

بررسی ارتباط ارزشی جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی شرکت و صنعت با بازده سهام

محمدعلی سهمانی اصل* ، ادريس مصطفىوى**

چکیده

این تحقیق ارتباط ارزشی بین بازده اوراق بهادار و جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی در سطح صنعت و شرکت را مورد بررسی قرار می‌دهد. براساس یک نمونه متشکل از ۵۴۶ شرکت-سال از میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷، نتایج حاکی از آن بود که هم ارقام تعهدی و هم جریان‌های نقدی در سطح صنعت از نظر ارزشی مربوط و با بازده سهام به‌طور معناداری در ارتباط می‌باشند، اما این ارتباط زودتر از ارتباط بین جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی شرکت با بازده سهام شروع و پایان نمی‌پذیرد و این به معنای عدم تأیید فرضیه زمان‌بندی سود می‌باشد. از سوی دیگر تفاوت معناداری بین جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی در سطح صنعت وجود ندارد و ارقام تعهدی در سطح صنعت از نظر ارزشی مربوط‌تر از ارقام تعهدی شرکت می‌باشد. این یافته‌ها نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی در سطح صنعت از نظر ارزشی مربوط اما تجزیه سود صنعت به مؤلفه‌هایش لازم نیست، چرا که نیروی توضیحی بیشتری ورای سود صنعت فراهم نمی‌کند.

کلیدواژه‌ها: ارتباط ارزشی؛ جریان‌های نقدی شرکت؛ ارقام تعهدی شرکت؛ جریان‌های نقدی صنعت؛ ارقام تعهدی صنعت.

تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۰/۱۲/۱۵، تاریخ پذیرش مقاله: ۱۳۹۱/۰۳/۱۰
*استادیار، دانشگاه شهید بهشتی (نویسنده مسئول).

Email: sahmmani@bank-maskan.ir

**کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی.

۱. مقدمه

یک باور عمده در جامعه سرمایه‌گذاری این است که اطلاعات صنعت ارتباط ارزشی برای قیمت‌گذاری سهام یک شرکت دارد. تولید و بررسی اطلاعات صنعت در سطحی گسترده انجام می‌پذیرد. برای مثال انجمن‌های صنعت و تجارت مقادیر قابل توجهی از اطلاعات و داده‌های صنعت را فراهم می‌کند. اما مدارک و اسناد تجربی کمی وجود دارد که نشان می‌دهد سرمایه‌گذاران واقعاً از این اطلاعات استفاده می‌کنند. تحلیل‌گران مالی معمولاً در بخش‌ها و یا صنایع خاصی تخصص می‌یابند. متون حسابداری بر اهمیت مقایسه نسبت‌های مالی یک شرکت با شاخص‌های صنعت تأکید می‌کند. با فرض اهمیت مشاهده‌شده اطلاعات صنعت برای قیمت‌گذاری دارائی‌ها، به‌طور تعجب‌برانگیزی مدارک تجربی بسیار کمی در ارتباط با اطلاعات حسابداری صنعت وجود دارد. در رابطه با بررسی اطلاعات صنعت دو جریان تحقیق تجربی وجود دارد. یک جریان از تحقیق تجربی به محتوای اطلاعاتی یا "انتقال اطلاعاتی" که با اطلاعات صنعت در ارتباط است، سندیت می‌دهد. پژوهش درباره انتقال اطلاعات صنعت به بررسی این موضوع می‌پردازد که آیا اعلامات یا اخبار مربوط به یک شرکت بر قیمت‌های سهام دیگر شرکت‌ها در همان صنعت تأثیر می‌گذارد یا خیر [۱۶] تحقیق‌های تجربی که در این ارتباط می‌توان به آن اشاره کرد شامل اعلام سود [۱۳] اعلام فروش [۱۸] و پیش‌بینی‌های مدیریت [۷] می‌باشد.

جریان دیگری از تحقیق ارتباط ارزشی اطلاعات صنعت را با بررسی رابطه بین اطلاعات صنعت و بازده سهام بررسی می‌کند [۱۷]. بی‌ور پژوهش ارزش محور را به‌عنوان بررسی ارتباط بین یک متغیر وابسته مبتنی بر اوراق بهادار و مجموعه‌ای از متغیرهای حسابداری تعریف می‌کند [۹]. تحقیق در مورد ارتباط ارزشی سود صنعت [۱۷] فرضیه زمان‌بندی سود [۵] و ارتباط ارزشی مؤلفه‌های سود [۱۶] از جمله تحقیقات انجام‌گرفته در این زمینه می‌باشند. این پژوهش به بررسی ارتباط ارزشی مؤلفه‌های سود (جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی) در سطح صنعت و شرکت با بازده سهام شرکت می‌پردازد.

۲. مبانی نظری و پیشینه تحقیق

کاربرد الگوی قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای همراه با در نظر گرفتن این فرض که سود خالص حسابداری می‌تواند جایگزین جریان‌های نقدی شود؛ باعث شد که پژوهشگران درصدد شناسایی رابطه بین تغییرات غیرمنتظره در سود و نرخ بازده غیرمنتظره سهام شرکت برآیند. برای تحقیق در مورد این رابطه از الگوی بازار استفاده کردند. بررسی ارتباط بین بازده سهام و سود حسابداری به‌منظور مطالعه کارایی بازار سرمایه و همچنین ارزیابی سودمندی اطلاعات مندرج در

صورت‌های مالی از اهمیت خاصی برخوردار است. تحقیق بال و براون [۶] و تحقیقات بعد از آن شواهدی را در مورد اینکه بین تغییرات قیمت سهام، علامت و مقدار سود خالص غیرمنتظره رابطه مستقیمی وجود دارد. اما تغییرات قیمت سهام در روز اعلام سود خالص کمتر از تغییرات کل قیمت سهام مربوط به سود حاصل غیرمنتظره بود که این بیانگر این مطلب است که منابع مختلف اطلاعات وجود دارند [۲۲]. یکی از این منابع اطلاعاتی، اطلاعات مربوط به صنعت می‌باشد.

تولید و بررسی اطلاعات صنعت در سطحی گسترده انجام می‌پذیرد. در این ارتباط و با توجه به اینکه اطلاعات صنعت زودتر از اطلاعات مربوط به یک شرکت خاص در اختیار بازار قرار می‌گیرد. آبرز و فریمن مدلی را مطرح کردند که به "فرضیه زمان‌بندی سود" معروف است و آن بیان می‌دارد که سود در سطح صنعت پیش از سود در سطح یک شرکت خاص در قیمت‌های سهام گنجانده می‌شود، در واقع مدل آن‌ها پیش‌بینی می‌کند که اطلاعات مربوط به پیش‌بینی سود در سطح صنعت پیش از اطلاعات مربوط به پیش‌بینی سود یک شرکت خاص در دسترس قرار می‌گیرد. این موضوع توسط اعلامات متوالی اطلاعات که شامل (و نه محدود به) سود، پیش‌بینی‌های مدیریت و تحلیل‌گران و گزارشات صنعت و غیره تقویت می‌شود [۵].

از جمع جبری اجزاء سود شرکت‌ها در یک صنعت خاص با حذف سود یک شرکت خاص می‌توان به سود در سطح صنعت برای آن شرکت خاص دست یافت. لانگ و لاندلم بر این باورند که سود صنعت قدرت توضیحی و رای سود شرکت دارد. آن‌ها اظهار می‌دارند که سودهای یک شرکت، نشانه‌ای درباره ارزش آتی شرکت می‌باشد که یک مؤلفه در سطح صنعت دارد و با عواملی که در تمامی شرکت‌های فعال در آن صنعت مرتبط است، تعیین می‌شود. برای مثال می‌توان به هزینه سوخت برای صنعت ترابری یا هزینه مصالح برای صنعت ساختمان‌سازی اشاره کرد. آن‌ها همچنین بیان می‌دارند که ارزش آتی شرکت دارای یک مؤلفه رقابتی نیز می‌باشد که با رقابتش با دیگر شرکت‌ها در همان صنعت تعیین می‌شود. مدلی که لانگ و لاندلم ارائه کردند پیش‌بینی می‌کند که ضریب سود صنعت تابعی از عدم اطمینان درباره ارزش صنعت کلی در مقابل تفکیک ارزش صنعت بین شرکت‌ها می‌باشد [۱۷]. دی‌تریش قیاس خوبی از این دو مؤلفه ارائه می‌کند. انتقال اطلاعات مثبت تغییری در اندازه کیک (یعنی صنعت) ارائه می‌کند. در حالی که انتقال اطلاعات منفی تغییری در سهام کیک با اندازه ثابت در میان شرکت‌ها ارائه می‌کند [۱۲].

سود حسابداری براساس مبنای تعهدی اندازه‌گیری و گزارش می‌شود. از این رو بین سود حسابداری و جریان‌های نقدی عملیاتی گزارش شده در صورت گردش وجوه نقد، تفاوت به وجود می‌آید و سود حسابداری قابل تقسیم به دو بخش نقدی و تعهدی می‌شود:

جزء تعهدی + جزء نقدی = سود حسابداری

اقلام تعهدی + جریان‌های نقدی عملیاتی = سود حسابداری

تجزیه سود به دو بخش نقدی و تعهدی باعث کاهش میانگین خطای پیش‌بینی می‌شود. در این تحقیق بخش تعهدی سود با کسر بخش نقدی (جریان‌های نقدی عملیاتی) از سود عملیاتی به دست می‌آید. جریان‌های نقدی عملیاتی به عنوان بخش نقدی سود در نظر گرفته شده است. در ارتباط با سود در سطح صنعت نیز می‌توان این تفکیک را در نظر گرفت.

جزء تعهدی سود در سطح صنعت + جزء نقدی سود در سطح صنعت = سود حسابداری صنعت

یعنی از جمع جبری اجزاء سود شرکت‌ها در یک صنعت خاص با حذف سود یک شرکت خاص می‌توان به سود در سطح صنعت برای آن شرکت خاص دست یافت. تفکیک سود به مؤلفه‌های مهم است و این به خاطر ارزش‌گذاری‌های متفاوت در رابطه با مؤلفه‌های آن است. چرا که مطالعات نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی ارزش‌های بازار بیش‌تری نسبت به اقلام تعهدی دارند [۱۰، ۲۱] و از اقلام تعهدی پایدارترند [۲۰]. نظریه‌ای که پیرامون ارزش‌گذاری متفاوت وجود دارد این است که جریان‌های نقدی در دوره اخیر با اطمینان تحقق پیدا می‌کنند، اما اقلام تعهدی در جریان‌های نقدی آتی با مقداری عدم اطمینان محقق می‌شوند. بنابراین ارزش‌گذاری اقلام تعهدی می‌بایست تخفیفاتی را در رابطه با آینده، ثبات و ریسک در نظر بگیرد. از طرف دیگر بازار اقلام تعهدی را براساس کیفیت اقلام تعهدی ارزش‌گذاری می‌کند [۱۴]. کوتاری اظهار می‌دارد که تحقیق درباره مؤلفه‌های سود برای تعیین اینکه آیا آن‌ها محتوای اطلاعاتی و رای سود در قیمت‌گذاری اوراق بهادار دارند از اهمیت بالایی برخوردار است [۱۵]. تجمیع مؤلفه‌های سود شرکت‌ها در یک شاخص صنعت ممکن است بعضی از فاکتورها را (یعنی ثبات، پارازیت‌های تصادفی، اشتباهات برآورد، مدیریت سود و کیفیت اقلام تعهدی) که باعث می‌شوند جریان‌های نقدی یک شرکت و اقلام تعهدی آن ارزش‌های بازاری متفاوتی داشته باشند را، تا حدی کاهش دهد [۱۶]. در واقع از یکسو باعث می‌شود که تفاوت بین اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی در سطح صنعت کاهش و از سوی دیگر باعث می‌شود که اقلام تعهدی در سطح صنعت نسبت به اقلام تعهدی در سطح شرکت از نظر ارزشی مربوط‌تر گردد.

در این تحقیق ما از رویکرد ارتباط ارزشی اطلاعات به دو دلیل استفاده می‌کنیم:

۱. مجموعه اطلاعات در مورد صنعت بسیار گسترده و وسیع می‌باشد. سرمایه‌گذاران از جریان‌های نقدی و سود آگاه می‌شوند و نه فقط از طریق اعلام جریان‌های نقدی و سود بلکه از منابع اطلاعاتی غیر حسابداری بسیار زیادی از جمله گزارشات انجمن‌های تجاری و صنعت بنابراین رویکرد ارتباط ارزشی تعیین‌کننده این موضوع است که آیا سنجش سود و جریان‌های نقدی با مجموعه اطلاعات گسترده صنعت که در قیمت‌های سهام منعکس شده است، پایدار است [۱۱].

۲. به‌موقع بودن اطلاعات، یک مسئله برجسته نیست [۸]. اطلاعات صنعت در قیمت‌های سهام در یک دوره زمانی طولانی‌تر نسبت به بازه‌های زمانی (Windows) که معمولاً در مطالعات رویدادی استفاده می‌شود، گنجانده می‌شود.

فاستر نشان داد که اعلام سود توسط یک شرکت در یک صنعت، اطلاعاتی را در رابطه با سایر شرکت‌ها در همان صنعت ارائه می‌کند و از طرف دیگر قیمت‌های سهام شرکت‌هایی که هنوز سود خود را اعلام نکرده‌اند، چنین انتقال اطلاعات درون صنعتی را منعکس می‌کند [۱۳]. لانگ و لاندلم به این یافته می‌رسند که سودهای دیگر شرکت‌ها در همان صنعت به‌طور چشم‌گیری با نرخ بازده شرکت در دوره اعلام سود صنعت در ارتباط است [۱۷]. آیزر و فریمن به بررسی فرضیه زمان‌بندی مؤلفه‌های سود می‌پردازند و به این نتیجه رسیدند که بازده‌هایی که با سود در سطح صنعت در ارتباط است، پیش از بازده‌هایی که با سود شرکت در ارتباط است شروع و پایان می‌پذیرد [۵]. رامناس مشابه با آیزر و فریمن ماهیت زنجیره‌ای اطلاعات سود در یک صنعت را مورد بررسی قرار می‌دهد. او درمی‌یابد که اشتباه پیش‌بینی اولین شرکت اعلام‌کننده، اطلاعاتی درباره اشتباهات پیش‌بینی اعلام‌کننده‌های بعدی در آن صنعت را فراهم می‌کند [۱۹]. یافته‌های ویلیام وگری نشان داد که مؤلفه‌های سود صنعت (جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی) به‌طور چشم‌گیری با بازده سهام در ارتباط است و این ارتباط پیش از بازده‌هایی که با جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی یک شرکت خاص، شروع و پایان می‌پذیرد. برخلاف انتظارشان آن‌ها دریافتند که تفاوت چشم‌گیری بین جریان‌های نقدی در طول صنعت و اقلام تعهدی در طول صنعت وجود ندارد. همچنین آن‌ها به این نتیجه رسیدند که اقلام تعهدی در طول صنعت بیش از اقلام تعهدی یک شرکت خاص مربوط می‌باشد [۱۶].

در ایران محمد عرب مازار یزدی، محتوای فزاینده اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی را مورد بررسی قرار داد. یافته‌های تحقیق بر وجود محتوای فزاینده اطلاعاتی اجزای تعهدی و عدم وجود محتوای فزاینده اطلاعاتی جریان‌های نقدی دلالت دارد [۲]. سجادی رابطه بین سود غیرمنتظره و بازده غیرعادی آتی سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران را مورد بررسی قرار داد. یافته‌های پژوهش او نشان می‌داد، بین تغییرات غیرمنتظره سود و بازده غیرعادی آتی سهام رابطه مثبت معناداری وجود دارد [۱]. یافته‌های قائمی و همکاران حاکی از آن است که هموارسازی سود بر بازده‌های غیرعادی شرکت‌ها مؤثر نیست و لیکن عامل صنعت توأم با هموارسازی سود بر بازده غیرعادی شرکت مؤثر است [۴]. بررسی‌های عرب مازار یزدی حاکی از محتوای فزاینده اطلاعاتی اقلام تعهدی نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی بود [۳].

۳. توسعه فرضیه‌ها و مدل مفهومی

بررسی ادبیات تحقیق در رابطه با مؤلفه‌های سود به این یافته می‌رسد که مؤلفه‌های سود یک شرکت خاص یعنی جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی هر یک محتوای اطلاعاتی دارند [۸] و [۱۵] از سوی دیگر سود صنعت نیز از نظر ارزشی مربوط می‌باشد [۱۷]. بنابراین منطقی است که انتظار داشته باشیم، مؤلفه‌های سود صنعت نیز از نظر ارزشی مربوط باشند، همان‌طور که ویلیام وگری در پژوهش خود به این یافته می‌رسند [۱۶]. آیرز و فریمن براساس ماهیت زنجیره‌ای اطلاعات سود، فرضیه‌ی زمان‌بندی سود را مطرح و مورد آزمون قرار دادند که مطالعات آن‌ها نشان از تأیید فرضیه داشت [۵] مطالعات نشان می‌دهد که در سطح شرکت، جریان‌های نقدی ارزش‌های بازاری بالاتری نسبت به اقلام تعهدی دارند [۲۱] و از اقلام تعهدی پایدارترند [۲۰]. اما تجزیه سود به مؤلفه‌هایش و تجمیع آن در یک شاخص صنعت از یک طرف باعث می‌شود که اشتباهات، دستکاری‌ها و پارازیت‌های تصادفی به حداقل برسد و اقلام تعهدی در سطح صنعت از نظر ارزشی مربوط‌تر شود و از طرف دیگر باعث می‌شود که عوامل و فاکتورهایی که جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی شرکت را به‌طور متمایزی ارزش‌گذاری می‌کنند را کاهش دهد [۱۶].

با توجه به مطالب یاد شده، فرضیه‌ها در این تحقیق به شرح زیر طراحی شده و مورد آزمون قرار خواهند گرفت.

۱. اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی در سطح صنعت به‌طور قابل ملاحظه‌ای با بازده سهام شرکت I در ارتباط می‌باشد؛
۲. ارتباط بین بازده و اقلام تعهدی جریان‌های نقدی در سطح صنعت پیش‌تر از ارتباطات بین بازده و اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی یک شرکت خاص شروع می‌شود؛
۳. ارتباط بین بازده و اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی در سطح صنعت پیش از ارتباط بین بازده و اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی یک شرکت خاص پایان می‌پذیرد؛
۴. جریان‌های نقدی در سطح صنعت ارتباط ارزشی بیش‌تری نسبت به اقلام تعهدی در سطح صنعت دارند؛
۵. اقلام تعهدی در سطح صنعت ارتباط ارزشی بیش‌تری نسبت به اقلام تعهدی یک شرکت خاص دارند.

۴. روش‌شناسی

روش آزمون فرضیات. در این تحقیق هدف، بررسی ارتباط ارزشی بین بازده سهام به‌عنوان متغیر وابسته و مؤلفه‌های سود (جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی) در سطح صنعت و شرکت

به‌عنوان متغیرهای توضیحی می‌باشد. بررسی ارتباط ارزشی جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی در سطح صنعت عمدتاً بر پایه و ادامه کار آبرز و فریمین [۵] است. آن‌ها برای بررسی این ارتباط از مدل زیر استفاده کردند.

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 IE_{j,t+1} + \beta_2 IE_{j,t} + \beta_3 IE_{j,t+1} + \beta_4 FE_{i,t+1} + \beta_5 FE_{i,t} + \beta_6 FE_{i,t+1} + e_{i,t}$$

(A&F equation 1, p. 208)

این مدل یک معادله رگرسیونی بین بازده‌های غیرعادی انباشته صنایع پیش‌رو و پس‌رو سود شرکت می‌باشد. ویلیام وگری مدل فوق را از طریق تفکیک سود صنعت و شرکت به مؤلفه‌های جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی آن بسط دادند، ما نیز از مدل آن‌ها برای آزمون فرضیات استفاده می‌کنیم.

$$CAR_{i,t} = \alpha + \beta_1 ICF_{j,t+1} + \beta_2 IACC_{j,t+1} + \beta_3 ICF_{j,t} + \beta_4 IACC_{j,t} + \beta_5 ICF_{j,t+1} + \beta_6 IACC_{j,t+1} + \beta_7 FCF_{i,t+1} + \beta_8 FACCC_{i,t+1} + \beta_9 FCF_{i,t} + \beta_{10} FACCC_{i,t} + \beta_{11} FCF_{i,t} + \beta_{12} FACCC_{i,t+1} + e_{i,t}$$

که در آن:

CAR: بازده غیرعادی انباشته شرکت i در سال t

ICF: مؤلفه در سطح صنعت تغییر در جریان‌های نقدی صنعت j

IACC: مؤلفه در سطح صنعت تغییر در اقلام تعهدی صنعت j

FCF: مؤلفه تغییر در جریان‌های نقدی شرکت i

FACC: مؤلفه تغییر در اقلام تعهدی شرکت i می‌باشد.

در این پژوهش بررسی و آزمون فرضیه‌ها از طریق محاسبه و مقایسه ضرایب رگرسیونی معادله فوق (β_i) انجام می‌پذیرد. در ادامه روش اندازه‌گیری هریک از متغیرهای معادله فوق بیان خواهد شد.

اندازه‌گیری متغیر وابسته. متغیر وابسته در این تحقیق بازده غیر عادی انباشته ($CAR_{i,t}$) در سال t برای شرکت i می‌باشد. مجموع بازده‌های غیر عادی ۱۲ ماه و به صورت زیر محاسبه می‌شود.

$$CAR_{i,t} = \sum_{m=-8}^{+3} AR_{im}$$

در فرمول بالا AR_{im} بازده غیرعادی ماهانه برای شرکت i می‌باشد و دوره جمع‌بندی ۸ ماه قبل از اسفند ماه سال t به‌عنوان پایان سال مالی شروع و ۳ ماه بعد از آن پایان می‌پذیرد. بازده غیرعادی ماهانه به‌عنوان باقیمانده مدل بازاری برآورد شده و به‌صورت زیر محاسبه می‌شود.

$$AR_{im} = R_{im} - E[R_{im}]$$

R_{im} بازده واقعی شرکت i برای ماه m و $E[R_{im}]$ بازده مورد انتظار برای شرکت i در ماه m می‌باشد که با استفاده از مدل بازاری برای دوره ۲۴ ماه پیش از ماه M محاسبه شده است. یعنی با استفاده از داده‌های این دوره برآورد ضرایب مدل بازاری به‌عمل آمده و سپس مقدار مورد انتظار به‌دست آمده است.

اندازه‌گیری متغیرهای توضیحی. سود در سطح صنعت $(IE_{j,t})$ و اجزای آن یعنی مؤلفه نقدی سود در سطح صنعت $(ICF_{j,t})$ و مؤلفه تعهدی سود در سطح صنعت $(IACC_{j,t})$ به‌صورت خالص از سود در سطح بازار محاسبه گردیده‌اند. به این صورت که عملکرد صنعت به نسبت عملکرد در سطح بازار محاسبه گردیده است.

$$IE_{j,t} = \Delta I \text{ earnings}_{j,t} - \Delta ME \text{ earnings}_t$$

$$ICF_{j,t} = \Delta \text{Industry CF}_{j,t} - \Delta \text{Market CF}_t$$

$$IACC_{j,t} = IE_{j,t} - ICF_{j,t}$$

لازم به یادآوری است که منظور از مؤلفه سود در سطح بازار، مؤلفه سود در سطح همه شرکت‌های نمونه می‌باشد. از سوی دیگر هر کدام از این مؤلفه‌های به‌صورت زیر محاسبه می‌گردند.

$$\Delta I \text{ Earnings}_{j,t} = t \text{ سال } \quad \text{میانۀ تغییر در سود همه شرکت‌های مربوط به صنعت}$$

$$\Delta ME \text{ earnings}_t = t \quad \text{میانۀ تغییر در سود در همه صنایع در سال}$$

$$\Delta \text{Industry CF}_{j,t} = t \text{ سال } \quad \text{میانۀ تغییر در جریان نقدی عملیاتی شرکت‌های موجود در صنعت } \Delta \text{Market CF}_t = t \quad \text{میانۀ تغییر در جریان نقدی در سطح صنعت همه صنایع در سال}$$

متغیرهای مستقل در سطح یک شرکت خاص شامل سود در سطح یک شرکت خاص (FE) و مؤلفه‌های آن یعنی جریان‌های نقدی شرکت $(FCF_{i,t})$ و مؤلفه‌های تعهدی آن $(FACC_{i,t})$

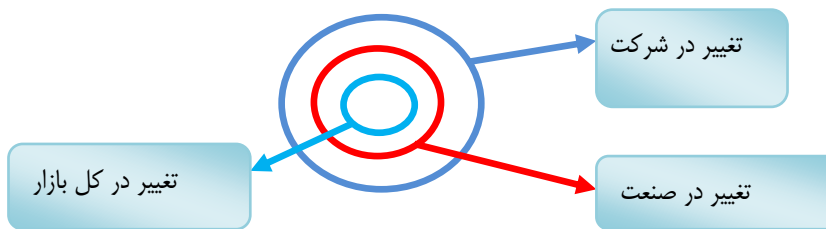
که به تغییرات در آن‌ها به صورت خالص از تغییرات در صنعت محاسبه می‌گردد. یعنی عملکرد شرکت نسبت به عملکرد صنعت اندازه‌گیری می‌شود.

$$FE_{i,t} = \Delta Earnings_{i,t} - \Delta Earnings_{j,t}$$

$$FCF_{i,t} = \Delta FirmCF_{i,t} - \Delta IndustryCF_{j,t}$$

$$FACC_{i,t} = FE_{i,t} - FCF_{i,t}$$

تغییر در سود عملیاتی یک شرکت در سال t به تغییرات بین سال‌های $t-1$ ، t اشاره دارد. در معادلات بالا برای کنترل اندازه شرکت‌ها تغییرات در سود و مؤلفه‌های آن در سطح شرکت‌ها بر ارزش بازار سهام در ابتدای دوره تقسیم گردید. منظور از ارزش بازار سهام، ارزش بازار سهام عادی در دست مردم می‌باشد. که با ضرب تعداد سهام عادی در دست مردم در قیمت بازار این سهام در ابتدای دوره به دست آمد. یعنی در این نمونه تغییر در عایدات یک شرکت منهای تغییرات در کل بازار به دو دسته مرتبط با صنعت و شرکت تقسیم گردید. همان‌طور که بیان شد تغییر در عایدات در سه سطح طبقه‌بندی گردید؛ که در شکل ۱ نشان داده شده است.



شکل ۱. طبقه‌بندی تغییر در عایدات شرکت در ۳ سطح (بازار-صنعت-شرکت)

نمونه‌گیری. در این تحقیق مراحل انتخاب نمونه با کل شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران برای سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ آغاز شد. سپس برای همگن‌سازی نمونه انتخابی به ناچار از روش حذفی استفاده می‌شود. بنابراین نمونه آماری این پژوهش کلیه صنایع فعال و شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران که دارای شرایط زیر باشند را شامل می‌شود.

۱. صنایعی که دارای حداقل سه شرکت فعال باشند؛

۲. کلیه شرکت‌های که اطلاعات مربوط به بازده سهام و سود و زیان و جریان‌های نقدی آن‌ها وجود داشته باشد؛

۳. حداکثر تا ابتدای سال ۱۳۷۸ و یا قبل از آن در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته و سهام آن‌ها مورد معامله قرار گرفته باشد؛

۴. جزء صنایع سرمایه‌گذاری و واسطه‌گری مالی نباشند.

با توجه به محدودیت فوق تعداد ۱۲۰ شرکت در ۱۴ صنعت واجد شرایط برای بررسی می‌باشد. برای جلوگیری از نمونه‌گیری خوشه‌ای از هر صنعت به روش تصادفی حداقل ۳ شرکت و حداکثر ۹ شرکت انتخاب گردیده است در این راستا شرکت‌های که اطلاعات مربوط به بازده سهام، سود و جریان‌های نقدی‌شان موجود نبوده از نمونه حذف گردیده‌اند. نمونه شامل تعداد ۹۱ شرکت در ۱۴ صنعت می‌باشد، که مجموعاً تعداد مشاهدات برابر است با ۵۴۶ مورد شرکت - سال می‌باشد.

یافته‌های پژوهش. همان‌طور که در بخش‌های قبل اشاره شد، داده‌های مربوط به ۹۱ شرکت عضو نمونه آماری تحقیق در ۱۴ صنعت طی سال‌های ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷، از بانک‌های اطلاعاتی موجود استخراج و به صفحه گسترده اکسل منتقل شد. پس از انجام محاسبات لازم برای متغیرهای تحقیق، اطلاعات مربوط به این متغیرها در فایل‌های مناسب ذخیره شد. جدول ۱ حاوی آماره توصیفی داده‌های مورد مطالعه است.

جدول ۱. آمار توصیفی

ضرایب	تعداد	انحراف معیار	حداکثر	میانگین	حداقل
<i>ICF</i>	۵۴۶	۰/۱۳۰	۰/۴۰۲	۰/۰۲۱	-۰/۳۵۴
<i>IACC</i>	۵۴۶	۰/۱۳۹	۰/۵۱۰	۰/۰۱۳	-۰/۵۵۰
<i>FCF</i>	۵۴۶	۰/۵۰	۰/۴۵۳	۰/۲۱۳	-۰/۴۲۴
<i>FACC</i>	۵۴۶	۰/۴۹۵	۰/۳۹۹	۰/۲۴۲	-۰/۴۰۵
<i>CAR</i>	۵۴۶	۰/۵۹۷	۰/۵۹۳	-۰/۰۰۵	-۰/۲۵۵

Icf جریان نقدی در سطح صنعت، IACC اقلام تعهدی در سطح صنعت، FCF جریان نقدی شرکت، FACC اقلام تعهدی شرکت و CAR بازده غیرعادی انباشته می‌باشد. لازم به تذکر است که ارقام مربوط به متغیرها در این جدول، به میلیارد ریال گزارش شده‌اند.

در این تحقیق برای بررسی ارتباط ارزشی مؤلفه‌های سود در سطح صنعت و شرکت، به منظور آزمون فرضیه‌های تحقیق، از روش رگرسیون استفاده شده است. در هنگام استفاده از روش رگرسیون توجه به چند نکته ضروری است. اول اینکه نتایج حاصل از رگرسیون زمانی قابل اتکا است که مدل رگرسیون برازش شده، در کل معنادار باشد. آماره F در جدول ۲ حاکی از معنادار

بودن این مدل در سطح ۹۰٪-۹۹٪ در سال‌های ۸۲ تا ۸۷ است. مطلب مهم بعدی، استقلال اجزای خطا در مدل برازش شده است. برای آزمون این مطلب نیز از آماره دوربین واتسون استفاده می‌شود. اگر این آماره بین ۱/۵ - ۲/۵ باشد، می‌توان بر این مطلب صحت گذاشت که اجزای خطا در این مدل همبستگی معناداری با یکدیگر نداشته و رفتاری مستقل از هم دارند. همان‌گونه که در جدول ۲ مشاهده می‌شود این آماره در این بازه قرار گرفته است، بنابراین استقلال اجزای خطا در مدل برازش شده رگرسیون در این تحقیق تأیید می‌شود.

جدول ۲ تحلیل رگرسیون

سال	آماره F	P-Value	آماره دوربین-واتسون
۱۳۸۲	۲/۰۳۶	۰/۰۳۲	۱/۷۲۴
۱۳۸۳	۱/۷۰۶	۰/۰۸۱	۱/۷۹۴
۱۳۸۴	۲/۴۸۹	۰/۰۰۸	۲/۱۷۹
۱۳۸۵	۴/۴۰۴	۰/۰۰۰	۱/۸۵۷
۱۳۸۶	۲/۲۷۲	۰/۰۱۶	۲/۰۲۱
۱۳۸۷	۱/۷۱۷	۰/۰۷۹	۲/۱۲۴

مطلب بعدی که توجه به آن در هنگام استفاده از روش رگرسیون اهمیت به‌سزایی دارد، نرمال بودن توزیع اجزاء خطا در مدل برازش شده است. بدین منظور از آزمون کلموگروف - اسمیرنوف استفاده شده است. جدول ۳ نتایج این آزمون را نشان می‌دهد. در این آزمون فرضیه این‌گونه تعریف می‌شود که داده‌ها نرمال هستند. همان‌طور که ملاحظه می‌شود آماره Z در این جدول بیانگر، نرمال بودن توزیع اجزاء خطا در مدل رگرسیون برازش شده است.

جدول ۳. آزمون کلموگروف-اسمیرنوف

آزمون کلموگروف - اسمیرنوف	باقیمانده						
	۱۳۸۲	۱۳۸۳	۱۳۸۴	۱۳۸۵	۱۳۸۶	۱۳۸۷	
N	۹۱	۹۱	۹۱	۹۱	۹۱	۹۱	
Normal Parametersa	میانگین	-۱۱/۵	-۲/۴۸	-۱۷	-۰/۷۹	۱/۰۲	-۶/۹۷
	انحراف معیار	۸۲/۶۸	۴۵/۷۴	۳۹/۸۱	۴۴/۰۷	۵۲/۷۶	۴۶/۱۳
Most Extreme Differences	مقدار مطلق	۰/۰۸۸	۰/۱۳۳	۰/۰۶۸	۰/۱۰۷	۰/۰۹۵	۰/۰۹۲
	مثبت	۰/۰۸۸	۰/۰۹۳	۰/۰۶۸	۰/۱۰۷	۰/۰۸۶	۰/۰۸۴
	منفی	-۰/۰۸	-۰/۱۳	-۰/۰۶	-۰/۰۵	-۰/۱۰	-۰/۰۹
Kolmogorov-Smirnov Z	۰/۸۴۱	۱/۲۷۳	۰/۶۴۸	۱/۰۱۸	۰/۹۰۴	۰/۸۸	
Asymp. Sig. (2-tailed)	۰/۴۷۹	۰/۰۷۸	۰/۷۹۵	۰/۲۵۱	۰/۳۸۸	۰/۴۲۲	

داده‌های مورد استفاده در این تحقیق، داده‌های مقطعی می‌باشند. در تحلیل به‌کمک رگرسیون مقطعی، ابتدا برای هر سال یک معادله رگرسیون برآورد گردید، پس از آن میانگین ضرایب رگرسیونی محاسبه و با استفاده از آماره t دو دنباله معناداری ضرایب رگرسیون مورد آزمون قرار گرفت. در جدول ۴ نتایج آزمون معناداری ضرایب رگرسیون بیان شده است. همان‌طور که در جدول ۴ مشاهده می‌شود ضرایب جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی در سطح صنعت ($ICF_{j,t}$) (IACC $_{j,t}$) در سال t در سطح خطای ۵٪ معنادار می‌باشد. همچنین جریان‌های نقدی در سطح شرکت ($FCF_{i,t}$) در سال t در سطح خطای ۱۰٪ و اقلام تعهدی در سطح شرکت ($FACC_{i,t}$) در سال‌های t و $t+1$ در سطح خطای ۵٪ معنادار می‌باشد. مابقی ضرایب در سطح خطای ۱۰٪ معنادار نمی‌باشند. همچنین در این جدول مقدار R^2 تعدیل‌شده برای هر یک از مدل‌های رگرسیون (سال‌ها) محاسبه شده است.

جدول ۴. آزمون ضرایب رگرسیون

سال	۸۲	۸۳	۸۴	۸۵	۸۶	۸۷	جمع	میانگین	t آماره	Sig
ضرایب										
مقدار ثابت	-۰/۲۶۳	-۰/۰۲۸	-۰/۱۲۵	-۰/۰۶۴	-۰/۰۶۲	-۰/۰۷۴	-۰/۵۰۲	-۰/۰۸۴		
ICF $_{j,t-1}$	-۰/۵۰۱	-۰/۱۲۶	-۰/۴۷۷	۱/۱۳۸	-۴/۷۳۹	۱/۱۰۸	-۳/۶۴۳	-۰/۶۰۷	-۰/۶۷۲	۰/۵۳۲
IACC $_{j,t-1}$	-۱/۴۹۸	-۱/۴۲۹	-۰/۱۸۹	۱/۷۳۳	-۵/۱۲۱	۲/۳۸۲	-۴/۱۲۲	-۰/۶۸۷	-۰/۶۲۴	۰/۵۶۰
ICF $_{j,t}$	-۳/۱۲۹	-۳/۰۴۹	-۰/۴۶۴	-۱/۲۷۲	-۰/۴۶۲	-۱/۳۱۴	-۹/۶۹۰	-۱/۶۱۵	-۳/۲۹۴	۰/۰۲۲
IACC $_{j,t}$	-۱/۱۷۲	-۲/۱۸۳	-۰/۹۶۸	-۱/۳۰۵	-۰/۲۹۳	-۰/۹۶۷	-۸/۸۸۸	-۱/۴۸۱	-۶/۰۳۸	۰/۰۰۲
ICF $_{j,t+1}$	۲/۸۸۳	۴/۲۲۲	-۰/۷۵۸	۰/۲۸۴	۰/۳۸۶	-۰/۱۰۰	۷/۰۰۷	۱/۱۶۸	۱/۴۷۷	۰/۲۰۰
IACC $_{j,t+1}$	۳/۳۶۸	۳/۱۴۷	-۱/۰۳۰	۰/۵۹۳	-۰/۲۷۷	-۰/۰۹۳	۵/۷۰۸	-۰/۹۵۱	۱/۲۵۲	۰/۲۶۶
FCF $_{i,t-1}$	-۰/۵۰۹	۰/۳۶۱	-۰/۵۶۵	-۰/۴۹۲	۰/۱۲۵	-۰/۳۲۲	-۱/۴۰۲	-۰/۲۳۴	-۱/۴۸۵	۰/۱۹۸
FACC $_{i,t-1}$	-۰/۳۳۷	۰/۵۳۸	-۰/۵۵۴	-۰/۸۹۳	۰/۲۰۵	-۰/۴۰۵	-۱/۴۴۶	-۰/۲۴۱	-۰/۱۳۰	۰/۳۱۰
FCF $_{i,t}$	۰/۹۴۸	۰/۰۳۶	-۰/۱۷۴	۰/۸۰۵	۰/۲۹۴	۰/۳۲۹	۲/۲۲۸	۰/۳۷۳	۲/۱۰۹	۰/۰۸۹
FACC $_{i,t}$	۰/۶۴۱	۰/۳۴۱	-۰/۰۳۱	۰/۵۹۸	۰/۳۹۰	۰/۷۱۳	۲/۶۵۲	۰/۴۴۲	۳/۹۵۹	۰/۰۱۱
FCF $_{i,t+1}$	۰/۹۶۹	-۰/۱۲۵	۰/۲۹۶	-۰/۰۱۱	۰/۴۶۶	۰/۰۲۳	۱/۶۱۸	۰/۲۷۰	۱/۶۲۷	۰/۱۶۵
FACC $_{i,t+1}$	۰/۸۰۳	۰/۴۱۶	-۰/۴۶۸	۰/۰۲۱	-۰/۴۷۵	۰/۲۴۱	۲/۴۲۴	-۰/۴۰۴	۳/۷۸۵	۰/۰۱۳
R^2 تعدیل شده	۰/۱۲۱	۰/۰۸۶	۰/۱۶۶	۰/۳۱۲	۰/۱۴۵	۰/۰۸۷				

پس از بررسی و تحلیل رگرسیون و آزمون ضرایب رگرسیونی، حال نوبت به بررسی و آزمون فرضیه‌های تحقیق می‌رسد.

۵. تحلیل داده‌ها

نتایج آزمون فرضیه‌ها در جدول ۵ ارائه شده است. نتایج آزمون فرضیه اول حاکی از آن است که ضریب جریان‌های نقدی در سطح صنعت ($ICF_{j,t}$) برابر با $(-۱/۶۱۵)$ در سطح خطای ۵٪ و ضریب اقلام تعهدی در سطح صنعت ($IACC_{j,t}$) برابر با $(-۱/۴۸۱)$ در سطح خطای ۱٪ معنادار می‌باشد، در نتیجه فرضیه اول تأیید می‌شود. با توجه به مباحث مطرح شده در بخش‌های قبل، مؤلفه‌های سود یک شرکت خاص، یعنی جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی هر یک دارای محتوای اطلاعاتی می‌باشند. منطقی است که انتظار داشته باشیم این برای اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی در سطح صنعت نیز صادق باشد. نتایج در این زمینه مشابه با نتایج لانگ و لاندنهم [۱] و ویلیام و گری [۱۶] است. یعنی مؤلفه‌های سود در سطح صنعت از نظر ارزشی مربوط می‌باشند.

جدول ۵. نتایج آزمون فرضیه‌ها

شرح	ضرایب	مقادیر	آماره t	P-Value
فرضیه اول	$ICF_{j,t}$	-۱/۶۱۵	-۳/۲۹۴	۰/۰۲۲
	$IACC_{j,t}$	-۱/۴۸۱	-۶/۰۳۸	۰۰۲
فرضیه دوم	$ICF_{j,t+1} > FCF_{i,t+1}$	$۰/۱۶۷ > ۰/۲۷۰$	۱/۱۳۱	۰/۱۵۵
	$IACC_{j,t+1} > FACC_{i,t+1}$	$۰/۹۵۱ > ۰/۴۰۴$	-۰/۷۶۲	۰/۲۴۱
	$FCF_{i,t-1}$	-۰/۲۳۴	-۱/۴۸۵	۰/۱۹۸
فرضیه سوم	$FACC_{i,t-1}$	-۰/۲۴۱	-۱/۱۳	۰/۳۱۰
	$ICF_{j,t-1}$	-۰/۶۰۷	-۰/۶۷۲	۰/۵۳۲
	$IACC_{j,t-1}$	-۰/۶۸۷	-۰/۶۲۴	۰/۵۶۰
فرضیه چهارم	$ICF_{j,t-1} > IACC_{j,t-1}$	$-۰/۶۰۷ > -۰/۶۸۷$	-۰/۲۳۰	۰/۴۱۴
	$ICF_{j,t} > IACC_{j,t}$	$ -۱/۶۱۵ > -۱/۴۸۱ $	-۰/۲۵۶	۰/۴۰۴
	$ICF_{j,t+1} > IACC_{j,t+1}$	$۱/۱۶۸ > ۰/۹۵۱$	-۰/۹۰۳	۰/۲۰۴
فرضیه پنجم	$IACC_{j,t-1} > FACC_{i,t-1}$	$ -۰/۶۸۷ > -۰/۲۴۱ $	-۰/۳۶۵	۰/۳۶۹
	$IACC_{j,t} > FACC_{j,t}$	$ -۱/۴۸۱ > ۰/۴۴۲ $	-۷/۴۸۲	۰/۰۰۱
	$IACC_{j,t+1} > FACC_{j,t+1}$	$۰/۹۵۱ > ۰/۴۰۴$	-۰/۷۶۲	۰/۲۴۱

فرضیه دوم ضرایبی را برای اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی در سطح صنعت ($ICF_{j,t+1}$ ، $+$)_۱ در سال $t+1$ پیش‌بینی می‌کند که به‌طور معناداری بزرگ‌تر از ضرایب اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی در سطح یک شرکت خاص ($FCF_{j,t+1}$ ، $FACC_{j,t+1}$) در سال $t+1$ می‌باشد. نتایج در جدول حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۵٪ تفاوت معناداری بین ضرایب جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی در سطح صنعت و شرکت وجود ندارد. در نتیجه فرضیه دوم رد

می‌شود. فرضیه سوم ضرابی را برای مؤلفه‌های سود در سطح صنعت ($IACC_{j,t-1}$, $ICF_{j,t-1}$) در سال $t-1$ پیش‌بینی می‌کند که به‌طور معناداری بزرگ‌تر از صفر است؛ در حالی که ضرایب برای مؤلفه‌های سود در سطح شرکت ($FACC_{j,t-1}$, $FCF_{j,t-1}$) در سال $t-1$ متفاوت از صفر نمی‌باشد. همان‌طور که در جدول ۵ آمده است نتایج حاکی از آن است که هیچ یک از ضرایب در سطح اطمینان ۹۵٪ تفاوت معناداری با صفر ندارند. از این‌رو فرضیه سوم نیز تأیید نمی‌شود. نتایج آزمون فرضیه دوم و سوم بیانگر این است که فرضیه زمان‌بندی سود مبنی بر اینکه ارتباط بین بازده سهام با سود صنعت پیش از ارتباط بین بازده سهام با سود شرکت شروع و پایان می‌پذیرد، تأیید نمی‌شود و این برخلاف نتایج تحقیقات پیشین توسط آیزر و فریمن [۵] و ویلیام و گری [۱۶] است. فرضیه چهارم پیش‌بینی می‌کند که ضریب مؤلفه نقدی سود در سطح صنعت ($ICF_{j,t}$) به‌طور معناداری بزرگ‌تر از ضریب مؤلفه تعهدی در سطح صنعت ($IACC_{j,t}$) می‌باشد. نتایج آزمون حاکی از این است که به‌لحاظ آماری همان‌طور که در جدول ۵ آمده است، تفاوت معناداری بین ضرایب جریان‌های نقدی در سطح صنعت و ضرایب مؤلفه تعهدی در سطح صنعت وجود ندارد. در نتیجه در سطح خطای ۵٪ و با احتمال ۹۵٪ فرضیه فوق رد می‌شود. نتایج آزمون این فرضیه سازگار با نتایج تحقیق پیشین توسط ویلیام و گری [۱۶] است که اظهار داشتند تجزیه سود به مؤلفه‌هایش و تجمیع آن در یک شاخص صنعت از یک طرف باعث می‌شود که اشتباهات، دستکاری‌ها و پارازیت‌های تصادفی به حداقل برسد و ارقام تعهدی در سطح صنعت از نظر ارزشی مربوط‌تر شود و از طرف دیگر باعث می‌شود که عوامل و فاکتورهایی که جریان‌های نقدی و ارقام تعهدی شرکت را به‌طور متمایزی ارزش‌گذاری می‌کنند را کاهش دهد [۱۶]. فرضیه پنجم ضرابی را برای ارقام تعهدی در سطح صنعت ($IACC_{j,t}$) پیش‌بینی می‌کند که به‌طور معناداری بزرگ‌تر از ضرایب ارقام تعهدی در سطح یک شرکت خاص ($FACC_{j,t}$) می‌باشد. با توجه به نتایج آزمون که در جدول ۵ بیان شده است، ضریب ارقام تعهدی در سطح صنعت برابر با $(-1/481)$ در سطح خطای ۱٪ و در سطح اطمینان ۹۹٪ به‌طور معناداری بزرگ‌تر از ضریب ارقام تعهدی یک شرکت خاص ($0/442$) می‌باشد. نتایج آزمون این فرضیه نیز مشابه با نتایج تحقیق پیشین توسط ویلیام و گری [۱۶] می‌باشد. و این سازگار با یافته‌های سابرامانیام [۲۱] است که بیان می‌دارد مدیریت سود فرصت‌طلبانه به‌طور متوسط در جامعه آماری رخ نمی‌دهد. همچنین سازگار با یافته‌های لانگ و لاندلم [۱۷] می‌باشد که بیان می‌دارند سود صنعت قدرت توضیحی و رای سود شرکت دارد. تجمیع ارقام تعهدی شرکت‌ها در یک شاخص صنعت باعث می‌شود که مدیریت فرصت‌طلبانه سود، ارقام موقتی، اشتباهات و پارازیت‌های تصادفی که در ارقام تعهدی یک شرکت خاص یافت می‌شود، کاهش یابد. بنابراین همان‌طور که پیش‌بینی می‌شد، ارقام تعهدی در سطح صنعت مربوط‌تر از ارقام تعهدی شرکت می‌باشد.

۶. بحث و نتیجه‌گیری

از آنجایی که سود شرکت با بازده سهام شرکت در ارتباط است. این انتظار می‌رود که سود صنعت نیز از نظر ارزشی مربوط باشد. تولید و بررسی اطلاعات صنعت در سطحی گسترده انجام می‌شود و از آنجایی که اطلاعات صنعت زودتر از اطلاعات یک شرکت خاص در اختیار بازار قرار می‌گیرد، فرضیه‌ی زمان‌بندی سود مطرح می‌شود که بیان می‌دارد اطلاعات مربوط به سود صنعت، زودتر از اطلاعات مربوط به سود شرکت در قیمت‌های سهام گنجانده می‌شود. در رابطه با مفیدبودن مؤلفه‌های سود (جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی) برای ارزیابی شرکت، گفته‌های متعددی وجود دارد. از یکسو هیأت استانداردهای حسابداری مالی معتقد است که اقلام تعهدی برای ارزیابی سهام سودمند است و از طرف دیگر، برخی از تحلیل‌گران مالی قابلیت اتکاء و مربوط بودن سود را به دلیل اجزاء تعهدی آن مورد پرسش قرار می‌دهند. آن‌ها این بحث را مطرح می‌کنند که مدیران تمایل دارند که سود را دستکاری کنند. اما تجزیه‌ی سود به مؤلفه‌هایش و تجمیع آن در یک شاخص صنعت از یک سو باعث کاهش خطای پیش‌بینی و از سوی دیگر باعث افزایش کیفیت اقلام تعهدی و مربوط بودن آن می‌شود. این به‌خاطر کاهش عوامل و فاکتورهای (پارازیت‌های تصادفی، اشتباهات، دستکاری‌های مدیریت و...) است که مربوط بودن اقلام تعهدی را کاهش می‌دهند.

براساس یک نمونه شامل ۵۴۶ شرکت - سال طی دوره زمانی ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۷ از میان شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، این تحقیق ارتباط ارزشی مؤلفه‌های سود در سطح صنعت و شرکت را مورد بررسی قرار داد. همان‌طور که انتظار می‌رفت سود در سطح صنعت از نظر ارزشی مربوط می‌باشد. اما تفکیک سود صنعت به مؤلفه‌هایش لازم نیست، زیرا تفاوت معناداری بین ضرایب جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی در سطح صنعت وجود ندارد. از سوی دیگر برخلاف انتظار و تحقیقات پیشین ارتباط بین بازده و جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی در سطح صنعت پیش از ارتباط بین بازده و جریان‌های نقدی و اقلام تعهدی در سطح شرکت، شروع و پایان نمی‌پذیرد. این امر را می‌توان عدم تأیید فرضیه‌ی زمان‌بندی سود دانست. مطابق با پیش‌بینی و تحقیقات پیشین اقلام تعهدی در سطح صنعت نسبت به اقلام تعهدی در سطح شرکت از نظر ارزشی مربوطتر است. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که اطلاعات صنعت از نظر ارزشی مربوط می‌باشد.

با توجه به نتایج حاصل از پژوهش و اهمیت موضوع می‌توان پیشنهادات زیر را ارائه نمود:
- پیشنهاد می‌شود که استفاده‌کنندگان از صورت‌های مالی با توجه به مربوط بودن اطلاعات صنعت، به اطلاعات صنعت نیز توجه کنند. از این رو پیشنهاد می‌شود که ساز و کارهایی فراهم

گردد تا اطلاعات صنعت به‌طور مستمر از طریق انجمن‌ها و اتحادیه‌های صنعت در اختیار استفاده‌کنندگان قرار گیرد.

- پژوهش‌های آتی می‌تواند کیفیت سود، مدیریت سود و پایداری سود را در سطح صنعت و شرکت مورد بررسی قرار دهد.

منابع

۱. سجادی، حسین. عوامل مرتبط با سود غیرمنتظره و رابطه آن با قیمت سهام. بررسی‌های حسابداری و حسابرسی ۱۳۷۷: ۲۶-۲۵: ۶۰-۳۴
۲. عرب مازار یزدی، محمد (۱۳۷۴). "محتوای افزایشده اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی"، پایان نامه دکترا، دانشگاه تهران، دانشکده مدیریت. صص ۵۶-۲۶
۳. عرب مازار یزدی، محمد، مشایخی، بیتا و رفیعی، افسانه (۱۳۸۵). "محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی و تعهدی در بازار سرمایه ایران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۳، صص ۸۸-۹۹
۴. قائمی، محمدحسین، قیطاسوند، محمود و توجیکی، محمود (۱۳۸۲). "تاثیر هموارسازی سود بر بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۳، صص ۱۵۱-۱۳۳.
5. Ayers, Benjamin, and Robert N. Freeman. ۱۹۹۷. Market assessment of industry and firm earnings information. *Journal of Accounting and Economics* ۲۴: ۲۰۵-۲۱۸.
6. Ball, R.J., and P. Brown, "An Empirical Evaluation Of Accounting Income Numbers, " *Journal Of Accounting Research* ۶(Autumn ۱۹۶۸), pp. ۱۵۹-۱۷۸
7. Baginski, Stephen P. ۱۹۸۷. Intraindustry information transfers associated with management forecast of earnings. *Journal of Accounting Research* ۲۵: ۱۹۶-۲۱۶.
8. Beaver, William H, John .R M. and Wayne, R.L., (۱۹۹۹). "Accruals, Cash Flows , and Equity Values". www.ssrn.com.
9. Beaver, William H. ۲۰۰۲. Perspectives on recent capital market research. *The Accounting Review* ۷۷: ۴۵۳-۴۷۴.
10. Cheng, C.S. Agnes, Chao-Shin Liu, and Thomas F. Schaefer. ۱۹۹۶. Earnings permanence and the incremental information content of cash flows from operations. *Journal of Accounting Research* ۳۴: ۱۷۳-۱۸۱.
11. Collins, Daniel W. and S.P.Kothari. ۱۹۸۹. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal Of Accounting and Economics* ۱۱: ۱۴۳-۱۸۱
12. Dietrich, J. Richard. ۱۹۸۹. Discussion of voluntary disclosure choice and earnings information transfer. *Journal of Accounting Research* ۲۷ Supplement: ۱۰۶-۱۱۰.
- 13 Foster, George. ۱۹۸۱. Intra-industry information transfers associated with earnings releases. *Journal of Accounting and Economics* ۳: ۲۰۱-۲۳۲.

14. Francis, Jennifer, Ryan Lafond, Per Olsson, and Katherine Schipper. ۲۰۰۵. The market pricing of accruals quality. *Journal Of Accountnig and Economics* ۳۹: ۵۰۹-۵۲۳.
15. Kothari, S.P. ۲۰۰۱. Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* ۳۱: ۱۰۵-۲۳۱
16. Lagor, William and Gary McCombs. ۲۰۰۹. The Value Relevance of Industry and Firm Cash Flows and Accruals. *The Journal of American Academy of Business, Cambridge* ۱۴: ۴۷-۵۶.
17. Lang, Mark, and Russell Lundhol. ۱۹۹۶. The relation between security returns, firm earnings, and industry earnings. *Contemporary Accounting Research* ۱۳: ۶۰۷-۶۲۹.
18. Olsen, Chris and J. Richard Dietrich. ۱۹۸۵. Vertical information transfers: The association between retailers' sales announcements and suppliers' security returns. *Journal of Accounting Research* ۲۳: ۱۴۴-16۶.
19. Ramnath, Sundaresh. ۲۰۰۲. Investor and analyst reactions to earnings announcements of related firms: An empirical analysis. *Journal of Accounting Research* ۴۰: ۱۳۵۱-۱۳۷۶.
20. Sloan, Richard G. ۱۹۹۶. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* ۷۱: ۲۸۹-۳۱۵.
21. Subramanyam, K.R. ۱۹۹۶. The pricing of discretionary accruals. *Journal Of Accounting and Economics* ۲۲: ۲۴۹-۲۸۱.
22. Watts, Ross L., and Jerold L. Zimmerman (۱۹۸۵). *Positive Accounting Theory*. (Prentice- Hall, Inc.).