

رضا منصوریان<sup>۱</sup>

نادر رضایی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۹۷/۱۰/۲۳

تاریخ دریافت: ۹۷/۰۳/۲۶

### چکیده

هدف این مطالعه یافتن پاسخی مناسب به این سوال می باشد که آیا ناهنجاری اقلام تعهدی تاثیری بر فعالیتهای تامین مالی شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد یا خیر؟ بدین جهت اطلاعات مالی ۱۰۵ شرکت فعال در بورس اوراق بهادار تهران طی بازه زمانی ۶ ساله ۱۳۹۰-۱۳۹۵ با استفاده از روش تحلیلی ترکیبی داده ها مورد آزمون قرار گرفت در راستای بررسی هدف تحقیق سه فرضیه اصلی با استفاده از سه مدل رگرسیونی چند گانه بصورت مجزا مطرح گردید و بر اساس تحلیل های صورت گرفته در مورد فرضیه اول مشخص گردید که ناهنجاری اقلام تعهدی ارتباط منفی و معناداری با سودآوری آتی شرکتهای مورد مطالعه دارد. نتیجه فرضیه دوم حاکی از عدم وجود ارتباط معنادار بین ناهنجاری اقلام تعهدی با بازده تعدیل شده در سطح خطای کمتر از ۵ درصد می باشد و در فرضیه سوم بیان گردید که ناهنجاری اقلام تعهدی ارتباط مثبت و معناداری با جریان نقد حاصل از فعالیتهای تامین مالی دارد. این یافته ها بیانگر الزام و توجه بیشتر سیاستگذاران و فعالین بازار سرمایه به ناهنجاری اقلام تعهدی می باشد.

**واژه های کلیدی:** ناهنجاری اقلام تعهدی، سودآوری، بازده و جریان نقدی.

۱- دانشجوی دکترای تخصصی مهندسی مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مراغه؛ مراغه؛ ایران mansourian63.reza@gmail.com

۲- استادیار گروه حسابداری و مالی، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مراغه؛ مراغه؛ ایران naderrezaemiyandoab@gmail.com

## ۱- مقدمه

فرآیند حسابداری تعهدی یکی از ویژگیهای مهم حسابداری مالی محسوب می شود. با این حال پژوهش های اندکی به بررسی و توضیح ویژگیهای اقلام تعهدی پرداخته اند (حسینی و همکاران، ۱۳۹۴). حسابداری تعهدی شامل پیش بینی منافع و تعهدات اقتصادی محتمل آتی است. اقلام تعهدی به محض تحقق مزایای پیش بینی آن بایستی به گونه ای برگشت پذیرد که سودهای آتی را تحت تاثیر قرار ندهد. حال آنکه اقلام تعهدی فقط برآوردی از مزایای آتی می باشد. این احتمال وجود دارد که تحقق اقلام تعهدی با میزان برآوردی اختلاف داشته باشد در چنین حالتی، هنوز هم اقلام تعهدی بایستی برگشت پذیرد و مابه التفاوت بین مزایای برآوردی و تحقق یافته مستقیماً در سود به حساب گرفته شوند (آلن و همکاران، ۲۰۱۰). زمان تحقق و وقوع درآمدها و هزینه های شرکت، اغلب متفاوت از زمان دریافتها و پرداختهای نقدی است. ارقام تعهدی که سود حسابداری را از جریان های نقدی متمایز می سازد، در نتیجه این تفاوت ایجاد و گزارش می شود. سود حسابداری که با استفاده از سیستم تعهدی تهیه می شود، از نظر بسیاری از استفاده کنندگان از صورتهای مالی، ابزاری برای سنجش عملکرد شرکتها محسوب می شود. در این مبنا انعکاس آثار معاملات و رویدادهای شرکت لزوماً به معنای ورود و خروج وجه نقد نیست (دستگیر و پایروند، ۱۳۸۹).

ناهنجاری اقلام تعهدی برای نخستین بار توسط اسلون (۱۹۹۶)، به عنوان یکی از مهم ترین یافته های تحقیقات حسابداری معرفی شد. از دیدگاه اسلون (۱۹۹۶) از جمله نابهنجاریهای بازار سرمایه، ارتباط منفی بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام است که با عنوان ناهنجاری اقلام تعهدی مطرح می باشد. اسلون (۱۹۹۶) نشان داد خرید سهام شرکتهایی که اقلام تعهدی کمتری دارند و فروش سهام شرکتهایی که اقلام تعهدی بیشتری دارند، بازده پوششی بالایی را نصیب سرمایه گذار خواهد کرد (مهام و آذری پور

اصفهان، ۱۳۹۱). تفسیر ناهنجاری اقلام تعهدی موجب ایجاد بحث های زیادی در مبنای مالی شرکتی شده است. قیمت گذاری اشتباه اقلام تعهدی و ریسک، دو عامل مطرح شده در توجیه ناهنجاری اقلام تعهدی است. پژوهشهای انجام شده در این حوزه بیشتر بر قیمت گذاری اشتباه اقلام تعهدی متمرکز شده است (اصغری و همکاران، ۱۳۹۶). بطور خاص، سرمایه گذاران باید هنگام ارزشگذاری شرکتها، بین پایداری اجزاء سود جزء نقدی و تعهدی یعنی بین جریانهای نقدی ناشی از عملیات و تعدیلات حسابداری (اقلام تعهدی عملیاتی) تمایز قائل شوند. از آنجا که جریانهای نقد ناشی از عملیات، سودآوری آتی را بهتر از اقلام تعهدی پیش بینی می کنند، ناتوانی در تفکیک بین این دو جزء باعث می شود که سرمایه گذاران نسبت به شرکتهای دارای اقلام تعهدی بالا خوشبینانه و نسبت به شرکتهای دارای اقلام تعهدی پایین بدبینانه عمل کنند. بنابراین سرمایه گذاران بی تجربه و کم اطلاع بر قیمتتها تأثیر می گذارند و سبب تغییر قیمتتها می شوند؛ از این رو انتظار می رود که به صورت غیرمنطقی قیمتتها برای شرکتهایی که دارای اقلام تعهدی بالایی هستند، افزایش داشته باشد و برای شرکتهایی که دارای اقلام تعهدی پایین هستند، کاهش یابد. در نتیجه، شرکتهای دارای اقلام تعهدی بالا باید بازده غیرعادی آتی پایین داشته و شرکتهای دارای اقلام تعهدی پایین دارای بازده غیرعادی آتی بالایی باشند.

نتایج پژوهش های تجربی حاکی از این است که متغیرهایی همچون اندازه، نسبت سود به قیمت سهام و اقلام تعهدی می توانند بازده سهام را بهتر از مدل قیمت گذاری دارایی های سرمایه ای پیش بینی کنند (خانی و آذری پور، ۱۳۹۶). ناهنجاری اقلام تعهدی یکی از شناخته ترین ناهنجاری های قیمت گذاری دارایی ها می باشد که به رابطه منفی بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام اشاره دارد (کوتاری، ۲۰۰۱ و ریناردسون و همکاران، ۲۰۱۰). ناهنجاری های اقلام تعهدی، نتایج پژوهش هایی است که به نظر می رسد با

تئوری های بازار کارا و قیمت گذاری دارایی ها ناسازگار باشد(شوورت، ۲۰۰۳).

در نهایت ناهنجاری های بازار بیانگر نارسایی مدل های قیمت گذاری و یا ناکارآمدی بازار می باشد. از جمله ناهنجاریهایی که در سالهای اخیر در بازار سرمایه مطرح شده، ناهنجاری اقلام تعهدی (اثر اقلام تعهدی بر بازده آتی سهام) می باشد لذا هدف اصلی از پژوهش حاضر، بررسی تأثیر ناهنجاری اقلام تعهدی بر فعالیتهای تامین مالی است. مقاله حاضر به این ترتیب ساختار بندی شده است: بخش دوم به مرور مبانی نظری و پیشینه پژوهش و در بخش سوم به روش شناسی و فرضیات پژوهش پرداخته شده است. در بخش چهارم یافته های پژوهش بیان می شود و در بخش پایانی به بیان نتیجه گیری و پیشنهادها پرداخته خواهد شد.

## ۲- مروری بر مبانی نظری و پیشینه پژوهش

علی رغم اینکه تحقیقات زیادی در زمینه اقلام تعهدی صورت گرفته اما هنوز نقش اقلام تعهدی مستقیماً در ادبیات به رسمیت شناخته نشده است (بال و شیواکومار، ۲۰۰۶). دجو (۱۹۹۴) اولین مطالعه را در زمینه چگونگی عملکرد اقلام تعهدی انجام داد. دجو (۱۹۹۴) بیان می کند که نقش اقلام تعهدی در اصل کاهش نوسان آن دسته از جریان های نقدی است که از تغییرات بیرونی و تغییرات ناشی از دستکاری در سطوح سرمایه در گردش شرکت و تصمیمات سرمایه گذاری ناشی می شود. حذف نوسان از رقم سود به احتمال، متغیر قراردادی کاراتری را ایجاد خواهد کرد. علاوه بر این اقلام تعهدی همزمان با تأثیر گذاری بر رقم سود، اقلام ترانزنامه را نیز تحت تأثیر قرار داده و احتمالاً کارایی قراردادی آنها را نیز به همان میزان افزایش خواهد داد(حسینی و محمدی، ۱۳۸۸). ریچاردسون و همکاران(۲۰۰۵)، اقلام تعهدی را به عنوان تفاوت بین سود تعهدی و سود نقدی تعریف کردند. همچنین اسلون (۱۹۹۶) اقلام تعهدی را به عنوان تغییر در سرمایه در گردش به کسر هزینه استهلاک تعریف کرد

و ارتباط منفی و معنادار اقلام تعهدی با بازده آتی سهام را به عنوان ناهنجاری اقلام تعهدی در ادبیات حسابداری مطرح نمود. نتایج پژوهش اسلون (۱۹۹۶) نشان داد که پرتفوی شرکت هایی با اقلام تعهدی بالا، بازده های آتی پایین تری کسب می کند. تحقیقات اخیر نشان دهنده پایداری کمتر جزء اقلام تعهدی رقم سود نسبت به جزء نقدی آن می باشد(اسلوان، ۱۹۹۶؛ حقیقت، ۱۳۸۹). این عدم ثبات اقلام تعهدی، منجر به افزایش عدم اطمینان در مورد اطلاعات گزارش شده می شود بنابراین، ریسک افزایش یافته و در نتیجه، قیمت گذاری بیش از حد اقلام تعهدی(ناهنجاری اقلام تعهدی) امری منطقی خواهد بود.

تفسیر ناهنجاری اقلام تعهدی موجب ایجاد بحثهای زیادی در مبانی مالی شرکتی شده است قیمت گذاری اشتباه اقلام تعهدی، عامل مطرح شده در توجیه ناهنجاری اقلام تعهدی است. (اصغری و همکاران، ۱۳۹۶). نظریه منطقی بودن قیمت گذاری ریسک (خان، ۲۰۰۸) و (یو و همکاران، ۲۰۱۰) توجیه دیگر برای ناهنجاری اقلام تعهدی بر این اساس می باشد(یو و همکاران، ۲۰۱۰؛ فایرفیلد و همکاران، ۲۰۰۳؛ خانی و صالحی، ۱۳۹۱). ریتر (۲۰۰۳) نشان می دهد که عملکرد سود با یک روند صعودی با مسئله سهم همراه است، اما پس از انتشار سهام کاهش می یابد. روش دیگر، انتشارکنندگان سود کمتری در آینده نسبت به خریدار دارند. بنابراین، شرکت هایی که دارای تعهدات بالا هستند انتظار می رود که سود کمتری در آینده نسبت به شرکت هایی که دارای تعهدات پایین و دارایی های کمتری دارند و ارزش سهام را بازپرداخت می کنند داشته باشند(پاپانتستوپولوس، ۲۰۱۷). از نظر دیچو و همکاران (۲۰۱۱)، در رابطه با دلایل بررسی ناهنجاری اقلام تعهدی، از سوی محققان دلایل مختلفی مطرح شده است:

دولتی) محیط پژوهشی بسیار یکتایی فراهم می کند که می تواند منجر به فراهم شدن نتایجی گردد که متون حسابداری و مالی در این حوزه را پر بار نماید.

پاپاناستوپولوس (۲۰۱۷)، تاثیر ناهنجاری ارقام تعهدی بر فعالیتهای تامین مالی را بررسی نمود. تجزیه و تحلیل سطح نمونه کارها و رگرسیون های سطح شرکت نشان می دهد که رابطه منفی ارقام تعهدی با سودآوری آینده و بازده سهام تنها زمانی اتفاق می افتد که شرکت ها دارای تعهدات کم هستند و شرکت هایی با تعهدات بالا که منافعشان را به ارمغان می آورد. در مقابل، این رابطه منفی با افزودن شرکت هایی با تعهداتی پایین (بالا) که باعث تسویه حساب می شوند، کاهش می یابد. چیچرنیا و همکاران (۲۰۱۵)، در پژوهشی، این موضوع را بررسی کردند که آیا پراکندگی بازده، ناهنجاری های ارقام تعهدی و سرمایه گذاری را می تواند توضیح دهد. آنان ضمن انجام آزمون های قیمت گذاری دارایی ها دریافتند شرکت هایی با ارقام تعهدی و سرمایه گذاری پایین، بیشتر در معرض ریسک مربوط به پراکندگی بازده قرار می گیرند. همچنین پراکندگی بازده تا حد زیادی، بازده آینده و بازده مازاد ارقام تعهدی و موانع سرمایه گذاری سبدهای سهام را می تواند توضیح دهد. احمد و همکاران (۲۰۰۸)، دیدگاه بازار در مورد ارقام تعهدی شرکت هایی که در مورد قرارداد وام با دولت در زمان رکود اقتصادی مذاکره کرده اند را مورد بررسی قرار داده اند. نتایج نشان می دهد که ارقام تعهدی اختیاری منفی (مدیریت سود رو به پایین) برای شرکت های مذاکره کننده مذکور با ارزش بازار سرمایه آن ها مرتبط ولی با سودهای آتی رابطه ای ندارد. ولی برعکس، ارقام تعهدی اختیاری برای شرکت های کنترلی (شرکتهایی که در مورد قرارداد وام با دولت مذاکره نکرده اند) رابطه ای معنادار با ارزش بازار سهام آنها ندارد ولی با سودهای آتی رابطه مثبتی دارد. ژانگ (۲۰۰۷)، در مقاله ی خود با عنوان ارقام تعهدی، سرمایه گذاری و ارقام تعهدی ناهنجر به بررسی ارقام تعهدی ناهنجر پرداخت. او به این نتیجه رسید که ارقام تعهدی ناهنجر به طور

(۱) ناهنجاری ارقام تعهدی، پارادایم بازار کارا را به چالش می کشد و مطابق آن، بازده غیرعادی می تواند با اتخاذ راهبردی متکی به اطلاعات عمومی موجود کسب شود.

(۲) ناهنجاری ارقام تعهدی، انگیزه مدیریت سود را در مدیران برانگیخته می کند؛ این نشان می دهد که دستکاری سود می تواند تاثیرات اقتصادی واقعی داشته باشد، و بعلاوه اینکه مدیران می توانند از طریق انتخاب روش های حسابداری بر قیمت سهام تاثیری بالقوه داشته باشند (مهام و آذری پور اصفهانی، ۱۳۹۱).

(۳) رابطه قوی بین سود و بازده سهام وجود دارد که در مقایسه رابطه جریان های نقدی با بازده سهام مطرح می شود. این تفسیر معمولاً این رابطه را مطرح می کند که سود تغییرات در ارزش شرکت را بهتر نشان می دهد. علت اصلی توجیه ناهنجاری ارقام تعهدی، توجیه رابطه قوی سود با بازده سهام (در تائید فرضیه های تعصب نسبت به سود) است (حقیقت و ایرانشاهی، ۱۳۸۹).

در نهایت، بدلیل نبود شواهد تجربی کافی در مورد اثرات ناهنجاری ارقام تعهدی بر فعالیتهای تامین مالی در ایران، یک مساله پژوهشی مهم پرداختن به نقش پدیده ناهنجاری ارقام تعهدی بر فعالیتهای تامین مالی در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. مرور پژوهش های انجام شده در داخل کشور نشان می دهد که اثر ناهنجاری ارقام تعهدی بر فعالیتهای تامین مالی مورد بررسی قرار نگرفته است. هم چنین، مرور پژوهش های انجام شده در سطح بین الملل نشان می دهد که این پژوهش برای اولین بار بدنبال آزمون این موضوع است که شرکت ها در زمانهای مختلف (ارقام تعهدی بالا و پایین، ارقام تعهدی خوب و بد) از چه طریقی تامین مالی می کنند از طرفی، شرایط خاص محیطی، اقتصادی و بازار سرمایه ایران (مانند، رکود اقتصادی ناشی از تحریم ها، رکود تورمی و تعیین نرخ تامین مالی توسط نهادهای

سهام در ایجاد ناهنجاری اقلام تعهدی و ناهنجاری سرمایه گذاری نقشی ندارد. حسینی و همکاران (۱۳۹۴)، به بررسی واکنش بیش از واقع سرمایه گذاران به اقلام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۸۴ تا ۱۳۹۰ پرداخته اند. برای بررسی واکنش بیش از واقع سرمایه گذاران از رابطه بین اقلام تعهدی سال جاری و بازده غیرعادی سال آتی استفاده شده و برای اندازه گیری اقلام تعهدی از مدل سرمایه در گردش اسلون استفاده شده است نتایج نشان می دهد که در بورس اوراق بهادار تهران، سرمایه گذاران نسبت به اقلام تعهدی واکنش بیش از واقع می دهند، که نشان دهنده ناهنجاری اقلام تعهدی می باشد. ناهنجاری اقلام تعهدی از آنجایی که نشان دهنده امکان کسب بازده غیرعادی از اطلاعات اقلام تعهدی است در طبقه پژوهش های ناهنجاری (ناکارایی) بازارها قرار می گیرد. رهنمای رودپشتی و همکاران (۱۳۹۳)، نشان می دهند مدل های مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی اختیاری در مقایسه با مدل درآمد اختیاری توان بیشتری در پیش بینی مدیریت سود دارند و علاوه بر آن شاخص مدیریت سود حاصل از مدل های مبتنی بر اقلام تعهدی در مقایسه با مدل درآمدی، یک متغیر مربوط و تاثیرگذار بر ارزش بازار سهام شرکت می باشد.

### ۳- روش شناسی پژوهش

هدف اصلی این مطالعه یافتن پاسخ مناسبی به سوال پژوهش مبنی بر اینکه آیا ناهنجاری اقلام تعهدی تاثیری بر فعالیت های تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران دارد؟ بنابراین، تحقیق حاضر از نظر ویژگی و جهت داده ها پس رویدادی و از طریق اطلاعات گذشته می باشد از نظر انتخاب بهترین روش ارزیابی کننده ناهنجاری اقلام تعهدی بر فعالیت های تامین مالی از نوع تحقیقات کاربردی بوده روش مورد استفاده در این تحقیق توصیفی و از نوع تحلیل همبستگی و رگرسیون می باشد.

یکنواخت با اطلاعات سرمایه گذاری متشکل از اقلام تعهدی افزایش می یابد و برخلاف انتظار، نشان داد تحلیل ها همسو با مبحث پایداری اقلام تعهدی نیست وی در پژوهش خود اقلام تعهدی سرمایه در گردش را معیاری برای رشد و سرمایه گذاری شرکت در نظر گرفت و باتوجه به این معیار به بررسی رابطه بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام پرداخت. خانی و آذربور (۱۳۹۶)، ناهنجاری اقلام تعهدی و ناهنجاری سرمایه گذاری و تبیین این دو، توسط متغیر پراکندگی بازده، به عنوان نماینده ی وضعیت اقتصادی، را مطالعه نموده اند. برای آزمون فرضیه ها از رگرسیون مقطعی دو مرحله ای و رگرسیون سری زمانی و همچنین داده های ماهانه متشکل از ۱۲۵ سال شرکت استفاده شده است. براساس نتایج پژوهش، پراکندگی بازده، علاوه بر سه عامل فاما و فرنچ دارای صرف ریسک مثبت است. در این پژوهش پراکندگی بازده فقط توانایی تبیین ناهنجاری اقلام تعهدی را دارد و شرکت های با اقلام تعهدی پایین، بازده آتی بالاتری به دلیل جبران ریسک پراکندگی بازده دارند. اصغری و همکاران (۱۳۹۶)، به بررسی نقش پراکندگی مقطعی بازده سهام در ناهنجاری اقلام تعهدی و ناهنجاری سرمایه گذاری پرداخته اند. نمونه آماری پژوهش، شامل ۱۴۷ شرکت از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۸۶ تا ۱۳۹۳ است. برای آزمون فرضیه های پژوهش از الگوی سه عاملی فاما و فرنچ (۱۹۹۳) استفاده و پراکندگی بازده به عنوان عامل چهارم به آن اضافه شده است. برای بررسی نقش پراکندگی بازده بر ناهنجاری اقلام تعهدی، الگوی فاما و فرنچ به تفکیک شرکت های دارای اقلام تعهدی بالا و پایین و بررسی نقش پراکندگی بازده بر ناهنجاری سرمایه گذاری، این الگو به تفکیک شرکت های دارای سرمایه گذاری زیاد و سرمایه گذاری کم برآزش شده است. برآزش الگو های پژوهش یکبار با استفاده از داده های ترکیبی و بار دیگر به روش سری زمانی به تفکیک سبدهای سرمایه گذاری تدوین شده انجام شده است. نتایج حاصل از پژوهش نشان می دهد پراکندگی بازده

(۸۴)	تعداد شرکت هایی که در گروه شرکت های سرمایه گذاری یا واسطه گری های مالی فعالیت می کنند.
(۷۲)	تعداد شرکت هایی که اطلاعات آنها قابل دانلود نبود
۱۰۵	تعداد شرکت های موجود نمونه آماری تحقیق

### ۳-۱- روش گردآوری و تجزیه و تحلیل اطلاعات

برای این منظور، ابتدا مباحث نظری و ادبیات مربوط به تحقیق از روش کتابخانه ای (دریختش کتابخانه ای، مبانی نظری پژوهش از کتب و مجلات تخصصی فارسی، لاتین، مقالات و پایان نامه های نگارش شده قبلی در دستور کار قرار گرفت) استفاده شده سپس با استفاده از داده های جمع آوری شده که در صفحه گسترده Excel وارد و دسته بندی شده به کمک نرم افزار Eviews تجزیه و تحلیل های اقتصادسنجی و برآوردهای لازم انجام گردیده و سپس با استفاده از شاخص های آماری متداول، نتایج حاصل از برآورد تجزیه و تحلیل صورت گرفته به منظور آزمون فرضیه های تحقیق از تحلیل رگرسیون و همبستگی بهره گرفته شده، معنی دار بودن الگوها نیز با استفاده از آزمون آماری F، آزمون T، ضریب تعیین، ضریب همبستگی و آزمون دوربین واتسن مورد سنجش و بدلیل نوع داده ها و روش های تجزیه و تحلیل آماری موجود از روش داده های ترکیبی (panel data) استفاده شده است. زیرا به منظور بررسی تاثیر ناهنجاری اقلام تعهدی بر فعالیت های تامین مالی شرکتها، متغیرهای مستقل و وابسته از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می گیرند، از یک سو، این متغیرها در میان شرکت های مختلف و از سوی دیگر در بازه زمانی ۶ ساله آزمون می شوند. مدل های پژوهش و متغیرهای مورد استفاده طبق تحقیق پاپاناستوپولوس (۲۰۱۷) به شرح ذیل می باشد:

$$\text{مدل اول: } ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 TACC_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MB_{it} + e_{it}$$

$$\text{مدل دوم: } SERT_{it} = \beta_0 + \beta_1 TACC_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MB_{it} + e_{it}$$

قلمرو مکانی پژوهش شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در سازمان بورس اوراق بهادار تهران می باشد و قلمرو زمانی تحقیق در بازه زمانی ۶ ساله از سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ می باشد.

جامعه آماری پژوهش شامل شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که در بازه زمانی سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ سهام آنها بطور فعال در سازمان بورس معامله شده است. روش نمونه گیری حذفی (غربالی) می باشد معیارهای مورد نظر به صورت ذیل می باشند:

- ۱) قبل از سال ۱۳۹۰ در بورس پذیرفته شده باشند و تا پایان سال ۱۳۹۵ در بورس فعال باشند و زیان ده نباشند.
- ۲) به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، شرکت ها در طی دوره مورد مطالعه، تغییر دوره مالی نداده باشند و پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند باشد.
- ۳) به منظور همگن بودن اطلاعات، جزء شرکت های سرمایه گذاری یا واسطه گری های مالی شامل بیمه و بانک نباشند.
- ۴) اطلاعات مالی آنها در سایت سازمان بورس در دسترس باشد.

در نهایت با توجه به محدودیت های اعمال شده و تعریف شده تعداد ۱۰۵ شرکت بعنوان نمونه نهایی انتخاب شدند بنابراین کل داده های مورد مطالعه ۶۳۰ مورد (سال-شرکت) می باشد.

۴۹۲	تعداد کل شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران تا پایان سال ۱۳۰
	<b>محدودیت ها:</b>
(۸۰)	تعداد شرکت هایی که بعد از سال ۱۳۹۰ وارد بورس شده اند.
(۴۷)	تعداد شرکت هایی که در طی سال های ۱۳۹۰-۱۳۹۵ در بورس فعال نبوده و یا حذف شده اند.
(۱۰۴)	تعداد شرکت هایی که در طی دوره مورد مطالعه تغییر دوره مالی داده اند و پایان سال مالی آنها ۲۹ اسفند نمی باشد.

#### ۵-۱- متغیر مستقل

#### ناهنجاری ارقام تعهدی

در این پژوهش ارقام تعهدی به عنوان متغیر مستقل مطرح می‌شود. کاپلن (۲۰۰۱)، در طی انجام مطالعاتی در زمینه ارقام تعهدی، اقدام به ارائه مدل‌هایی کرد. در این شیوه ابتدا ارقام تعهدی اختیاری از طریق رویکرد ترازنامه ای محاسبه می‌شود. در رویکرد ترازنامه ای، ارقام تعهدی براساس فرمول زیر محاسبه می‌شوند؛

رابطه شماره (۱)

$$TA_{it} = (\Delta CA_{it} - \Delta CASH_{it}) - (\Delta CL_{it} - \Delta STD_{it}) - DEP_{it}$$

که در این رابطه؛

$TA_{it}$ : جمع کل ارقام تعهدی شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta CA_{it}$ : تغییر در داراییهای جاری شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta CASH_{it}$ : تغییر در وجوه نقد و معادل وجه نقد شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta CL_{it}$ : تغییر در بدهی‌های جاری شرکت  $i$  در سال  $t$

$\Delta STD_{it}$ : تغییر در حصة جاری بدهی‌های بلند مدت شرکت  $i$  در سال  $t$

$DEP_{it}$ : هزینه استهلاک داراییهای (مشهود و نامشهود) شرکت  $i$  در سال  $t$

در این پژوهش با توجه به اطلاعات موجود، ارقام تعهدی بر مبنای رویکرد ترازنامه ای محاسبه می‌شود. سپس به منظور محاسبه ارقام تعهدی غیر اختیاری یعنی ارقامی که مدیران بر روی آنها آزادی عمل ندارند، از طریق فرمول زیر محاسبه می‌شود.

رابطه شماره (۲)

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

$A_{it-1}$ : جمع کل دارایی‌های شرکت  $i$  در سال  $t-1$

$\Delta REV_{it}$ : تغییر در خالص درآمد شرکت  $i$  بین سال  $t-1$

و  $t$

$$\text{مدل سوم: } XFIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 TACC_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MB_{it} + e_{it}$$

که در آن:

ROA<sub>it</sub>: سودآوری سال آتی شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

SRET<sub>it</sub>: بازده تعدیل شده شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

XFIN<sub>it</sub>: جریان نقدی حاصل از تامین مالی آتی شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

TACC<sub>it</sub>: ناهنجاری ارقام تعهدی شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

LEV<sub>it</sub>: نسبت بدهی شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

MB<sub>it</sub>: ارزش بازار به ارزش دفتری شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

SIZE<sub>it</sub>: اندازه شرکت  $i$  در زمان  $t$ .

$\epsilon_{it}$ : جز خطا

#### ۴- فرضیه‌های پژوهش

با توجه به مبانی نظری ارائه شده در قسمت‌های قبلی و پیشینه پژوهش، این پژوهش دارای فرضیاتی به شرح ذیل می‌باشد:

(۱) بین ناهنجاری ارقام تعهدی با سودآوری آتی ارتباط معناداری وجود دارد.

(۲) بین ناهنجاری ارقام تعهدی با بازده تعدیل شده ارتباط معناداری وجود دارد.

(۳) بین ناهنجاری ارقام تعهدی با جریانات نقدی حاصل از فعالیت‌های تامین مالی ارتباط معناداری وجود دارد.

رابطه بین متغیرهای مستقل و وابسته پژوهش تحت تاثیر عوامل دیگری نیز می‌باشد که به عنوان متغیر کنترلی از آنها استفاده می‌شود متغیرهای کنترلی مورد استفاده در این پژوهش اندازه شرکت، نسبت بدهی و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری است.

#### ۵- متغیرهای پژوهش

متغیرهای مورد استفاده در این پژوهش سه نوع اند: متغیرهای وابسته، متغیر مستقل و متغیرهای کنترلی (پاپاناستوپولوس، ۲۰۱۷).

$D_{it}$ : منافع حاصل از مالکیت سهامدار در دوره  $t$  در شرکت  $i$  که به سهامدار تعلق می گیرد.  
 $P_{it}$ : قیمت در پایان دوره  $t$  برای شرکت  $i$   
 $P_{it-1}$ : قیمت در ابتدای دوره  $t$  برای شرکت  $i$   
 که در تجزیه و تحلیل از بازده تعدیل شده سال آتی به شرح ذیل استفاده خواهد شد:

$$SRET_{t+1} = RET_{t+1} - R_{mt} + 1$$

$RET_{t+1}$ : بازده سهام شرکت در سال  $t+1$

$R_{mt+1}$ : بازده بازار در سال  $t+1$

**ج: جریانهای نقدی حاصل از فعالیت های تامین مالی**  
 از نسبت جمع خالص جریانهای نقدی حاصل از فعالیت های تامین مالی مرتبط با سرمایه و فعالیت های تامین مالی مرتبط با بدهی در پایان سال مالی که با استفاده از متوسط دارائیهای نرمال می شود بدست می آید.

### ۵-۳- متغیرهای کنترلی

اندازه شرکت

مجموع دارایی شرکت به عنوان نماینده اندازه شرکت ها در نظر گرفته شده است. برای عملیاتی کردن تعریف این متغیر و به منظور سنجش اندازه شرکت و نیز همگن بودن داده ها، از لگاریتم طبیعی مجموع دارایی شرکت ها استفاده شده است (ارسلان و همکاران، ۲۰۱۴).

نسبت بدهی (اهرم)

نشان دهنده میزان استفاده از بدهی ها در ساختار سرمایه شرکت است در این پژوهش نسبت بدهی با تقسیم جمع بدهی ها بر جمع دارایی ها اندازه گیری شده است (ارسلان و همکاران، ۲۰۱۴).

نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری

که از حاصل کسر ارزش بازار شرکت بر ارزش دفتری دارائی ها محاسبه می شود.

$\Delta REC_{i,t}$ : تغییر در خالص حساب های دریافتنی شرکت  $i$  بین سال  $t-1$  و  $t$   
 $PPE_{i,t}$ : میزان اموال، ماشین آلات و تجهیزات ناخالص شرکت  $i$  در سال  $t$   
 $\alpha_1$  و  $\alpha_2$  و  $\alpha_3$  پارامترهای ترکیب شده مختص شرکت می باشد و از رابطه زیر محاسبه می شوند.  
 رابطه شماره (۳)

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

برای محاسبه  $\alpha_1$ ،  $\alpha_2$  و  $\alpha_3$  به منظور تخمین ارقام اختیاری، از نرم افزار های آماری استفاده خواهیم کرد. نهایتاً از تفاضل این دو مدل، ارقام تعهدی حاصل خواهد شد. این ارقام به صورت زیر محاسبه می شود.  
 رابطه شماره (۴)

$$TACC = TA - NDA$$

### ۵-۲- متغیرهای وابسته

الف: سودآوری سال آتی (ROA)

در تحقیق پاپاناستویولوس (۲۰۱۷) از تفاوت تغییرات سودآوری نرخ بازده دارائیهای سال آتی و فعلی محاسبه می شود.

$$\Delta ROA = ROA_{t+1} - ROA_t$$

ROA = میانگین کل دارائیهای / درآمد خالص

ب: بازده سهام

طبق تحقیق اعتمادی و همکاران (۱۳۹۴) بازده سهام تعدیل شده سال آتی به شرح زیر محاسبه می گردد:

$$SRET_{t+1}: \text{بازده سهام تعدیل شده سال آتی}$$

برای اندازه گیری بازده سهام از تغییرات شاخص قیمت و سود نقدی با احتساب آورده استفاده می شود. که به شرح زیر محاسبه می گردد:

$$RET_{it} = \frac{Dt + (Pt - Pt - 1)}{Pt - 1}$$

که اجزای آن عبارتند از:



## ۶- یافته‌های پژوهش

F و هاسمن بدست آمده مدل اثرات تصادفی در مقابل مدل اثرات ثابت برای آزمون فرضیات تحقیق انتخاب شد. همچنین با توجه به تخمین مدل بر مبنای الگوی داده های ترکیبی با بکارگیری روش GLS برآورد بهتری از روابط بین متغیرها بدست آمد، لذا در این تحقیق از مدل EGLS استفاده شده است.

پیش از ارائه نتایج مربوط به برازش الگوی پژوهش برای اطمینان از برقراری فرضیه های کلاسیک، از آزمون (VIF) برای بررسی خطای همخطی، برای بررسی همسانی واریانس از آزمون نسبت راست نمایی (LR)، برای اطمینان از عدم وجود خودهمبستگی از آزمون دوربین واتسون انجام شده است. همچنین مانایی متغیرها با استفاده از آزمون لیوین، لین و چو بررسی شده است. که نتایج نشان داد تمام متغیرها در سطح مانا می باشند. برای انجام آزمونها و انتخاب مدل مناسب از الگوهای داده های ترکیبی، ابتدا مدل در قالب دو روش ضرایب مشترک و ضرایب با اثرات ثابت تخمین زده شد و با توجه به آماره

### ۶-۱- آزمون فرضیه های پژوهش

در این قسمت نتایج هر یک از فرضیه ها با استفاده از رگرسیون چند متغیره و مدل تحلیل تلفیقی داده ها برای هر یک از مدل ها بصورت جداگانه ارائه شده است.

جدول شماره (۱): نتایج آزمون فرضیه اول با استفاده از مدل اول

$ROA_{it} = \beta_0 + \beta_1 TACC_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MB_{it} + e_{it}$			
Sign.	t-Statistic	Coefficient	متغیرهای مستقل
۰,۰۰۲	-۲,۹۸	-۰,۰۰۷	ناهنجاری اقلام تعهدی
۰,۰۳۶	۲,۰۹	۴,۸۸	اندازه شرکت
۰,۰۲۸	-۲,۱۹	-۲۲,۸	نسبت بدهی
۰,۰۲۸	-۲,۱۹	-۰,۲۷	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
	۰,۲۰۹۴		Adjusted R <sup>2</sup>
	۶,۴۶		F-statistic
	۰,۰۰۰		Prob(F-statistic)
	۲,۱۱		Durbin-Watson

**فرضیه اول:** بررسی تاثیر ناهنجاری اقلام تعهدی بر سودآوری آتی شرکتها

نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول حاکی از آن می باشد که سطح معنی داری متغیر ناهنجاری اقلام تعهدی در سطح خطای کمتر از ۵ درصد معنادار می باشد در نتیجه می توان بیان کرد که بین ناهنجاری اقلام تعهدی در شرکتها مورد مطالعه و سودآوری آتی رابطه معناداری وجود دارد و ضریب حاصله برابر با منفی ۰,۰۰۷ می باشد که بیانگر وجود ارتباط معکوس بین دو متغیر می باشد. یعنی یک واحد تغییر در ناهنجاری اقلام تعهدی باعث تغییر معکوس ۰,۰۰۷

مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰,۲۰۹۴ می باشد که بیانگر آن است ۲۰,۹۴٪ از سودآوری آتی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شود. سطح معنی داری آماره F برابر با ۰,۰۰۰ می باشد که بیانگر معنی دار بودن کل مدل می باشد. مقدار آماره دوربین-واتسون (۲,۱۱) حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین پسماندهای مدل می باشد و آزمون همگنی واریانس بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در اجزا اخلاص در دوره های مختلف مورد بررسی است که برای رفع آن از روش GLS استفاده شده است.

توضیح داده می شود. سطح معنی داری آماره F برابر با ۰,۰۰۰ می باشد که بیانگر معنی دار بودن کل مدل می باشد. مقدار آماره دوربین-واتسون (۱,۹۹) حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین پسماندهای مدل می باشد و آزمون همگنی واریانس بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در اجزا اخلاص در دوره های مختلف مورد بررسی است که برای رفع آن از روش GLS استفاده شده است.

واحدی سودآوری اتی شرکتها می شود. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه ی منفی معنی داری بین ناهنجاری اقلام تعهدی با سودآوری اتی وجود دارد در نتیجه فرضیه اول تایید می شود. که نتایج فرضیه اول دقیقاً مرتبط با یافته های پاپاناستاسوپولوس (۲۰۱۷) می باشد.

مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰,۲۱۴۱ می باشد که بیانگر آن است ۲۱,۴۱٪ از بازده تعدیل شده شرکتها توسط متغیرهای مستقل و کنترلی

جدول شماره (۲): نتایج آزمون فرضیه دوم با استفاده از مدل دوم

$SERT_{it} = \beta_0 + \beta_1 TACC_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MB_{it} + \epsilon_{it}$			
Sign.	t-Statistic	Coefficient	متغیرهای مستقل
۰,۱۸	۱,۳۳	۰,۰۱	ناهنجاری اقلام تعهدی
۰,۰۰۳	-۲,۹۷	-۰,۲۹	اندازه شرکت
۰,۰۰۰	۳,۶۹	۰,۲۵	اهرم مالی
۰,۰۰۰	-۳,۹۳	-۰,۰۰۰۲	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
	۰,۲۱۴۱		Adjusted R <sup>2</sup>
	۱۰,۰۱		F-statistic
	۰,۰۰۰		Prob(F-statistic)
	۱,۹۹		Durbin-Watson

مقدار ضریب تعیین تعدیل شده برابر با ۰,۲۰۵۸ می باشد که بیانگر آن است ۲۰,۵۸٪ از جریان نقد حاصل از فعالیتهای تامین مالی توسط متغیرهای مستقل و کنترلی توضیح داده می شود. سطح معنی داری آماره F برابر با ۰,۰۰۰ می باشد که بیانگر معنی دار بودن کل مدل می باشد. مقدار آماره دوربین-واتسون (۲,۰۴) حاکی از عدم وجود خودهمبستگی بین پسماندهای مدل می باشد و آزمون همگنی واریانس بیانگر وجود ناهمسانی واریانس در اجزا اخلاص در دوره های مختلف مورد بررسی است که برای رفع آن از روش GLS استفاده شده است.

فرضیه دوم: بررسی تاثیر ناهنجاری اقلام تعهدی بر بازده تعدیل شده شرکتها

نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم حاکی از آن می باشد که سطح معنی داری متغیر ناهنجاری اقلام تعهدی در سطح خطای کمتر از ۵ درصد معنادار نمی باشد در نتیجه می توان بیان کرد که بین ناهنجاری اقلام تعهدی در شرکتها مورد مطالعه و بازده تعدیل شده رابطه معناداری وجود ندارد و ضریب حاصله برابر با ۰,۰۱ می باشد. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه ی معنی داری بین ناهنجاری اقلام تعهدی با بازده تعدیل شده وجود ندارد در نتیجه فرضیه فرعی دوم رد می شود. که مطابق با یافته های فروغی و همکاران (۱۳۹۱) و برخلاف یافته های پاپاناستاسوپولوس و همکاران (۲۰۱۷) می باشد.

جدول شماره (۳): نتایج آزمون فرضیه سوم با استفاده از مدل سوم

$XFIN_{it} = \beta_0 + \beta_1 TACC_{it} + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 MB_{it} + e_{it}$			
Sign.	t-Statistic	Coefficient	متغیرهای مستقل
۰,۰۰۵	۲,۲۶	۰,۰۰۲	ناهنجاری اقلام تعهدی
۰,۰۲۹	۲,۱۸	۰,۰۱۰	اندازه شرکت
۰,۰۱۶	۲,۳۹	۰,۰۴۳	نسبت بدهی
۰,۰۴۲	-۲,۰۳	-۲,۳۹	نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری
۰,۲۰۵۸			Adjusted R <sup>2</sup>
۳,۷۱			F-statistic
۰,۰۰۵			Prob(F-statistic)
۲,۰۴			Durbin-Watson

فرضیه سوم: بررسی تاثیر ناهنجاری اقلام تعهدی بر جریانهای نقدی حاصل از فعالیت های تامین مالی شرکتها

نتایج حاصل از آزمون فرضیه فرعی سوم حاکی از آن می باشد که سطح معنی داری متغیر ناهنجاری اقلام تعهدی در سطح خطای کمتر از ۵ درصد معنادار می باشد در نتیجه می توان بیان کرد که بین ناهنجاری اقلام تعهدی در شرکتها مورد مطالعه و جریانهای نقدی حاصل از فعالیت های تامین مالی رابطه معناداری وجود دارد و ضریب حاصله برابر با ۰,۰۰۲ می باشد که بیانگر وجود ارتباط مستقیم بین دو متغیر می باشد. در نتیجه یک واحد تغییر در ناهنجاری اقلام تعهدی باعث افزایش ۰,۰۰۲ واحدی جریانهای نقدی حاصل از فعالیت های تامین مالی می شود. بنابراین در سطح اطمینان ۹۵ درصد رابطه ی مثبت معنی داری بین ناهنجاری اقلام تعهدی با جریانهای نقدی حاصل از فعالیت های تامین مالی وجود دارد در نتیجه فرضیه فرعی سوم تایید می شود. که نتایج مطابق با یافته های زارع و یزدانی (۱۳۹۴) می باشد.

#### ۷- نتیجه گیری و پیشنهادهای پژوهش

هدف اصلی این پژوهش بررسی تاثیر ناهنجاری اقلام تعهدی بر فعالیت های تامین مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد

برای این منظور از سه مدل رگرسیونی چندگانه برای آزمون فرضیه های پژوهش استفاده شد. داده های مورد تجزیه و تحلیل در فواصل زمانی بین سالهای ۱۳۹۰ تا ۱۳۹۵ برای ۱۰۵ شرکت جمع آوری شده و برای تجزیه و تحلیل آنها با توجه به نوع داده ها از روش داده های تلفیقی (Pool Data) استفاده شد.

با توجه به مبانی نظری و یافته های پژوهش، چنین استدلال می شود که بخشی از اقلام تعهدی در روند عادی فعالیت واحد تجاری ایجاد می گردد (اقلام تعهدی غیر اختیاری) و تنها بخشی از این اقلام در معرض دستکاری مدیریت قرار دارد (اقلام تعهدی اختیاری) از این رو به نظر می رسد که ایراد وارده به سیستم حسابداری تعهدی ناشی از بخش اخیر باشد. بر این اساس انتظار می رود شرکتهایی که دارای سطح بالایی از اقلام تعهدی هستند جهت تأمین مالی متحمل هزینه بیشتری شده و متعاقباً با کاهش بازده سهام در آینده مواجه شوند (صادقی و سروش یار، ۱۳۸۹).

جریان های نقدی از منابع مهم و اساسی در هر واحد تجاری به شمار می رود و بسیاری از تصمیمات اقتصادی استفاده کنندگان بر اساس آن انجام می شود. سرمایه گذاران و اعتباردهندگان به عنوان تأمین کنندگان اصلی منابع مالی شرکت از سود و جریانهای نقدی به عنوان معیاری از توانایی واحد تجاری در پرداخت سود سهام و ایفای تعهدات در آینده استفاده

می کنند. با توجه به ابهامات فنی حسابداری تعهدی و امکانات اطلاعاتی حسابداری نقدی و اینکه هیأت استانداردهای حسابداری به مفید بودن اطلاعات جریان های نقدی برای تصمیم گیرندگان نیز اعتقاد دارد، صورت جریان وجوه نقد می تواند اطلاعات مهمی در خصوص مقادیر، دلایل و فواصل زمانی میان سود و دریافت و پرداخت وجه نقد فراهم آورد همچنین سرمایه گذاران از اطلاعات مربوط به جریانهای نقدی برای پیش بینی بازده سالانه سهام و به ویژه بازده غیرعادی سهام که در تصمیم گیری ها اهمیت بسزایی دارد، استفاده می کنند (رسائیان و غفاری، ۱۳۹۱).

مطابق با یافته های پژوهش در فرضیه سوم، تحقیق های انجام شده بسیاری همچون ارزیابی توانمندی اجزای نقدی و تعهدی سود در پیش بینی سود غیرعادی و تعیین ارزش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار (هاشمی و همکاران، ۱۳۸۹)، محتوای اطلاعاتی جریانهای نقدی و تعهدی در بازار سرمایه ایران (عرب مازار یزدی و همکاران، ۱۳۸۵)، رابطه بین ارقام تعهدی، جریانهای نقدی و بازده سهام (هیرشلیفر و همکاران، ۲۰۰۹)، ارقام تعهدی و پیش بینی جریانهای نقدی آینده (بروچت و همکاران، ۲۰۰۷) نشان می دهند که ارقام تعهدی دارای ارزش اطلاعاتی هستند. ارقام تعهدی نقش مهمی در فرایند ارزشگذاری بازی می کنند، زیرا مشکلات زمان بندی و نبود انطباق نهفته در ارقام وجه نقد را کاهش می دهند. و برخلاف یافته های پژوهش در فرضیه دوم، که بیانگر عدم وجود ارتباط معناداری بین ناهنجاری ارقام تعهدی با بازده تعدیل شده می باشد. اسلون (۱۹۹۶) این ارتباط را بصورت معکوس بیان می کند. از جمله ناهنجاری های بازار سرمایه، رابطه منفی بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام است که با عنوان ناهنجاری ارقام تعهدی توسط اسلون (۱۹۹۶) مطرح شده است. به دنبال نتایج کار اسلون (۱۹۹۶)، پژوهش های مختلفی در زمینه ناهنجاری ارقام تعهدی صورت گرفته است. دسته ای از پژوهش ها، ناهنجاری ارقام تعهدی را مبتنی بر ریسک تفسیر می کنند و دسته

دیگر در تشریح ناهنجاری ارقام تعهدی، قیمت گذاری نادرست ارقام تعهدی را علت ایجاد رابطه منفی بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام بیان می کنند. از آنجایی که جریان های نقد عملیاتی (به دلیل قابلیت اتکاء بالاتر)، سود آوری آتی را بهتر از ارقام تعهدی پیش بینی می کند، نادیده گرفتن این تفاوت سبب شده که سرمایه گذاران درباره ارزیابی عملکرد آتی شرکت های با ارقام تعهدی بالا، بسیار خوش بینانه عمل کنند و درباره آینده شرکت هایی با ارقام تعهدی پایین بدبین باشند که مطابق با یافته های پژوهش در فرضیه اول می باشد. و بطور کلی نتایج پژوهش حاضر هم راستا با یافته های پاناستوپولوس (۲۰۱۷)، ژانگ (۲۰۰۸)، اصغری و همکاران (۱۳۹۶)، حسینی و همکاران (۱۳۹۴)، زارع و یزدانی (۱۳۹۴) و برخلاف مطالعات احمد و همکاران (۲۰۰۸) و خانی و آذرپور (۱۳۹۶) می باشد. با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه های پژوهش به سرمایه گذاران و تحلیلگران مالی پیشنهاد می شود که:

نتایج حاصل از فرضیه اول پژوهش نشان می دهند که بین متغیر ارقام تعهدی با سودآوری آتی سهام، رابطه منفی و معنادار وجود دارد. به سرمایه گذاران توصیه می شود، به تأثیرات متغیرهای تأمین مالی و ارقام تعهدی بر سودآوری آتی سهام توجه خاصی نمایند. همچنین به مدیران شرکت ها پیشنهاد می گردد که پیش از تأمین مالی منابع، ابتدا فرصت های سرمایه گذاری مناسب را در راستای حداکثر نمودن ارزش شرکت و توانایی بازپرداخت تسهیلات، شناسایی و سپس مناسب ترین گزینه را انتخاب نمایند.

نتایج حاصل از فرضیه سوم پژوهش نشان می دهند که متغیر ارقام تعهدی با جریانهای نقدی سهام، رابطه مثبت و معنادار وجود دارد. به سرمایه گذاران توصیه می شود، به جریانهای نقدی حاصل از فعالیتهای تأمین مالی توجه خاصی نمایند. همچنین به مدیران شرکت ها پیشنهاد می گردد که پیش از تأمین مالی منابع،

\* رهنمای رودپشتی، فریدون، رضایی صادق، صالحی اله کرم، (۱۳۹۳)، ارزیابی توانایی و تبیین مدل‌های اقلام تعهدی اختیاری و مدل درآمد اختیاری برای کشف مدیریت سود پژوهش‌های حسابداری مالی. دوره ۶، ش ۲۳، ص ۱۷-۴۰.

\* خانی، عبدالله و نصیبه صالحی (۱۳۹۱)، تبیین ناهنجاری اقلام تعهدی بر اساس اجزای اقلام تعهدی در شرایط وجود ناهنجاری ارزشی - رشدی در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، شماره ۱۶.

\* خانی، عبدالله، آذرپور، الهام (۱۳۹۶)، تبیین ناهنجاری اقلام تعهدی و ناهنجاری سرمایه‌گذاری توسط پراکنندگی بازده، مجله‌ی پیشرفت‌های حسابداری دانشگاه شیراز، شماره‌ی اول، بهار و تابستان، صفحه‌های ۳۱-۶۵.

\* هاشمی، عباس، حمیدیان، نرگس و ابراهیمی، خدیجه (۱۳۹۲)، بررسی ناهنجاری اقلام تعهدی با در نظر گرفتن ریسک ناتوانی مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مالی، ۳(۵)، ۱-۲۰.

\* Ahmed, K., Godfrey, J. & Saleh, N.M (2008), Market perceptions of discretionary accruals by debt renegotiating firms during economic downturn, *The International Journal of Accounting*, 43, (114-138).

\* Allen, E. J., Larson, C. R., & Sloan, R. G. (2013). Accrual reversals, earnings and stock returns. *Journal of Accounting and Economics*.

\* Ball, R. and L. Shivakumar, (2006). The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition, *Journal of Accounting Research* 44(2): 207- 242.

\* Chichernea, D. C., Holder, A. D., & Petkevich, A. (2015). Does return dispersion explain the accrual and investment anomalies? *Journal of Accounting and Economics*, 60(1), 133-148.

\* García, J.M, and G. Beatriz and F. Penalva (2012). Accounting conservatism and the earnings management. <http://ssrn.com/abstract>

\* Papanastopoulos (2017). "Accrual anomaly and corporate financing activities

ابتدا استراتژیهای سرمایه‌گذاری مناسب و انتخاب استراتژی سرمایه‌گذاری را با توجه به نتایج حاصل از این فرضیات انتخاب نمایند.

### فهرست منابع

\* اصغری، زینب، سروش یار، افسانه، احمدی، سعید علی؛ (۱۳۹۶)، بررسی تأثیر پراکنندگی بازده در ناهنجاری‌های اقلام تعهدی و سرمایه‌گذاری در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی - پژوهشی مدیریت دارایی و تأمین مالی، سال پنجم، شماره چهارم، شماره پیاپی ۹۱.

\* حقیقت، حمید و ایرانشاهی، علی اکبر (۱۳۸۹)، بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به جنبه‌های سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، (۶۱)، ۱-۲۰.

\* حسینی، سید رسول، محمدی، مهدی (۱۳۸۸)، نقش اقلام تعهدی در عدم تقارن زمانی شناسایی سود و زیان اقتصادی، مجله حسابداری مدیریت، سال دوم، شماره اول.

\* حسین زاده، شیماء؛ جهانشاد، آریتا، (۱۳۹۶)، ارزیابی مدیریت سود بر مبنای واقعی و تعهدی جهت کسب میانگین سودآوری صنعت، فصلنامه علمی پژوهشی حسابداری مدیریت، سال دهم، شماره سی و پنجم.

\* حسینی، سید علی، اسماعیل زاده، حجت، غزنوی، محمدصادق (۱۳۹۴)، بررسی واکنش بیش از واقع سرمایه‌گذاران به اقلام تعهدی (ناهنجاری اقلام تعهدی) در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه علمی پژوهشی دانش سرمایه‌گذاری، سال چهارم، شماره چهاردهم.

\* فروغی، داریوش و رهروی دستجردی، علیرضا (۱۳۹۵)، ناهنجاری‌های بازار و بازده‌های غیرعادی، پیشرفت‌های حسابداری، ۳(۷۰)، ۱۲۷-۱۵۸.

- Finance Research Letters 20 (2017) 125–129.
- \* Fairfield, P. M., Whisenant, J. S., & Yohn, T. L. (2003). Accrued earnings and growth: Implications for future profitability and market mispricing. *The Accounting Review*, 78(1), 353-371.
  - \* Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, İ. (2005). Accrual reliability, earnings persistence and stock prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 437-485.
  - \* Richardson, S., Tuna, I., & Wysocki, P. (2010). Accounting anomalies and fundamental analysis: Are view of recent research advances. *Journal of Accounting and Economics*. 50: 410–454.
  - \* Ritter, J. , 2003. Investment banking and securities issuance. In: Constantinides, G., Harris, M., Stulz, R. (Eds.), *Handbook of Economics and Finance*. North-Holland, Amsterdam, pp. 255–306 .
  - \* Kothari, S. P., (2001). "Capital markets research in accounting". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 21, Pp. 105-231.
  - \* Khan, M. (2008). Are accruals mispriced? evidence from tests of an intertemporal capital asset pricing model. *Journal of Accounting and Economics*. 45: 55-77.
  - \* Dechow, P., 1994. Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals, *Journal of Accounting & Economics* 18, 3-42.
  - \* Sloan, R. (1996). Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review*, 71, 289–315.
  - \* Schwert, G. (2003). Anomalies and market efficiency, Chapter 15. Edited by George Constantinides, Milton Harris, and René Stulz. *Handbook of the economics of finance* (pp. 937–972). North-Holland.
  - \* Yamaguchi Tomoyasu (2014)" Real and accrual-based earnings management to achieve.
  - \* Zhang, X. F. (2007). Accruals, investment, and the accrual anomaly. *The Accounting Review*, 82(5), 1333-1363.
  - \* Wu, J. I. N., Zhang, L. U., & Zhang, X. F. (2010). The q-theory approach to understanding the accrual anomaly. *Journal of Accounting Research*, 48(1), 177-223