غیرعادی در شرکت های زیان ده به خاطر عملکرد ضعیف این شرکت ها در گذشته ایجاد شده اند و حاصل تمرکز سرمایه گذاران بر رقم سود نیست. از این رو، فرضیه پایدارپنداری سود بیان می کند که سرمایه گذاران ناآگاه، شرکت های زیان ده را به اشتباه قیمت گذاری نمی کنند و قرار گرفتن شرکت های زیان ده در برآوردها، بازده های مازاد غیرعادی حاصل از راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت را تضعیف خواهد نمود. بنابراین در این پژوهش به بررسی این مسئله پرداخته می شود که آیا راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت، منجر به بازده های مازاد غیرعادی می شود و آیا با حذف شرکت های زیان ده، بازده های مازاد غیر عادی افزایش می یابد؟

**ژنگ یانگ و همکاران<sup>۴</sup> (۲۰۱۹)** در پژوهشی به بررسی رابطه نوسانات ویژه با بازده غیرعادی سهام پرداختند و به این نتیجه رسیدند که رابطه بازده-نوسان ویژه در میان شرکت هایی که بازده غیرعادی منفی دارند، منفی است و در میان شرکت هایی که بازده غیرعادی مثبت دارند، مثبت است. نتایج پژوهش **کال و همکاران (۲۰۱۶)** با عنوان «بررسی سومندی برآوردهای پایداری تفاضلی اقلام تعهدی و جریان های نقدی عملیاتی در زمینه پیش بینی و ارزشیابی سود» نشان داد که برآوردهای پایداری تفاضلی مختص شرکت،

سودمندی افزایش پایداری برای مدل‌های مقطعی پیش‌بینی سود دارد. همچنین به لحاظ آماری و اقتصادی، راهبرد تجاری مبتنی بر برآوردهای پایداری تفاضلی مختص شرکت، منجر به بازده مازاد می‌شود. **کورمندی و لیپ**<sup>۲۵</sup> (۲۰۱۲) در پژوهشی با عنوان «نوآوری سود، پایداری سود و بازده سهام» به این نتیجه رسیدند که با در نظر گرفتن پایداری تفاضلی ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی در سری زمانی سود، یک بعد جدیدی از محتوای اطلاعاتی سود کشف می‌شود. نتایج پژوهش **هویت** (۲۰۰۹) با عنوان «بررسی تأثیر تفکیک پایداری تفاضلی ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی بر ارزشیابی سود» نشان داد که دقت پیش‌بینی و ارزشیابی تحلیلگران و سرمایه‌گذاران از سود هنگامی افزایش می‌یابد که شرکت‌ها ملزم به ارائه پیش‌بینی‌های جداگانه‌ای برای جریان‌های نقدی عملیاتی و ارقام تعهدی باشند و صورت‌های مالی به شکل ارائه جداگانه اجزای سود تغییر یابند. **کرافت و همکاران** (۲۰۰۶) در پژوهشی با عنوان «تجزیه و تحلیل تئوری‌های ارائه شده برای قیمت‌گذاری اشتباه ارقام تعهدی و اجزای ارقام تعهدی» به این نتیجه رسیدند که یک رابطه معکوس بین بازده غیرعادی و ارقام تعهدی وجود دارد. **فرانسیس و اسمیت** (۲۰۰۵) پایداری ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی را مورد بررسی مجدد قرار دادند و دریافتند که بیش از ۸۵ درصد از شرکت‌ها شواهدی از پایداری کمتر ارقام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی را نشان نمی‌دهند. **اسلوان** (۱۹۹۶) در پژوهشی با عنوان «آیا قیمت‌های سهام به طور کامل اطلاعات ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی را نشان می‌دهد؟» به این نتیجه رسید که میزان پایداری سود جاری در سود آتی، به مقادیر نسبی اجزای نقدی و تعهدی سود جاری بستگی دارد. با این حال قیمت سهام به گونه‌ای است که اگر سرمایه‌گذاران بر رقم سود متمرکز شوند نمی‌توانند اطلاعات موجود در اجزای نقدی و تعهدی سود جاری را تا زمانی که بر سود آتی اثر بگذارد در قیمت سهام منعکس نمایند.

**ودیعی نوقابی و ساعی (۱۳۹۸)** به بررسی ارتباط بین ارقام تعهدی اختیاری خاص شرکت و بازده غیرعادی آتی سهام پرداختند و به این نتیجه رسیدند که بهتر است سرمایه گذاران هنگام ارزش گذاری شرکت ها بین پایداری جزء نقدی و جزء تعهدی سود تفاوت قائل شوند. نتایج پژوهش **صادقی و همکاران (۱۳۹۷)** با عنوان «بررسی تمرکز سرمایه گذاران بر پایداری ارقام تعهدی و جریان های نقدی در سال های گزارش زیان» نشان داد که پایداری ارقام تعهدی نسبت به جریان های نقدی کمتر است و سرمایه گذاران پایداری کمتر ارقام تعهدی نسبت به جریان های نقدی را مد نظر قرار می دهند. **لک و همکاران (۱۳۹۶)** به بررسی تأثیر انتشار اطلاعات جریان وجه نقد عملیاتی بر بازده غیرعادی سهام پرداختند و به این نتیجه رسیدند که سرمایه گذاران با استفاده از اطلاعات جریان وجه نقد عملیاتی قادر به کسب بازده های غیرعادی نیستند و این اطلاعات سبب بوجود آمدن اثرات منفی در بازار اوراق بهادار نمی شود. **موسوی شیری و همکاران (۱۳۹۵)** در پژوهشی با عنوان «بررسی پایداری جزء نقدی نسبت به جزء تعهدی سود و شناسایی سهام بیش-کم ارزش گذاری شده» دریافتند که جزء عملیاتی نسبت به جزء غیرعملیاتی، جزء نقدی نسبت به جزء تعهدی، جزء تعهدی سود عملیاتی نسبت به جزء تعهدی سود غیرعملیاتی، جزء نقدی سود عملیاتی نسبت به جزء نقدی سود غیرعملیاتی، پایداری بیشتری دارند.

### **فرضیه های پژوهش**

با توجه به مبانی نظری و تجربی ارائه شده و در راستای پاسخ به پرسش پژوهش که «آیا راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت، منجر به بازده های مازاد غیرعادی می شود و آیا با حذف شرکت های زیان ده، بازده های مازاد غیرعادی افزایش می یابند؟»، فرضیه های پژوهش به شرح زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت، منجر به بازده‌های مازاد غیرعادی می‌شود.

فرضیه دوم: با حذف شرکت‌های زیان‌ده، بازده‌های مازاد غیرعادی ناشی از راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت، افزایش می‌یابد.

### روش پژوهش

از آن جا که نتایج پژوهش حاضر می‌تواند مورد استفاده سرمایه‌گذاران، سهامداران، اعتباردهندگان، تحلیل‌گران مالی، مدیران شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و سایر گروه‌ها قرار گیرد از لحاظ هدف، کاربردی است. همچنین با توجه به این که به بررسی روابط بین متغیرها با استفاده از تجزیه و تحلیل رگرسیونی می‌پردازد از نظر ماهیت توصیفی-همبستگی است. این پژوهش مبتنی بر اطلاعات واقعی صورت‌های مالی شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که با روش استقرایی به کل جامعه آماری قابل تعمیم است. هدف از این پژوهش، تحلیل بازده‌های مازاد غیرعادی ایجاد شده توسط راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت و همچنین تحلیل تأثیر حذف شرکت‌های زیان‌ده در میزان (افزایش) بازده‌های مازاد غیرعادی است، بنابراین در حوزه مطالعات پس رویدادی قرار دارد.

به‌منظور تدوین مبانی نظری و پیشینه پژوهش از روش کتابخانه‌ای استفاده شده و با مراجعه به کتب مرجع و مقالات، این اطلاعات جمع‌آوری گردیده است. برای جمع‌آوری داده‌های مورد نیاز جهت آزمون فرضیه‌ها از روش اسناد کاوی استفاده شده است. در این راستا با مراجعه به سامانه اطلاع‌رسانی ناشران کدال، سایت مرکز پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار، صورت‌های مالی شرکت‌ها و استفاده از نرم افزارهای تدبیرپرداز و ره‌آورد نوین داده‌ها و ارقام مورد نیاز استخراج شده است. برای

تجزیه و تحلیل داده‌ها و استخراج نتایج پژوهش، از نرم افزارهای اکسل، متلب و ایویوز ۱۰ استفاده گردیده است.

### جامعه و نمونه آماری پژوهش

جامعه آماری این پژوهش کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران و قلمرو زمانی پژوهش از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۷ است. در این پژوهش برای انتخاب نمونه آماری از روش حذف سامانمند استفاده گردیده است، بدین منظور کلیه شرکت‌های جامعه آماری که دارای شرایط زیر باشند به عنوان نمونه این پژوهش انتخاب و بقیه حذف شدند:

- ۱- قبل از سال ۱۳۸۰ در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده باشد و تا پایان سال ۱۳۹۷ در بورس حضور داشته باشند.
  - ۲- جزء شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و لیزینگ نباشند.
  - ۳- پایان سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند باشد.
  - ۴- در طول قلمرو زمانی پژوهش، تغییر سال مالی نداشته باشند.
  - ۵- توقف معاملاتی بیشتر از سه ماه نداشته باشند.
  - ۶- در دوره مورد بررسی، اطلاعات مورد نیاز در دسترس باشد.
- با توجه به ویژگی‌های مذکور تعداد ۱۴۳ شرکت به‌عنوان نمونه آماری پژوهش انتخاب شد.

سه نمونه بر مبنای پایداری ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی، به‌منظور بررسی سودمندی افزایش پایداری تفاضلی مختص شرکت بر بازده مازاد غیرعادی ایجاد گردید. بدین منظور پایداری ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی با استفاده از مدل اسلوان (۱۹۹۶) به شرح رابطه (۱) و از روش پنجره‌های متحرک ۱۰ ساله برای هر شرکت در هر

سال برآورد شد. پنجره‌های متحرک با اطلاعات ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی (سود) از سال  $t-10$  تا  $t-9$  آغاز و با اطلاعات ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی (سود) تا سال  $t-1$  به پایان می‌رسد. بدین ترتیب پایداری ارقام تعهدی ( $\omega_1$ ) و جریان‌های نقدی عملیاتی ( $\omega_2$ ) با استفاده از اطلاعات صورت‌های مالی تاریخی در دوره‌های زمانی ده ساله و داده‌های در دسترس در زمان پیش‌بینی، برآورد شدند.

$$E_t = \alpha_0 + \omega_1.ACC_{t-1} + \omega_2.OCF_{t-1} + \varepsilon_t \quad (1)$$

$E_t$ : سود عملیاتی در سال  $t$

$ACC_{t-1}$ : ارقام تعهدی عملیاتی در سال  $t-1$

$OCF_{t-1}$ : جریان‌های نقدی عملیاتی در سال  $t-1$

بنابراین آزمون فرضیه‌ها در دوره زمانی ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ انجام گرفت.

نمونه اول، شامل تمامی شرکت‌هایی است که در آنها  $\omega_1$  و  $\omega_2$  از سال ۱۳۹۱ تا ۱۳۹۷ قابل برآورد است. از آنجایی که تعداد شرکت‌های نمونه ۱۴۳ شرکت بوده و با توجه به این که دوره زمانی آزمون فرضیه‌ها ۷ سال می‌باشد، نمونه اول شامل ۱۰۰۱ مشاهده سال-شرکت است. این نمونه تحت عنوان «تمامی مشاهدات دارای داده کافی برای برآورد  $\omega_1$  و  $\omega_2$ » نام گذاری شد.

همان‌گونه که در قسمت مبانی نظری بیان شد، جزء تعهدی سود از پایداری کمتری نسبت به جزء نقدی سود برخوردار است. با وجود این طبق مطالعه فرانسیس و اسمیت (۲۰۰۵) برخی از شرکت‌ها ارقام تعهدی پایداری در مقایسه با جریان‌های نقدی عملیاتی دارند. بنابراین به منظور بررسی دقت نتایج، آزمون فرضیات در دو نمونه دیگر نیز انجام گرفت. نمونه دوم شامل شرکت‌هایی است که در آنها پایداری ارقام تعهدی ( $\omega_1$ ) کمتر از پایداری جریان‌های نقدی ( $\omega_2$ ) باشد (تحت عنوان تمامی مشاهدات دارای  $\omega_1 < \omega_2$ )

نام گذاری شد). در نمونه دوم ۵۸۳ مشاهده سال- شرکت بررسی گردید که این تعداد حدود ۵۸ درصد حجم نمونه اول است. همچنین نمونه سوم شامل شرکت هایی است که در آنها پایداری ارقام تعهدی ( $\omega_1$ ) به طور معناداری کمتر از پایداری جریان های نقدی ( $\omega_2$ ) در سطح معناداری ۱۰ درصد باشد (تحت عنوان تمامی مشاهدات دارای  $\omega_1 < \omega_2$  در سطح  $P < 0/10$  نام گذاری شد). نمونه سوم شامل ۱۹۱ مشاهده سال- شرکت است که این تعداد حدود ۱۹ درصد حجم نمونه اول است.

طبق استدلال **کرافت و همکاران (۲۰۰۶)** سرمایه گذاران متمرکز بر رقم سود، شرکت های زیان ده را به اشتباه قیمت گذاری نمی کنند و قرار گرفتن شرکت های زیان ده در برآوردها، بازده های مازاد غیر عادی حاصل از راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت را تضعیف خواهد نمود. از این رو هر سه نمونه مورد استفاده در این پژوهش در حالت عدم وجود شرکت های زیان ده نیز مجدداً مورد آزمون واقع شدند.

### متغیرهای پژوهش

متغیرهای این پژوهش شامل متغیرهای وابسته و مستقل است که در ادامه به توصیف آنها پرداخته می شود.

#### متغیر وابسته

به منظور آزمودن فرضیه ها از مدل چهار عاملی **کارهارت<sup>۲۶</sup> (۱۹۹۷)** استفاده شده است. بدین ترتیب متغیر وابسته در این پژوهش بازده مازاد پرتفوی در ماه  $(R_{pt} - R_{ft})t$  است که از تفاوت نرخ بازده پرتفوی و نرخ بازده بدون ریسک به دست آمده است. پرتفوی بندی بر مبنای سودهای غیر منتظره صورت گرفت. سود غیرمنتظره بر اساس تفاوت میان سود پیش بینی شده مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود و سود پیش بینی شده مبتنی بر مجموع سود عملیاتی محاسبه گردید و شامل اطلاعاتی است که سرمایه گذاران به طور بالقوه در



هنگام تمرکز بر رقم سود نادیده می‌گیرند. شرکت‌ها برحسب سودهای غیرمنتظره در هر سال، دهک‌بندی شده و دورترین (نزدیک‌ترین) موقعیت در میان شرکت‌ها در بزرگترین (کوچک‌ترین) دهک سودهای غیرمنتظره قرار گرفتند. سپس بازده‌های ۱۲ ماهه محاسبه گردید که از ماه چهارم بعد از پایان سال مالی آغاز شده است (هنگامی که اطلاعات صورت‌های مالی در دسترس قرار می‌گیرند). در نهایت میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های دهک اول و دهک دهم به دست آمده و از نرخ بازده بدون ریسک کسر گردید.

برای محاسبه نرخ بازده بدون ریسک از نرخ سود اوراق مشارکت استفاده شده است. این نرخ بر اساس گزارش‌های بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران به دست می‌آید (نرخ سود اوراق مشارکت برای سال‌های ۹۱ تا ۹۷ به ترتیب ۲۰٪، ۲۰٪، ۲۲٪، ۲۱٪، ۲۱٪، ۱۶٪ و ۲۰٪ اعلام شده است). از آنجایی که طبق گزارش بانک مرکزی ایران، این نرخ‌ها به طور عمده به صورت فصلی پرداخت شده است، نرخ بازده بدون ریسک ماهانه به شرح رابطه (۲) محاسبه شده است:

$$R_f = \left[ \left( 1 + \left( \frac{i}{4} \right) \right)^4 - 1 \right] / 12 \quad (2)$$

$R_f$ : نرخ بازده بدون ریسک ماهانه

$i$ : نرخ سود اوراق مشارکت

#### متغیرهای مستقل

متغیرهای مستقل پژوهش به شرح زیر است:

$R_{mt} - R_{ft}$ : صرف ریسک بازار در ماه  $t$  که به آن عامل بازار نیز می‌گویند و از تفاوت

نرخ بازده بازار و نرخ بازده بدون ریسک به دست آمده است. نرخ بازده بازار عبارت است از حاصل تقسیم تفاضل شاخص سهام در پایان ماه و شاخص سهام در ابتدای ماه، بر

شاخص سهام در ابتدای ماه. نحوه محاسبه نرخ بازده بدون ریسک در قسمت متغیر وابسته توضیح داده شده است.

SMB: تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های کوچک و پرتفوی سهام شرکت‌های بزرگ که به آن عامل اندازه می‌گویند و بر اساس رابطه (۳) به شرح زیر محاسبه شده است:

$$SMB = \frac{\left(\frac{S}{L} + \frac{S}{H} + \frac{S}{M}\right)}{3} - \frac{\left(\frac{B}{L} + \frac{B}{H} + \frac{B}{M}\right)}{3} \quad (۳)$$

$\frac{S}{L}$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.

$\frac{S}{M}$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها متوسط است.

$\frac{S}{H}$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است.

$\frac{B}{L}$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها پایین است.

$\frac{B}{M}$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها متوسط است.

$\frac{B}{H}$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار آنها بالا است.

HML: تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین که به آن عامل ارزش می‌گویند و بر اساس رابطه (۴) به شرح زیر محاسبه شده است:

$$HML = \frac{\left(\frac{S}{H} + \frac{B}{H}\right)}{2} - \frac{\left(\frac{S}{L} + \frac{B}{L}\right)}{2} \quad (۴)$$

متغیرهای  $\frac{S}{H}$ ،  $\frac{B}{H}$ ،  $\frac{S}{L}$  و  $\frac{B}{L}$  در رابطه (۳) توضیح داده شده است.

UMD: تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های برنده (شرکت‌هایی هستند که در دوره زمانی مشخص در گذشته دارای میانگین بازدهی بالا بوده‌اند) و پرتفوی سهام شرکت‌های بازنده (شرکت‌هایی هستند که در دوره زمانی مشخص در گذشته دارای میانگین بازدهی پایین بوده‌اند) که به آن عامل مومنتوم<sup>۲۷</sup> می‌گویند و بر اساس رابطه (۵) به شرح زیر محاسبه شده است:

$$UMD = \frac{\left(\frac{S}{W} + \frac{B}{W}\right)}{2} - \frac{\left(\frac{S}{L} + \frac{B}{L}\right)}{2} \quad (۵)$$

$\frac{S}{W}$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و مقدار مومنتوم آنها بالا است.

$\frac{B}{W}$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و مقدار مومنتوم آنها بالا است.

$\frac{S}{L}$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه کوچک هستند و مقدار مومنتوم آنها پایین است.

$\frac{B}{L}$ : شرکت‌هایی که از نظر اندازه بزرگ هستند و مقدار مومنتوم آنها پایین است.

محاسبه متغیرهای مستقل شامل سه مرحله است. در مرحله اول چهار متغیر اندازه،

ارزش، صرف ریسک و عامل مومنتوم به شرح زیر محاسبه شده‌اند:

اندازه: عبارتست از ارزش بازار حقوق صاحبان سهام شرکت

ارزش: عبارتست از نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار سهام شرکت

صرف ریسک: عبارتست از تفاوت نرخ بازده بازار و نرخ بازده بدون ریسک مومنتوم: عبارتست از میانگین بازده سهام برای دوره (t-1) تا (t-11) در مرحله دوم متغیرهای اندازه، ارزش و مومنتوم از مقادیر کوچک به بزرگ ترتیب بندی شدند. شرکت ها بر اساس متغیر اندازه به دو گروه کوچک (S) و بزرگ (B) و بر اساس عامل ارزش به سه گروه تقسیم بندی شدند. ۳۰ درصد مقادیر بالا به عنوان شرکت های با ارزش بالا (H)، ۴۰ درصد مقادیر وسط به عنوان شرکت های با ارزش متوسط (M) و ۳۰ درصد مقادیر پایین به عنوان شرکت های با ارزش پایین (L) تعریف شده اند. شرکت ها بر اساس مومنتوم نیز به سه گروه دسته بندی شدند. ۳۰ درصد مقادیر بالا به عنوان شرکت های برنده (W)، ۳۰ درصد مقادیر پایین به عنوان شرکت های بازنده (L) و ۴۰ درصد مقادیر وسط به عنوان شرکت های بی تفاوت (N) تعیین شدند. در مرحله سوم متغیرهای مستقل با استفاده از رابطه صرف ریسک بازار و روابط (۳)، (۴) و (۵) محاسبه گردیدند.

### الگوی پژوهش و آزمون فرضیه ها

به منظور آزمون فرضیه ها از مدل چهار عاملی [کارهارت \(۱۹۹۷\)](#) و داده های سری زمانی استفاده شده است. همان طور که گفته شد پرتفوی بندی بر اساس تفاوت میان سود پیش بینی شده مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود و سود پیش بینی شده مبتنی بر مجموع سود عملیاتی صورت گرفت و بازده های پرتفوی های مبتنی بر سودهای غیرمنتظره بر حسب عوامل بازار، اندازه، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و مومنتوم به شرح رابطه (۶) برآورد شده اند:

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + b_p \cdot (R_{mt} - R_{ft}) + s_p \cdot SMB_t + h_p \cdot HML_t + d_p \cdot UMD_t + \varepsilon_{pt} \quad (6)$$

$R_{pt} - R_{ft}$ : بازده مازاد پرتفوی در ماه t

$R_{mt} - R_{ft}$ : صرف ریسک بازار در ماه t

SMB: تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های کوچک و پرتفوی سهام شرکت‌های بزرگ

HML: تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار بالا و پرتفوی سهام شرکت‌های با نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار پایین

UMD: تفاوت بین میانگین بازده‌های پرتفوی سهام شرکت‌های برنده و پرتفوی سهام شرکت‌های بازنده

به منظور آزمون فرضیه اول ابتدا رابطه (۶) در حالت وجود کل شرکت‌ها در راهبرد معاملاتی (بدون تفکیک به سودده و زیانده)، در دهک اول و دهم برای هر یک از سه نمونه برآورد شده است. بازده مازاد غیرعادی از تفاوت ضریب ثابت برآورد شده ( $\alpha_p$ ) دهک دهم و دهک اول به دست می‌آید. چنانچه بازده مازاد غیرعادی معنادار و مثبت باشد بیانگر این است که فرضیه اول رد نشده است و راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود منجر به بازده مازاد غیرعادی شده است.

همان‌گونه که با پژوهش **کرافت و همکاران (۲۰۰۶)** این گونه استدلال می‌شود که گمراهی سرمایه‌گذاران متمرکز بر رقم سود به وسیله شرکت‌های زیانده، محتمل نیست چرا که زیان‌ها به نسبت مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار می‌گیرند. در نتیجه انتظار می‌رود که بازده‌های مازاد غیرعادی در هنگام حذف شرکت‌های زیانده از راهبرد معاملاتی، افزایش یابد. بنابراین به منظور آزمون فرضیه دوم، رابطه (۶) با حذف شرکت‌های زیانده مجدداً در دهک اول و دهم برای هر یک از سه نمونه برآورد گردیده است. چنانچه بازده مازاد غیرعادی در هر یک از نمونه‌ها در حالت حذف شرکت‌های زیانده بیش از بازده مازاد غیرعادی در حالت وجود همه شرکت‌ها باشد، فرضیه دوم نیز رد نمی‌شود.

### یافته‌های پژوهش

در این بخش ابتدا آماره‌های توصیفی متغیرهای پژوهش و سپس نتایج برآورد رابطه (۶) در هر سه نمونه در حالت وجود و یا حذف شرکت‌های زیان‌ده ارائه شده است.

### آماره‌های توصیفی

پس از جمع‌آوری داده‌ها و محاسبه متغیرهای پژوهش، پارامترهای توصیفی هر متغیر به تفکیک سه نمونه نشان داده شده است. این پارامترها شامل اطلاعاتی درباره شاخص‌های مرکزی و پراکندگی است که در جدول ۱ آماره‌های توصیفی نمونه اول (مشاهدات دارای داده کافی برای برآورد  $\omega_1$  و  $\omega_2$ )، در جدول ۲ آماره‌های توصیفی نمونه دوم (مشاهدات دارای  $\omega_1 < \omega_2$ ) و در جدول ۳ آماره‌های توصیفی نمونه سوم (مشاهدات دارای  $\omega_1 < \omega_2$ ) در سطح  $P < 0/10$  نشان داده شده‌اند.

جدول ۱. آماره‌های توصیفی نمونه اول

نماد متغیر	نام متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
SMB	عامل اندازه	۰/۱۲۱	۰/۴۲۰	۳/۱۶۷	-۸/۴۸۴	۷/۰۱
HML	عامل ارزش	۰/۳۷۱	-۰/۱۲۸	۴/۰۶۱	-۱۱/۵۲۶	۱۰/۲۸۶
UMD	عامل مومنتوم	۰/۷۰۹	۳/۷۰۳	۷/۷۹۲	-۱۲/۷۸۱	۲۴/۹۳۵
Rm-Rf	عامل بازار	۰/۴۹۱	-۰/۰۲۹	۵/۶۲۱	-۹/۵۷۹	۱۶/۰۲۳
D1-Rf	بازده مازاد دهک اول	۰/۳۲۲	-۰/۸۷۲	۷/۲۵۵	-۱۳/۰۱۲	۳۱/۰۲۹
D10-Rf	بازده مازاد دهک دهم	۴/۱۵۱	۳/۵۰۳	۶/۴۳۹	-۱۱/۰۱۲	۲۱/۵۳۸

جدول ۲. آماره‌های توصیفی نمونه دوم

نماد متغیر	نام متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
SMB	عامل اندازه	۰/۲۰۱	۰/۷۶۰	۳/۵۹۱	-۸/۶۷۵	۷/۸۴۲
HML	عامل ارزش	۰/۳۲۹	۰/۰۷۱	۵/۷۸۵	-۱۲/۱۷۵	۱۲/۰۳۲
UMD	عامل مومنتوم	۰/۶۳۱	۳/۵۷۳	۱۱/۲۳۲	-۶/۵۲۵	۲۱/۹۷۶
Rm-Rf	عامل بازار	۰/۵۷۱	-۰/۲۱۷	۵/۲۰۹	-۱۰/۳۷۹	۲۰/۰۱۲
D1-Rf	بازده مازاد دهک اول	۰/۵۶۱	۰/۱۲۵	۷/۶۰۳	-۱۰/۶۲	۳۳/۱۸۶
D10-Rf	بازده مازاد دهک دهم	۴/۵۷۰	۳/۴۹۱	۷/۵۱۳	-۹/۱۲۸	۲۹/۱۹۵

جدول ۳. آماره‌های توصیفی نمونه سوم

نماد متغیر	نام متغیر	میانگین	میانه	انحراف معیار	حداقل	حداکثر
SMB	عامل اندازه	۰/۲۶۱	۰/۷۱۵	۵/۶۹۱	-۱۲/۵۶۷	۱۶/۰۱۲
HML	عامل ارزش	۰/۲۷۸	-۱/۲۱۲	۷/۰۹۱	-۲۵/۲۱۷	۲۳/۴۳۳
UMD	عامل مومنتوم	۰/۵۹۷	۳/۲۹۷	۱۲/۴۶۰	-۱۸/۳۶۲	۳۵/۶۹۱
Rm-Rf	عامل بازار	۰/۶۰۵	-۰/۲۶۹	۵/۱۸۳	-۱۰/۳۷۹	۲۰/۰۱۲
D1-Rf	بازده مازاد دهک اول	۵/۷۰۱	۱/۸۵۳	۸/۱۷۳	-۱۰/۰۱۲	۲۷/۱۹۲
D10-Rf	بازده مازاد دهک دهم	۵/۲۰۹	۳/۳۱۲	۷/۶۴۱	-۸/۲۵۷	۲۷/۱۸۳

همان‌طور که ملاحظه می‌شود مقایسه نتایج حاصل از سه نمونه، سودمندی شناسایی شرکت‌هایی با پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی را برجسته می‌کند. مقایسه میانگین عامل بازار، اندازه، ارزش و مومنتوم در بین سه نمونه بیانگر آن است که نمونه اول نسبت به نمونه دوم و سوم متشکل از شرکت‌هایی با عامل بازار (به ترتیب ۰/۴۹۱، ۰/۵۷۱، ۰/۶۰۵) و عامل اندازه (به ترتیب ۰/۱۲۱، ۰/۲۰۱، ۰/۲۶۱) کوچک‌تر و عامل ارزش (به ترتیب ۰/۳۷۱، ۰/۳۲۹، ۰/۲۷۸) و عامل مومنتوم (به ترتیب ۰/۷۰۹، ۰/۶۳۱، ۰/۵۹۷) بزرگ‌تر است.

#### نتایج آزمون فرضیه‌ها

در این پژوهش به بررسی این مسئله پرداخته شده که آیا راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت، منجر به بازده‌های مازاد غیرعادی می‌شود و آیا با حذف شرکت‌های زیان‌ده، بازده‌های مازاد غیرعادی افزایش می‌یابند؟ به منظور آزمون فرضیه اول ابتدا رابطه (۶) در حالت وجود کل شرکت‌ها در راهبرد معاملاتی (بدون تفکیک به سودده و زیان‌ده)، در دهک اول و دهم برای هر یک از سه نمونه برآورد شده است که نتایج آن در جدول ۴ ارائه گردیده است. سپس به منظور سنجش اثر حذف شرکت‌های زیان‌ده بر بازده مازاد غیرعادی و آزمون فرضیه دوم، رابطه (۶) با حذف شرکت‌های زیان‌ده مجدداً در دهک اول و دهم برای هر سه نمونه برآورد شده است که

نتایج آن در جدول ۵ منعکس شده است. در پژوهش حاضر آزمون فرضیه‌ها در سطح اطمینان ۹۵ درصد انجام گردیده است.

فرضیه‌ها از طریق عرض از مبدأ برآورد شده مورد آزمون قرار گرفته‌اند. بازده مازاد غیرعادی از تفاوت ضریب ثابت برآورد شده ( $\alpha_p$ ) دهک دهم و دهک اول به دست آمده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود بازده غیرعادی معناداری مازاد بر عوامل فاما و فرنچ<sup>۲۸</sup> (۱۹۹۳) و عامل مومنتوم ایجاد شده است.

جدول ۴. نتایج تخمین رابطه (۶) شامل شرکت‌های زیان‌ده در نمونه اول، دوم و سوم

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + b_p \cdot (R_{mt} - R_{ft}) + s_p \cdot SMB_t + h_p \cdot HML_t + d_p \cdot UMD_t + \varepsilon_{pt}$$

الف- نمونه اول	ب- نمونه دوم	ج- نمونه سوم	الف- نمونه اول	ب- نمونه دوم	ج- نمونه سوم	الف- نمونه اول	ب- نمونه دوم	ج- نمونه سوم
دهک دهم	دهک اول	دهک دهم	دهک اول	دهک دهم	دهک اول	دهک دهم	دهک اول	دهک دهم
عرض از مبدأ	۲/۲۸۴	۲/۲۵۱	۲/۲۹۲	۲/۲۸۴	۲/۲۵۱	۲/۲۹۲	۲/۲۸۴	۲/۲۵۱
ارزش احتمال	۰/۰۰۹	۰/۰۰۵	۰/۰۲۳	۰/۰۰۹	۰/۰۰۵	۰/۰۲۳	۰/۰۰۹	۰/۰۰۵
عامل بازار	۰/۸۱۲	۱/۲۱۳	۰/۷۹۳	۰/۸۱۲	۱/۲۱۳	۰/۷۹۳	۰/۸۱۲	۱/۲۱۳
ارزش احتمال	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰
عامل اندازه	۰/۳۱۹	۰/۲۹۳	۰/۰۸۱	۰/۳۱۹	۰/۲۹۳	۰/۰۸۱	۰/۳۱۹	۰/۲۹۳
ارزش احتمال	۰/۱۰۱	۰/۰۶۱	۰/۱۷۳	۰/۱۰۱	۰/۰۶۱	۰/۱۷۳	۰/۱۰۱	۰/۰۶۱
عامل ارزش	۰/۱۸۹	۰/۰۲۵	۰/۱۳۴	۰/۱۸۹	۰/۰۲۵	۰/۱۳۴	۰/۱۸۹	۰/۰۲۵
ارزش احتمال	۰/۱۰۹	۰/۲۹۲	۰/۳۰۴	۰/۱۰۹	۰/۲۹۲	۰/۳۰۴	۰/۱۰۹	۰/۲۹۲
عامل مومنتوم	۰/۲۸۵	-۰/۰۸۳	۰/۳۵۱	۰/۲۸۵	-۰/۰۸۳	۰/۳۵۱	۰/۲۸۵	-۰/۰۸۳
ارزش احتمال	۰/۰۱۲	۰/۰۰۳	۰/۰۱۳	۰/۰۱۲	۰/۰۰۳	۰/۰۱۳	۰/۰۱۲	۰/۰۰۳
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۷۷	۰/۸۱	۰/۵۹	۰/۷۷	۰/۸۱	۰/۵۹	۰/۷۷	۰/۸۱
آماره F	۴۹/۱۷	۶۷/۱۸	۲۲/۱۹	۴۹/۱۷	۶۷/۱۸	۲۲/۱۹	۴۹/۱۷	۶۷/۱۸
ارزش احتمال	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰

در فرضیه اول تأثیر راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت بر ایجاد بازده‌های مازاد غیرعادی مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج آزمون



فرضیه اول در جدول ۴ ارائه شده است. در قسمت الف جدول ۴، نتایج برآورد رابطه (۶) در نمونه اول (مشاهدات دارای داده کافی برای برآورد  $\omega_1$  و  $\omega_2$ ) نشان داده شده است. همان طور که ملاحظه می شود بازده مازاد معناداری به میزان  $3/3$  ( $2/251-2/284$ ) درصد ماهانه ایجاد شده است. در قسمت ب نیز، نتایج برآورد رابطه (۶) در نمونه دوم (مشاهدات دارای  $\omega_1 < \omega_2$ ) ارائه شده است. همان طور که نتایج نشان می دهد هنگامی که راهبرد معاملاتی به مشاهداتی با پایداری کمتر اقلام تعهدی نسبت به جریان های نقدی عملیاتی محدود شده باشد، بازده مازاد غیرعادی به میزان  $6/1$  ( $2/231-2/292$ ) درصد ماهانه افزایش می یابد. در قسمت ج نیز، نتایج برآورد رابطه (۶) در نمونه سوم (مشاهدات دارای  $\omega_1 < \omega_2$  در سطح  $P < 0/10$ ) ارائه شده است. به همین ترتیب بازده مازاد معناداری به میزان  $9/8$  ( $2/214-2/312$ ) درصد ماهانه به ثبت رسیده است. نتایج بیانگر آن است که راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت منجر به بازده های مازاد غیرعادی می شود. بنابراین فرضیه اول رد نشد.

چنانچه در هر یک از برآوردها، سطح معناداری ضرایب عوامل بازار، اندازه، ارزش و مونوم کمتر از سطح خطای ۵ درصد باشد، از نظر آماری معنادار هستند. احتمال آماره F نیز در هر سه برآورد رابطه (۶) کمتر از سطح خطای ۵ درصد است که نشان دهنده معناداری آماری مدل های برآورد شده است.

جدول ۵. نتایج تخمین رابطه (۶) بدون شرکت های زیان دهه در نمونه اول، دوم و سوم

$$R_{pt} - R_{ft} = \alpha_p + b_p \cdot (R_{mt} - R_{ft}) + s_p \cdot SMB_t + h_p \cdot HML_t + d_p \cdot UMD_t + \varepsilon_{pt}$$

الف- نمونه اول		ب- نمونه دوم		ج- نمونه سوم		
دهک اول	دهک دوم	دهک اول	دهک دوم	دهک اول	دهک دوم	
۲/۲۳۱	۲/۳۱۱	۲/۱۹۵	۲/۳۵۷	۲/۱۰۸	۲/۲۹۳	عرض از مبدأ
۰/۰۱۱	۰/۰۲۱	۰/۰۳۹	۰/۰۲۹	۰/۰۰۸	۰/۰۱۱	ارزش احتمال
۰/۹۸۱	۰/۹۲۱	۰/۹۴۳	۰/۷۰۴	۰/۹۵۱	۰/۸۱	عامل بازار
۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	۰/۰۰۰	ارزش احتمال

مجله دانش حسابداری / دوره یازدهم / ش ۳ / پاییز ۱۳۹۹ / پیاپی ۴۲ / ۱۲۲

	الف- نمونه اول		ب- نمونه دوم		ج- نمونه سوم	
	دهک اول	دهک دوم	دهک اول	دهک دوم	دهک اول	دهک دوم
عامل اندازه	۰/۳۸۵	۰/۵۹۳	-۰/۰۱۷	۰/۳۵۹	۰/۳۰۹	۰/۳۷۱
ارزش احتمال	۰/۰۰۱	۰/۰۱۷	۰/۶۰۹	۰/۰۲۱	۰/۰۱۷	۰/۰۰۱
عامل ارزش	۰/۲۳۱	۰/۱۹۳	۰/۱۵۳	۰/۲۴۹	۰/۰۱۹	۰/۲۸۳
ارزش احتمال	۰/۰۲۱	۰/۳۱۵	۰/۱۰۵	۰/۰۲۱	۰/۰۹۱	۰/۰۰۸
عامل مونتوم	۰/۰۷۳	۰/۰۱۵	۰/۳۰۱	۰/۲۱۵	۰/۳۸۱	۰/۰۹۳
ارزش احتمال	۰/۱۷۵	۰/۱۹۷	۰/۰۰۰	۰/۰۹۳	۰/۰۰۸	۰/۱۸۵
R <sup>2</sup> تعدیل شده	۰/۵۹	۰/۵۴	۰/۷۱	۰/۵۶	۰/۵۰	۰/۵۶
آماره F	۲۵/۱۲۵	۲۰/۲۴۳	۳۶/۱۹۲	۲۰/۱۹	۲۰/۱۷	۲۱/۷۲

در فرضیه دوم تأثیر حذف شرکت‌های زیان‌ده بر بازده‌های مازاد غیرعادی ایجاد شده توسط راهبرد معاملات مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج آزمون فرضیه دوم در جدول ۵ ارائه شده است. در قسمت الف جدول ۵، نتایج برآورد رابطه (۶) در نمونه اول (مشاهدات دارای داده کافی برای برآورد  $\omega_1$  و  $\omega_2$ ) نشان داده شده است. همان‌طور که ملاحظه می‌شود بازده مازاد معناداری به میزان  $6/2$  ( $2/231-2/293$ ) درصد ماهانه ایجاد شده است. در قسمت ب نیز، نتایج برآورد رابطه (۶) در نمونه دوم (مشاهدات دارای  $\omega_1 < \omega_2$ ) ارائه شده است. همان‌طور که نتایج نشان می‌دهد بازده مازاد غیرعادی به میزان  $11/6$  ( $2/195-2/311$ ) درصد ماهانه افزایش می‌یابد. در قسمت ج نیز، نتایج برآورد رابطه (۶) در نمونه سوم (مشاهدات دارای  $\omega_1 < \omega_2$ ) در سطح  $P < 0/10$  ارائه شده است. به همین ترتیب بازده مازاد معناداری به میزان  $24/9$  ( $2/108-2/357$ ) درصد ماهانه به ثبت رسیده است. مقایسه بازده‌های مازاد غیرعادی ایجاد شده در حالت وجود و عدم وجود شرکت‌های زیان‌ده در نمونه اول ( $3/3$ ) در مقابل  $6/2$  درصد ماهانه، نمونه دوم ( $6/1$ ) در مقابل  $11/6$  درصد ماهانه و نمونه سوم ( $9/8$ ) در مقابل  $24/9$  درصد ماهانه) بیانگر آن است که بازده‌های مازاد غیرعادی ایجاد شده توسط راهبرد

معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت با حذف شرکت‌های زیان‌ده افزایش یافته است. بنابراین فرضیه دوم رد نشد.

چنانچه در هر یک از برآوردها، سطح معناداری ضرایب عوامل بازار، اندازه، ارزش و مونتوم کمتر از سطح خطای ۵ درصد باشد، از نظر آماری معنادار هستند. احتمال آماره  $F$  نیز در هر سه برآورد رابطه (۶) کمتر از سطح خطای ۵ درصد است که نشان دهنده معناداری آماری مدل‌های برآورد شده است. بدین ترتیب نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت، منجر به بازده‌های مازاد غیرعادی می‌شود که با حذف شرکت‌های زیان‌ده، بازده‌های مازاد غیرعادی ایجاد شده افزایش می‌یابد.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادها

طیف وسیعی از پژوهش‌ها به برآورد پایداری تفاضلی ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی و کاربردهای آن پرداخته‌اند. به‌طور کلی، این پژوهش‌ها بر تحلیل‌های مقطعی پایداری تفاضلی متمرکز شده‌اند (مثل اسلوان، ۱۹۹۶؛ زی، ۲۰۰۱؛ دسای و همکاران، ۲۰۰۴؛ ریچاردسون و همکاران، ۲۰۰۵ و دیچو و همکاران، ۲۰۰۸). اگرچه رویکرد مقطعی پایداری تفاضلی، حجم ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی یک شرکت را به نسبت سایر شرکت‌های حاضر در اقتصاد در نظر می‌گیرد ولی به‌طور مستقیم قادر به تبیین پایداری تفاضلی مختص شرکت نیست. در نتیجه برآوردهای مقطعی، تنوع در مقدار پایداری تفاضلی میان شرکت‌ها را نادیده می‌گیرد.

در این پژوهش، پایداری تفاضلی پدیده‌ای مختص شرکت در نظر گرفته شد که با هدف کسب بازده مازاد غیرعادی مورد استفاده قرار گرفت. به‌طور تجربی به بررسی این مسئله پرداخته شد که آیا سرمایه‌گذاران به‌درستی از پایداری تفاضلی مختص شرکت برای ارزشیابی سهام استفاده می‌نمایند. به‌منظور آزمون فرضیه‌ها، سه نمونه آماری در نظر گرفته

شد: نمونه اول، شامل شرکت‌هایی است که دارای اطلاعات کافی برای برآورد پایداری تفاضلی مختص شرکت هستند، نمونه دوم مشتمل بر شرکت‌هایی است که دارای اقلام تعهدی ناپایدارتر از جریان‌های نقدی عملیاتی هستند و نمونه سوم شامل شرکت‌هایی است که به لحاظ آماری دارای اقلام تعهدی ناپایدارتر از جریان‌های نقدی عملیاتی هستند.

نتایج آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد که راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت، منجر به بازده‌های مازاد غیرعادی می‌شود که با حذف شرکت‌های زیان‌ده، بازده‌های مازاد غیرعادی ایجاد شده افزایش می‌یابد. این نتیجه، سودمندی برآوردهای پایداری تفاضلی مختص شرکت را در ارزشیابی اوراق بهادار، به‌منظور کسب بازده مازاد غیرعادی نشان می‌دهد که با نتایج پژوهش فرانسیس و اسمیت (۲۰۰۵) مغایر است. با وجود این که فرانسیس و اسمیت (۲۰۰۵) پایداری تفاضلی را با استفاده از رویکرد مختص شرکت برآورد کردند، نتایج پژوهش آنها نشان داد که بیش از ۸۵ درصد از شرکت‌ها اقلام تعهدی پایدارتری نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی دارند، بنابراین احتمالاً برآوردهای پایداری تفاضلی مختص شرکت برای ارزشیابی اوراق بهادار مفید نیست. در حالی که، نتایج پژوهش حاضر نشان داد که در حدود ۶۰ درصد از شرکت‌ها، جزء نقدی سود پایدارتر از جزء تعهدی آن است که این نتیجه با نتایج پژوهش‌های هریس و وانگ<sup>۲۹</sup> (۲۰۱۸)، هوی و همکاران<sup>۳۰</sup> (۲۰۱۶)، برزیده و همکاران (۱۳۹۷)، فروغی و همکاران (۱۳۹۶) و سهیلی و همکاران (۱۳۹۳) مطابقت دارد.

در فرضیه اول پرتفویهای تشکیل شده بر مبنای سودهای غیرمنتظره، به لحاظ آماری بازده‌های غیرعادی معناداری را کسب می‌کنند که این بازده‌ها به عوامل فاما و فرنچ (۱۹۹۳) و عامل مومنتوم (کارهارت، ۱۹۹۷) افزوده می‌شود. سود غیرمنتظره شامل اطلاعاتی است که سرمایه‌گذاران ناآگاه به‌طور بالقوه در هنگام تمرکز بر رقم سود نادیده

می گیرند. بنابراین در شرکت های دارای بالاترین سود غیرمنتظره، می توان با استفاده از محتوای اطلاعاتی پایداری تفاضلی اجزای سود، بازده بالاتری را کسب نمود. نتایج آزمون این فرضیه هماهنگ با نتایج حاصل از پژوهش کال و همکاران (۲۰۱۶)، کورمندی و لیپ (۲۰۱۲)، اسلوان (۱۹۹۶) و ودیعی نوقابی و ساعی (۱۳۹۸) است. در فرضیه دوم نیز با حذف شرکت های زیان ده، بازده های مازاد غیرعادی ایجاد شده افزایش می یابد. به استناد پژوهش کرافت و همکاران (۲۰۰۶) سرمایه گذاران متمرکز بر رقم سود، شرکت های زیان ده را به اشتباه قیمت گذاری نمی کنند، زیرا زیان گزارش شده شرکت ها مورد توجه سرمایه گذاران قرار می گیرد و اجزای زیان و دلایل آن را مورد تحلیل قرار می دهند. بدین ترتیب قرار گرفتن شرکت های زیان ده در برآوردها، بازده های غیرعادی حاصل از راهبرد معاملاتی مبتنی بر پایداری تفاضلی اجزای سود مختص شرکت را تضعیف می نماید. نتایج آزمون این فرضیه با نتایج حاصل از پژوهش کال و همکاران (۲۰۱۶)، کرافت و همکاران (۲۰۰۶) و صادقی و همکاران (۱۳۹۷) مطابقت دارد.

به طور خلاصه، یافته های این پژوهش نشان می دهد که معیارهای پایداری تفاضلی مختص شرکت حاوی اطلاعات مفیدی برای ارزشیابی اوراق بهادار به منظور کسب بازده مازاد غیرعادی است.

با توجه به نتایج پژوهش حاضر به استفاده کنندگان صورت های مالی از جمله سرمایه گذاران، سهامداران و تحلیل گران پیشنهاد می گردد که به منظور افزایش کارایی تصمیمات اقتصادی، تخصیص بهینه منابع کمیاب و توزیع کارآمد سرمایه از برآوردهای پایداری تفاضلی مختص شرکت در جهت ارزشیابی اوراق بهادار و سایر تصمیمات مرتبط استفاده نمایند. سرمایه گذاران تمایل دارند از سرمایه گذاری خود بالاترین بهره وری را کسب نمایند و با به کارگیری راهکارهای عملی منابع مالی خود را به نحو مناسب تری

تخصیص دهند. به منظور تحقق این هدف باید ارزشیابی شرکت‌ها منطبق با ارزش واقعی آنها باشد. بدین منظور می‌توان از محتوای اطلاعاتی اجزای سود برای قیمت‌گذاری سهام استفاده نمود، که این امر منجر به اتخاذ تصمیمات بهینه و ایجاد بازاری با ثبات می‌گردد. همچنین پیشنهاد می‌شود موارد زیر برای پژوهش‌های آتی مد نظر قرار گیرد: پژوهش را می‌توان برای دوره‌های زمانی بیشتری تکرار کرد تا نتایج دقیق‌تری حاصل شود.

در پژوهش‌های آتی می‌توان به جای استفاده از بازده مازاد غیرعادی، به‌طور مستقیم تغییرات قیمت را نیز بررسی کرد.

در پژوهش‌های آتی می‌توان از الگوهای دیگری برای برآورد بازده مازاد غیرعادی از جمله مدل پنج عاملی فاما و فرنچ (۲۰۱۵) و یا الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای استفاده نمود.

#### یادداشت‌ها

- |                             |                                   |
|-----------------------------|-----------------------------------|
| 1. Ball and Brown           | 2. Sloan                          |
| 3. Hewit                    | 4. Call et al                     |
| 5. Harirs and Wang          | 6. Zhang                          |
| 7. Earnings Fixation        | 8. Abnormal Excess Return         |
| 9. Differential Persistence | 10. Xie                           |
| 11. Dechow et al            | 12. Artikis and Papanastasopoulos |
| 13. Desai et al             | 14. Richardson et al              |
| 15. Hafzalla et al          | 16. Francis and Smith             |
| 17. Hirshleifer and Teoh    | 18. Hosseinimehr and Nourifard    |
| 19. Kraft et al             | 20. Wu et al                      |
| 21. Filho                   | 22. Shi and Zhang                 |
| 23. securities              | 24. Zhengyong et al               |
| 25. Kormendi and Lipe       | 26. Carhart                       |
| 27. Momentum                | 28. Fama and French               |
| 29. Harris and Wang         | 30. Hui et al                     |

## منابع

- افلاطونی، عباس. (۱۳۹۴). بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و پایداری سود با سرعت انعکاس اطلاعات در قیمت سهام. *دانش حسابداری*، ۶(۲۲)، ۱۰۷-۱۲۲.
- برزیده، فرخ؛ حسن زاده دیوا، سید مصطفی. (۱۳۹۷). تحلیلی بر پایداری سود، جریان وجوه نقد و اقلام تعهدی در مقیاس صنایع و شرکت‌ها. *مطالعات تجربی حسابداری مالی*، ۱۵(۵۷)، ۴۹-۷۲.
- بنی مهد، بهمن؛ عربی، مهدی؛ حسن پور، شیوا. (۱۳۹۶). پژوهش‌های تجربی و روش‌شناسی در حسابداری. چاپ سوم، انتشارات ترمه، تهران، ۶۰۱.
- تقفی، علی، (۱۳۹۳). نظریه‌های حسابداری. جلد اول، انجمن حسابداری ایران با همکاری انتشارات ترمه، تهران، ۱۴۳.
- سهیلی، سیروس؛ داوری، ندا؛ احمدی امیرزاده، بهارک. (۱۳۹۳). تعیین تداوم اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری در پیش‌بینی سود و تأثیر آن بر اقلام تعهدی آتی. *نظریه‌های نوین حسابداری*، ۴(۱۴)، ۶۵-۹۱.
- صادقی، محسن؛ دستگیر، محسن؛ امیری، هادی. (۱۳۹۷). بررسی تمرکز سرمایه‌گذاران بر پایداری اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی در سال‌های گزارش زیان. *حسابداری مالی*، ۱۰(۳۷)، ۱-۲۳.
- علی احمدی، سعید؛ واحدی، شمس. (۱۳۹۸). نقش خطای سود پیش‌بینی شده مدیریت بر کارایی بازار سهام با تأکید بر سود و اجزای سود عملیاتی. *دانش حسابداری*، ۱۰(۴)، ۱-۲۷.
- فروغی، داریوش؛ امیری، هادی؛ ابراهیمیان، آریتا. (۱۳۹۶). پایداری سود و اجزای تشکیل‌دهنده آن در سطح صنعت و شرکت. *پیشرفت‌های حسابداری*، ۹(۷۳)، ۶۳-۹۲.
- لک، لیلیا؛ مولایی بیرگانی، فریبرز؛ صالحی، اله کرم. (۱۳۹۶). تأثیر انتشار اطلاعات جریان وجه نقد عملیاتی بر بازده غیرعادی سهام. *پژوهش‌های جدید در مدیریت و حسابداری*، ۹(۲۵)، ۱۳-۲۳.
- موسوی شیری، سید محمود؛ فدائی، مرتضی؛ مفتونیان، محسن؛ بابائی کلاریجانی، مانده. (۱۳۹۵). بررسی پایداری جزء نقدی نسبت به جزء تعهدی سود و شناسایی سهام بیش-کم ارزش‌گذاری شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *اقتصاد مالی*، ۱۰(۳۷)، ۷۱-۹۱.
- ودیعی نوقایی، محمدحسین؛ ساعی، محمدحسین. (۱۳۹۸). بررسی ارتباط بین اقلام تعهدی اختیاری خاص شرکت و بازده غیرعادی آتی سهام در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران. *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، ۲۶(۹۵)، ۱۶۸-۱۵۱.

## References

- Aflatooni, A. (2015). Investigating relationship between both of accruals quality and earnings persistence and reflection speed of information in stock prices. *Journal of Accounting Knowledge*, 6(22), 107-129 [In Persian].
- Aliahmadi, S., Vahedi, Sh. (2019). The role of management earnings forecast errors in stock market efficiency with respect to operation earnings and its components. *Journal of Accounting Knowledge*, 10(4), 1-27 [In Persian].
- Artikis, P.G., Papanastopoulos, G.A. (2016). Implications of the cash component of earnings for earnings persistence and stock returns. *The British Accounting Review*, 48(3), 117-133.
- Ball, R., Brown, P. (1968). An empirical evaluation of accounting numbers. *Journal of Accounting Research*, 6(2), 159-178.
- Banimahd, B., Arabi, M., Hasanpour, Sh. (2017). Experimental Research and Methodology in Accounting, Third Edition, Terme Publications, Tehran, 601 [In Persian].
- Barzideh, F., Hasanzadeh Diva, S. (2018). An analysis of earnings persistence, cash flow and accruals on a scale of industries and companies. *Empirical Studies in Financial Accounting*, 15(57), 49-72 [In Persian].
- Call, A., Max, M., Shevlin, T., Yohn, T.L. (2016). Firm-specific estimates of differential persistence and their incremental usefulness for forecasting and valuation. *The Accounting Review*, 91(3), 811-833.
- Carhart, M.M. (1997). On persistence in mutual fund performance. *Journal of Finance*, 52(1), 57-82.
- Dechow, P.M., Richardson, S. A., Sloan, R.G. (2008). The persistence and pricing of the cash component of earnings. *Journal of Accounting Research*, 46(3), 537-566.
- Desai, H., Rajgopal, S., Venkatachalam, M. (2004). Value-glamour and accruals mispricing: One anomaly or two? *The Accounting Review*, 79(2), 355-385.
- Fama, E.F., French, K.R. (1993). Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.
- Fama, E.F., French, K.R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1-22.
- Filho, S. (2013). Persistence and relevance of accruals. *Journal of Education and Research in Accounting*, 7(4), 374-392.



- Foroughi, D., Amiri, H., Ebrahimiyan, A. (2017). Persistence of components of industry-wide and firm-specific earnings. *Journal of Accounting Advances*, 9(2), 63-92 [In Persian].
- Francis, J., Smith, M. (2005). A reexamination of the persistence of accruals and cash flows. *Journal of Accounting Research*, 43(3), 413-451.
- Hafzalla, N., Lundholm, R., Vanwinkle, E.M. (2011). Percent accruals. *The Accounting Review*, 86(1), 209-236.
- Harris, R., Wang, P. (2018). Model-based earnings forecasts vs financial analysts earnings forecasts. *The British Accounting Review*, 50(2), 480-502.
- Hewitt, M. (2009). Improving investors' forecast accuracy when operating cash flows and accruals are differentially persistent. *The Accounting Review*, 84(6), 1913-1931.
- Hirshleifer, D., Teoh, S.H. (2003). Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 36(1), 337-386.
- Hosseinimehr, S.G., Nourifard, Y. (2014). The persistence of accruals and investment in operating and investment cycle. *Accounting and Finance Research*, 3(2), 92-111.
- Hui, K., Nelson, K., Yeung, P. (2016). On the persistence and pricing of industry-wide and firm-specific earnings, cash flows, and accruals. *Journal of Accounting and Economics*, 61(1), 185-20.
- Kormendi, R., Lipe, R. (2012). Earnings innovations, earnings persistence, and stock returns. *Journal of Business*, 60(3), 323-345.
- Kraft, A., Leone, A.J., Wasley, C. (2006). An analysis of the theories and explanations offered for the mispricing of accruals and accrual components. *Journal of Accounting Research*, 44(2), 297-339.
- Lak, L., Molai Birgani, F., Salehi, A.K. (2017). The impact of operating cash flow information release on abnormal stock returns. *New Research in Management and Accounting*, 9 (25), 13-23 [In Persian].
- Mousavi Shiri, S.M., Fadaee, M., Muftonyan, M., Babaei Kalarijani, M. (2017). Investigation of cash flow to earnings accruals and identification of over-valued stocks of companies listed in Tehran Stock Exchange. *Financial Economics*, 10 (37), 71-92 [In Persian].
- Richardson, S.A., Sloan, R.G., Soliman, M.T., Tuna, I. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 437-485.

- Sadeghi, M., Dastgir, M., Amiri, H. (2018). Investigating the focus of investors on the persistence of accruals and cash flows in loss reporting years. *Financial Accounting*, 10 (37), 1-23 [In Persian].
- Saghafi, A. (2014). Accounting Theories, Volume one, Iranian accounting association in collaboration with Terme Publications, Tehran, 143 [In Persian].
- Shi, L., Zhang, H. (2012). Can the earnings fixation hypothesis explain the accrual anomaly? *Review of Accounting Studies*, 17(1), 1-21.
- Sloan, R.G. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review*, 71(3), 289–315.
- Soheili, S., Arbitration, N., Ahmadi Amirzadeh, B. (2014). Determining the continuity of cash and accrual accounting earnings components in predicting earnings and its impact on future accruals. *Journal of Modern Accounting Theories*, 4(14), 91-65 [In Persian].
- Vadiee Noghbi, M., Saei, M. (2019). The relationship between firm-specific discretionary accruals and stock future abnormal returns. *Accounting and Auditing Review*, 26(1), 151-168 [In Persian].
- Wu, J., Zhang, L., Zhang, X.F. (2010). The q-theory approach to understanding the accrual anomaly. *Journal of Accounting Research*, 48(1), 177-223.
- Xie, H. (2001). The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review*, 50(2), 357–373.
- Zhang, X.F. (2007). Accruals, investment and accrual anomaly. *The Accounting Review*, 82(4), 1336-1363.
- Zhengyang, Q.U., Xiaotian, L, Shi, H. (2019). Abnormal returns and idiosyncratic volatility puzzle. *Journal of Emerging Markets Finance and Trade*, 55(5), 1184–1198.