

## آزمون فرضیه ثبات کارکردی در بورس اوراق بهادار تهران؛ مورد خالص دارایی‌های عملیاتی (پدیده تورم ترازنامه‌ای)

فرخ برزیده\*  
علیرضا شهریاری\*\*

### چکیده

در این مقاله فرضیه ثبات کارکردی از جنبه تأکید بر خالص دارایی‌های عملیاتی (تورم ترازنامه‌ای) توسط سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران و در سطح شرکت مورد آزمون قرار گرفته است. فرضیه ثبات کارکردی بیان می‌کند اگر سرمایه‌گذارانی که توجه محدود دارند بر سودآوری حسابداری تمرکز نمایند و اطلاعات مربوط به سودآوری نقدی را نادیده بگیرند، خالص دارایی‌های عملیاتی یعنی تفاوت انباشته بین سود عملیاتی و جریان نقدی آزاد، میزان خوش بینی مازاد ناشی از محصولات گزارشگری را اندازه‌گیری می‌نماید. برای آزمون این فرضیه ما از اطلاعات ۱۵۳ شرکت طی سالهای ۱۳۸۲ تا ۱۳۸۹ استفاده نمودیم. نتایج آماری به دست آمده از اجرای مدل‌های تک متغیره و چند متغیره نشان می‌دهد که فرضیه فوق بر مبنای مدل‌های چند متغیره تأیید و بر مبنای مدل‌های تک متغیره رد می‌گردد. این موضوع نشان می‌دهد که با لحاظ نمودن اثر متغیرهای کنترلی، تورم ترازنامه‌ای بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران در ایران نیز اثر گذار است. واژه‌های کلیدی: فرضیه ثبات کارکردی، سرمایه‌گذار بی‌تجربه، ارزش افزوده حسابداری، ارزش افزوده نقدی، تورم ترازنامه‌ای.

\* استادیار گروه حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی

\*\* دانشجوی دکتری حسابداری دانشگاه علامه طباطبایی Email: shahr\_iri@yahoo.com

تاریخ پذیرش: ۱۳۹۱/۷/۱۲

تاریخ دریافت: ۱۳۹۱/۴/۱۹

## مقدمه

اطلاعات زیاد هستند و توجه محدود. بنابراین افراد تصمیمات و قضاوت‌های شان را با به کارگیری قواعد سرانگشتی و از طریق پردازش تنها بخشی از اطلاعات در دسترس ساده می‌نمایند. حسابداران و روانشناسان آزمایشگاهی مستند کرده‌اند که اشخاص شامل سرمایه‌گذاران و افراد مالی حرفه‌ای بر چند محرک برجسته تمرکز می‌کنند. مطالعات فیسک و تیلور (۱۹۹۱) و لیبی و همکاران (۲۰۰۲). این راه، یک روش شناختی صرفه‌جویانه جهت اخذ تصمیمات خوب البته غیر بهینه می‌باشد. سرمایه‌گذاری که یک شرکت را بر اساس عملکرد سودآوری اش و نه اجرای یک تحلیل کامل از متغیرهای مالی ارزشگذاری می‌کند از چنین روشی پیروی می‌نماید.

چندین مولف بحث کرده‌اند که توجه و قدرت پردازش محدود سرمایه‌گذار اشتباهات سیستماتیکی را به وجود می‌آورد که بر قیمت‌های بازار اثر گذار است. ممکن است اشتباهات سیستماتیک از ناتوانی فکر در گذر از معانی تغییرات قواعد حسابداری یا مدیریت سود باشد. به هر حال، حتی اگر قواعد حسابداری و انتخاب‌های اختیاری حسابداری ثابت در نظر گرفته شوند برخی از محصولات گزارشگری / عملیاتی جنبه‌های مثبت و منفی عملکرد را بیشتر از سایر محصولات نشان می‌دهد.

در این مقاله، خالص دارایی‌های عملیاتی (تفاوت ترازنامه‌ای بین همه دارایی‌های عملیاتی و همه بدهی‌های عملیاتی) میزانی که محصولات گزارشگری / عملیاتی موجب خوشبینی مازاد سرمایه‌گذاران شود را اندازه‌گیری می‌نماید. به بیان دیگر، میزان بالای خالص دارایی‌های عملیاتی تقسیم شده جهت کنترل اندازه شرکت، فقدان تداوم عملکرد سودآوری را نشان می‌دهد و اینکه سرمایه‌گذاران نمی‌توانند این حقیقت را به طور کامل تنزیل نمایند. پنمان (۲۰۰۴) یک معادله اساسی حسابداری را مطرح می‌کند و بیان می‌کند که خالص دارایی‌های عملیاتی یک شرکت برابر با تفاوت انباشته بین خالص سود عملیاتی و جریان نقدی آزاد می‌باشد.

انباشته شدن سود حسابداری بدون انباشته شدن جریان نقد آزاد تردیدهایی را در مورد سودآوری آتی به وجود می‌آورد. در حقیقت، خالص دارایی‌های عملیاتی بالا (بیانگر ضعف نسبی جریان نقدی آزاد نسبت به سود انباشته) با افزایشی در سود همراه خواهد بود که دوام نخواهد داشت.

اگر سرمایه‌گذاران توجه محدودی داشته باشند و در تنزیل عدم دوام رشد سود شکست بخورند شرکتهایی که خالص دارایی‌های عملیاتی بالایی دارند نسبت به شرکتهایی که خالص دارایی‌های عملیاتی پایینی دارند بیش ارزشگذاری می‌شوند. در بلندمدت، همانطور که اطلاعات منتشر شده در دسترس عموم که سوء قیمت گذاری شده اند به طور میانگین تصحیح می‌شوند. این بیان می‌کند که شرکتهایی که خالص دارایی‌های عملیاتی بالایی دارند به طور میانگین بازدهی بلندمدت منفی دارند و شرکتهایی که خالص دارایی‌های عملیاتی پایینی دارند به طور میانگین بازدهی بلندمدت مثبت دارند.

دو مثال ساده نشان می‌دهد که چگونه یک معامله می‌تواند سودآوری حسابداری را نسبت به سودآوری نقدی افزایش دهد و منجر به ایجاد پدیده ای به نام تورم ترانزنامه<sup>۱</sup> گردد (هیرشلیفر و همکاران، ۲۰۰۴). اول، زمانی که شرکت فروشی را قبل از آنکه جریان‌های نقدی ورودی آن را دریافت نماید به عنوان دریافتی ثبت می‌نماید، خالص دارایی‌های عملیاتی افزایش می‌یابد. دوم، زمانی که شرکت مخارجی را به جای هزینه به عنوان سرمایه‌گذاری ثبت می‌نماید، خالص دارایی‌های عملیاتی اش را افزایش می‌دهد. در هر دو مورد، سودآوری حسابداری جاری ممکن است در آینده دوام نداشته باشد بنابراین سرمایه‌گذارانی که بر سود حسابداری تمرکز می‌کنند ممکن است شرکت را بیش ارزشگذاری نمایند.

بارتون و سیمکو (۲۰۰۲) بیان می‌کنند که یک دلیل محتمل برای اینکه چرا خالص دارایی‌های عملیاتی بالا با کاهش جریانهای نقدی آتی همراه شود این است که این میزان بالا نتیجه یک الگوی تعمیم یافته مدیریت سود است که می‌بایست در آینده نه چندان دور برگشت داده شود.

به طور جانشین حتی اگر شرکتها عمداً تصورات سرمایه‌گذاران را مدیریت نمایند، ممکن است سرمایه‌گذاران با توجه محدود در استفاده کامل از اطلاعات حسابداری در دسترس ناتوان باشند. بنابراین، تفسیر خالص دارایی‌های عملیاتی که ما در این مقاله ارائه می‌کنیم لزوماً مستلزم مدیریت سود نمی‌باشد.

خالص دارایی‌های عملیاتی به دو دلیل می‌تواند معیار کامل تری برای درک اشتباه سرمایه‌گذار نسبت به سایر معیارهای مورد استفاده در تحقیقات گذشته باشد. اول، خالص دارایی‌های عملیاتی بنا بر تعریف انجام شده شامل تفاوت‌های بین سودآوری حسابداری و نقدی است به جای آنکه صراف با این تفاوت‌ها همبستگی داشته باشد.

دوم تحت فرضیه ما، متغیرهایی مثل ارقام تعهدی که جریان را نشان می‌دهند صرفاً شاخصی ناقص است از میزان تحریک خوش بینی مازاد سرمایه‌گذار که محصولات گزارشگری/ عملیاتی به وجود می‌آورند. خالص دارایی‌های عملیاتی تاریخچه کاملی از جریان‌ها را نشان می‌دهد. اگر توجه محدود سرمایه‌گذاران استفاده کاملی از اطلاعات ترازنامه ای ننمایند، خالص دارایی‌های عملیاتی به طور بالقوه پیش‌بینی کننده جامع تری از بازدهی نسبت به سایر متغیرهای ناقص تک دوره‌ای در نظر گرفته شده در تحقیقات گذشته می‌باشد. مشاهده شده است که معیارهای جایگزین ارقام تعهدی، یک متغیر جریانی، قدرت توجیه‌کنندگی متفاوتی در مورد بازدهی داشته‌اند. ریچاردسون و همکاران (۲۰۰۳) و فیرفیلد و همکاران (۲۰۰۳) شواهدی ارائه می‌کنند که بازدهی سهام یک سال بعد بر مبنای ارقام تعهدی سرمایه‌گذاری و عملیاتی دوره اخیر قابل پیش‌بینی است. هیرشلیفر و همکاران (۲۰۰۴) نیز مستند کرده‌اند که میزان خالص دارایی‌های عملیاتی طی دوره‌های طولانی تر قدرت بیشتری برای پیش‌بینی بازدهی نسبت به متغیرهای جریانی مرتبط دارد. ژانگ (۲۰۰۴) نیز رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی صنعت و انحراف از خالص دارایی‌های عملیاتی صنعت را با بازدهی آتی را بررسی نموده است و به نتیجه مشابه دست یافته است.

جهت آزمون فرضیه ثبات کارکردی و سوء قیمت‌گذاری شرکتی که گرفتار تورم ترازنامه ای است ما بازدهی سهام دوره آتی را به خالص دارایی‌های عملیاتی رگرسیون می‌دهیم و انتظار داریم که میزان خالص دارایی‌های عملیاتی تقسیم بر مجموع دارایی‌های ابتدای دوره پیش‌بینی کننده قوی و منفی بازدهی آتی سهام برای دوره آتی باشد.

سرمایه‌گذاران قدرت شناختی پردازش<sup>۱</sup> و تمرکز محدودی<sup>۲</sup> دارند. به طور نظری،

1- cognitive processing power

2- limited attention

تمرکز محدود بر معاملات و قیمت بازار به طرق سیستماتیک اثرگذار است. هیرشلیفر و تئوه (۲۰۰۳) بیان می‌کند که اطلاعات برجسته تر یا اطلاعاتی که نیازمند پردازش کمتری است توسط سرمایه‌گذاران بیشتری مورد استفاده قرار می‌گیرد و در نتیجه به طور کامل تر در قیمت سهام منعکس می‌گردد. بنابراین، ارزش شرکتها با فرض یکسان بودن محتوای اطلاعاتی به چگونگی طبقه‌بندی و ارائه اطلاعات بستگی دارد. گزارشگری، افشاء، و محصولات جدید گزارشگری که جنبه‌های مثبت مجموعه اطلاعات در دسترس را پررنگ می‌نماید، موجب بیش قیمت گذاری و در نتیجه بازدهی غیر عادی منفی سهام در آینده می‌گردد. به طور مشابه محصولات منفی که جنبه‌های منفی را پررنگ می‌نماید موجب کم قیمت گذاری و در نتیجه بازدهی غیر عادی مثبت سهام در بلند مدت می‌گردد.

چندین مطالعه تجربی این موارد را مورد توجه قرار داده‌اند. شواهدی وجود دارد که قیمت‌های سهام به انتشار مجدد اطلاعات نامفهوم اما به طور عمومی در دسترس زمانی که به یک شکل برجسته تر یا از لحاظ پردازشی آسان تر ارائه می‌شوند واکنش نشان می‌دهند (هو و هو و میچالی (۱۹۸۸)، هند (۱۹۹۰)، بال و کوتاری (۱۹۹۱)، هابرمن و رگو (۲۰۰۱)). به علاوه دلا و همکاران (۲۰۰۳) نتیجه‌گیری می‌کنند که قیمت‌های بازار اطلاعات بلندمدت موجود در اطلاعات تقاضای آتی محصولات صنعت را به طور کامل منعکس نمی‌کنند.

هیرشلیفر و تئوه (۲۰۰۳) پیش‌بینی می‌کنند که سهام با هزینه‌های اختیار سهام بالای افشاء شده و شناسایی نشده و شرکت‌هایی که تفاوت‌های مثبت بزرگ بین تعاریف سود طبق استانداردها و پیش‌بینی‌ها دارند باید به طور میانگین بازدهی منفی غیر عادی بلندمدت ایجاد نماید. دوایل و همکاران (۲۰۰۳) و گاروی و میلیبورن (۲۰۰۴) این پیش‌بینی‌ها را آزمون نموده‌اند.

اگر توجه محدود باشد سرمایه‌گذاران تمایل دارند که با یک طبقه اطلاعاتی مثل سود یکنواخت رفتار نمایند (ثبات کارکردی)، حتی زمانی که به علت به کارگیری روش‌های حسابداری متفاوت معانی آنها نیز متفاوت باشد. چند مطالعه نیز اثرات قواعد حسابداری یا انتخاب‌های اختیاری حسابداری شرکتها بر ارزشگذاری بازار را بررسی می‌کنند. از آن جا که چنین انتخاب‌هایی بر سود اثرگذار هستند، بر ارزشگذاری

سرمایه‌گذارانی که به طور مکانیکی از سود استفاده می‌کنند اثرگذار می‌باشند، حتی اگر محتوای اطلاعاتی شان برای استفاده کنندگان ثابت باشد. همانطور که در بررسی کوتاری (۲۰۰۱) بحث شده است شواهد تجربی به دست آمده از آزمون‌های ثبات کارکردی مخلوط می‌باشند.

ناهنجاری ارقام تعهدی عملیاتی اسلوان (۱۹۹۶) یکی از نتایج طبیعی توجه محدود می‌باشد. می‌بایست پردازش بیشتری انجام شود و هر کدام از اجزاء تعهدی و نقدی عملیاتی سود به طور جداگانه به جای بررسی سود به طور کلی مورد بررسی قرار گیرد. با این حال، این بحث توجه نمی‌نماید که چرا سرمایه‌گذاران به جای آنکه بر جریانهای نقدی تمرکز کنند بر سود تاکید می‌نمایند.

اگر توجه سرمایه‌گذاران اندکی به معیار ارزش افزوده معطوف گردد سود ممکن است انتخاب بهتری باشد. دیچو (۱۹۹۴) نشان داده اند که اطلاعات زیادی در ارقام تعهدی عملیاتی وجود دارد که موجب می‌شود بیشتر از جریانهای نقدی با بازدهی همزمان سهام همبستگی داشته باشد. این نتیجه گیری می‌تواند توجه نماید که چرا در عمل ارزشگذاری بر مبنای نسبتهای مبتنی بر سود مثل P/E رایج است. با این وجود تاکید صرف بر سود به علت نادیده گرفتن محتوای اطلاعاتی فزاینده ارزش افزوده جریانهای نقدی منجر به اشتباهات سیستماتیک می‌گردد.

میزان خالص دارایی‌های عملیاتی می‌تواند به شناسایی محصولات گزارشگری/ عملیاتی که موجب پررنگ نمودن جنبه‌های مثبت تر عملکرد در مقابل جنبه‌های منفی و در نتیجه به وجود آمدن اشتباهات سرمایه‌گذاران می‌شود کمک نماید. این اتفاق از طریق ارائه یک معیار تفاوت انباشته بین ارزش افزوده حسابداری (سود) و ارزش افزوده جریانهای نقدی (جریان نقدی آزاد) در طی زمان صورت می‌گیرد. خالص سود عملیاتی انباشته موفقیت یک شرکت را در طی زمان در ایجاد ارزش بعد از پوشش تمامی هزینه‌های عملیاتی شامل استهلاک اندازه‌گیری می‌نماید. به طور مشابه جریان نقدی آزاد انباشته موفقیت یک شرکت را در ایجاد جریانهای نقدی مازاد بر مخارج سرمایه‌ای اندازه‌گیری می‌نمایند.

اگر در پیش‌بینی منطقی سود آتی شرکت، جریان نقدی آزاد کمتر از سود گذشته باشد انحراف بین این دو (فزونی سود بر جریان نقدی آزاد) محتوای اطلاعاتی منفی در

مورد تغییرات آتی در سود افزون بر محتوای اطلاعاتی سود گذشته می‌باشد. سرمایه‌گذارانی که ارزشگذاری خود را به طور ناپخته بر مبنای اطلاعات موجود در سود گذشته انجام می‌دهد، برای شرکتی که خالص دارایی‌های عملیاتی بالا دارد به علت جریان سود قدرتمندی که دارد، ارزش بالایی قائل می‌شود و آن را به علت ضعف نسبی شرکت در ایجاد جریان نقدی آزاد به طور کافی تنزیل نمی‌نماید.

این نتیجه‌گیری، نه مستلزم آن است که بپذیریم جریان نقدی آزاد انباشته نسبت به سود انباشته معیار دقیق‌تری از ارزش افزوده باشد و نه اینکه اقلام تعهدی حسابداری کاملاً گمراه‌کننده هستند. حتی اگر سود به اندازه جریانهای نقدی و یا بهتر از آن پیش‌بینی‌کننده سودآوری آتی باشد، مادامی که سرمایه‌گذاران به سود وزن بیشتری می‌دهند، سوء قیمت‌گذاری نیز وجود دارد. بلکه این نتیجه‌گیری مستلزم آن است که جریانهای نقدی آزاد انباشته در مورد چشم‌اندازهای شرکت محتوای اطلاعاتی فزاینده دارد که در سود انباشته وجود ندارد.

حداقل دو دلیل وجود دارد که چرا جریان نقدی آزاد انباشته بیشتر از سود انباشته در مورد چشم‌اندازهای شرکت محتوای اطلاعاتی فزاینده دارد. اول از آنجا که اقلام تعهدی و جریانهای نقدی دوام متفاوتی دارند (دیچو، ۱۹۹۴)، اطلاعات مربوط به اجزاء به صورت جداگانه قدرت پیش‌بینی‌کننده بهتری نسبت به اطلاعات سود به تنهایی ارائه می‌کند. دوم، جریان نقدی آزاد، اطلاعات موجود در میزان سرمایه‌گذاری انباشته را منعکس می‌نماید. میزان سرمایه‌گذاری انباشته می‌تواند به طور مستقیم و یا از طریق اقلام تعهدی حسابداری، با عملکرد آتی شرکت همبستگی داشته باشد.

در ارتباط با نکته اول، (قدرت پیش‌بینی‌کنندگی تجزیه سود به اقلام تعهدی عملیاتی و جریانهای نقدی) اگر اقلام تعهدی انباشته بالا ناشی از مدیریت سود باشد پس این تعدیلات وضعیت اقتصادی شرکت را به طور دقیق منعکس نمی‌کند. حتی اگر اقلام تعهدی محتوای اطلاعاتی داشته باشند چنین دستکاری‌هایی وزن بهینه‌ای را که یک پیش‌بینی‌کننده منطقی باید به سود در برابر جریانهای نقدی گذشته در پیش‌بینی عملکرد آتی بدهد کاهش می‌دهد.

حتی اگر مدیران سود را مدیریت نکنند انواع خاصی از مشکلات در عملیات شرکت منجر به افزایش خالص دارایی‌های عملیاتی می‌گردد. برای مثال میزان بالای

مطالبات دریافت نشده ممکن است بار اطلاعاتی منفی فزاینده (بیشتر از سود گذشته) در مورد سود آتی داشته باشد. بنابراین زمانی که ارقام تعهدی سرمایه در گردش انباشته خالص دارایی‌های عملیاتی را افزایش می‌دهد یک سرمایه گذار که در تنزیل اطلاعات منفی در مورد کیفیت پایین دریافتی‌ها ناتوان است، شرکت را بیش ارزشگذاری می‌نماید.

عکس این حالت می‌تواند برای شرکتی که درآمدهای معوق انباشته دارد اتفاق افتد. پیش پرداختهای نقدی مشتریان که هنوز به عنوان درآمد در صورت سود و زیان شناسایی نشده‌اند جریان نقدی را نسبت به سود افزایش می‌دهد و بنابراین خالص دارایی‌های عملیاتی کاهش می‌یابد. اگر درآمدهای معوق بالا شاخصی از سودآوری آتی در نظر گرفته شوند، این درآمدهای معوق، محتوای اطلاعاتی فزاینده مثبت (بیشتر از سود گذشته) در مورد سود آتی دارد. بنابراین زمانی که پیش دریافتی‌های نقدی انباشته بالا خالص دارایی‌های عملیاتی را کاهش دهد، سرمایه‌گذاری که محتوای اطلاعاتی مثبت موجود در درآمدهای معوق بالا موجب کم ارزش‌گذاری شرکت خواهد شد.

با کنار هم قرار دادن این عناصر ما می‌بینیم که ارقام تعهدی سرمایه در گردش انباشته بالا که برای مثال از دریافتی‌های وصول نشده یا درآمدهای معوق پایین به وجود می‌آید، خالص دارایی‌های عملیاتی را افزایش می‌دهد که دارای بار اطلاعاتی منفی در مورد چشم اندازهای آتی سود است. این ارقام تعهدی سرمایه در گردش سرمایه‌گذاران را به توجه محدود در بیش ارزشگذاری شرکت تشویق می‌نماید. این موضوع بیان می‌کند که خالص دارایی‌های عملیاتی با بازدهی سهام پایین دوره آتی ارتباط دارد.

اکنون به نکته دوم بر می‌گردیم که تکه سرمایه‌گذاری جریان نقدی آزاد انباشته ممکن است اطلاعاتی در مورد عملکرد آتی (افزون بر اطلاعات موجود در سود) ارائه نماید. حتی اگر شرکتی ارقام تعهدی عملیاتی نداشته باشد می‌تواند خالص دارایی‌های عملیاتی بالا باشد. سرمایه‌گذاری انباشته بالا می‌تواند بار اطلاعاتی مثبت در مورد فرصتهای سرمایه‌گذاری باشد، اما همچنین اگر این میزان ناشی از مشکلات نمایندگی مدیر یا خوش بینی مازاد مدیریتی باشد می‌تواند شاخصی برای سودآوری آتی پایین باشد. به علاوه، اگر سرمایه‌گذاری در واکنش به اتفاقات نامطلوب انجام شده باشد، این



سرمایه‌گذاری با خالص ارزش فعلی مثبت می‌تواند با سود آتی پایین همبستگی داشته باشد. یک مثال سرمایه‌گذاری جهت جایگزینی دارایی‌های ثابتی است که تحت تاثیر حوادث نامطلوب منسوخ شده است. حتی اگر سرمایه‌گذاری افزایش ارزش باشد، آن حوادث نامطلوب با سودهای آتی کمتر همراه خواهد بود.

بدون توجه به اینکه آیا سرمایه‌گذاری بالا همراه با سودآوری آتی بالا یا پایین باشد یا خیر، اگر سرمایه‌گذاران در مورد رابطه بین سرمایه‌گذاری و سودآوری آتی گرفتار خوش بینی مازاد باشند، شرکت‌های با سرمایه‌گذاری بالا را بیش ارزش‌گذاری می‌نمایند. برای مثال اگر سرمایه‌گذاران با توجه محدود بر سود بدون در نظر گرفتن سرمایه‌گذاری تمرکز نمایند، این حقیقت را که سرمایه‌گذاری بالای امروز با استهلاک کاهنده سود در آینده همراه است به طور کامل تنزیل نمی‌نمایند. به علاوه، یک دلیل محتمل برای میزان سرمایه‌گذاری انباشته بالا این است که مخارج خاص که احتمال نمی‌رود بازدهی بلندمدت داشته باشد به جای هزینه به عنوان سرمایه‌گذاری طبقه بندی گردد (احتمالا و نه البته لزوماً به علت مدیریت سود). اگر سرمایه‌گذاران در تنزیل کامل این احتمال ناتوان باشند، احتمالاً شرکت‌های با میزان سرمایه‌گذاری بالا را بیش ارزش‌گذاری خواهند نمود. به علاوه، اگر خوشبینی مازاد سرمایه‌گذاران در مورد چشم اندازهای سودآوری دارایی‌های موجود همراه با خوشبینی مازاد در مورد سودآوری سرمایه‌گذاری‌های جدید باشد، سرمایه‌گذاری انباشته و ارقام تعهدی انباشته در کنار یکدیگر و به طور مثبت پیش‌بینی کنندگان بازدهی خواهند بود.

انتخاب شرکتها بر اساس خالص دارایی‌های عملیاتی جنبه‌های مثبت و منفی ارقام تعهدی و سرمایه‌گذاری را منعکس می‌کند. افزایش ارقام تعهدی انباشته می‌تواند رشد و افزایش جریانهای نقدی را منعکس کنند، همچنین می‌توانند بیانگر مشکلات موجود در تبدیل ارقام تعهدی به جریانهای نقدی واقعی باشند. سرمایه‌گذاری‌های انباشته بالا می‌توانند منعکس کننده فرصت‌های سرمایه‌گذاری و همچنین سرمایه‌گذاری مازاد، کنارگذاری سودآور دارایی‌های ثابت منسوخ شده باشند و یا اینکه برخی مخارج با بازدهی کوتاه مدت در سیستم حسابداری به عنوان سرمایه‌گذاری بلندمدت طبقه‌بندی شده است.

سود و رشد سود بالا به خودی خود شاخصی از وضعیت و فرصتهای رشد تجاری

خوب هستند و ممکن است با ارقام تعهدی و سرمایه گذاری بالا همراه باشند. اگر بخش زیادی از سود بالا به جریانهای نقدی بالا تبدیل گردد، احتمال بیشتری دارد که وضعیت تجاری خوب باشد، ارقام تعهدی بالا احتمال بیشتری دارد که به جریانهای نقدی آتی تبدیل گردد و سرمایه گذاری، اضافه ارزش ایجاد نماید.

با این حال، شرکتهای با خالص داراییهای عملیاتی بالا که نه بر مبنای رشد سود به خودی خود بلکه بر مبنای تفاوت بین سود و جریان نقدی آزاد انتخاب می گردند. زمانی که این تفاوت زیاد است، عملکرد سود انباشته مساعد جریان نقدی زیادی مازاد بر مخارج سرمایه گذاری به همراه نخواهد داشت. این موقعیت جنبه منفی ارقام تعهدی و سرمایه گذاری - حداقل نسبت به پیش بینیهای خوش بینانه سرمایه گذاران - را به بار می آورد. سرمایه گذارانی که توجه محدود دارند وزن کافی به این احتمال نمی دهند که سرمایه گذاری انباشته بالا این شرکتها ممکن است ناشی از سرمایه گذاری مازاد، کنارگذاری داراییهای ثابت منسوخ شده یا سرمایه گذاری با بازدهی موقت باشند. بنابراین آنها شرکتهایی که خالص داراییهای عملیاتی بالا را بیش ارزشگذاری نمایند و شرکتهایی که خالص داراییهای عملیاتی شان پایین است کم ارزشگذاری نمایند.

هیرشلیفر، هو، تئو و ژانگ (۲۰۰۴)، بیان می کنند که خالص سود عملیاتی انباشته (ارزش افزوده حسابداری) فراتر از جریان نقدی آزاد انباشته (ارزش افزوده نقدی) رود رشد سود آتی ضعیف است. اگر سرمایه گذاران که توجه محدود دارند بر سودآوری حسابداری تمرکز نمایند و اطلاعات مربوط به سودآوری نقدی را نادیده بگیرند، خالص داراییهای عملیاتی یعنی تفاوت انباشته بین سود عملیاتی و جریان نقدی آزاد، میزان خوش بینی مازاد ناشی از محصولات گزارشگری را اندازه گیری می نماید. طی دوره نمونه تحقیقی آنان (۲۰۰۲-۱۹۶۴) خالص داراییهای عملیاتی تقسیم بر مجموع داراییها یک پیش بینی کننده منفی قوی از بازدهی بلندمدت سهام است. قدرت پیش بینی کنندگی با در نظر گرفتن مجموعه ای از کنترلها و روشهای آزمون قوی بوده است.

هدف اصلی پژوهش کرمی و عمرانی (۱۳۸۹) بررسی تاثیر چرخه عمر شرکت و محافظه کاری بر ارزش شرکت است. نتایج آنها نشان می دهد که نشان می دهد که سرمایه گذاران اهمیت (وزن) بیشتری به خالص داراییهای عملیاتی و سود عملیاتی

غیرعادی شرکت‌های در مرحله‌ی رشد نسبت به شرکت‌های مراحل بلوغ و افول می‌دهند. هم‌چنین نتایج نشان می‌دهد که در مراحل رشد و بلوغ، سرمایه‌گذاران اهمیت (وزن) بیشتری به خالص دارایی‌های عملیاتی و سود عملیاتی غیرعادی شرکت‌های محافظه‌کار (نسبت به شرکت‌هایی که از رویه‌های حسابداری متهورانه استفاده می‌کنند) می‌دهند و در مرحله‌ی افول عکس این موضوع صادق است. کردستانی و نجفی عمران (۱۳۸۹) نیز نتیجه‌گیری نمودند که رابطه بین خالص تغییر در تأمین مالی کل، خالص تغییر در تأمین مالی خارجی و تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تأمین شده از محل منابع مالی داخلی با بازده غیرعادی انباشته سهام، معنادار است؛ ولی بر خلاف پیش‌بینی، مثبت است. علاوه بر این، رابطه بین نسبت تأمین مالی داخلی به تأمین مالی خارجی و بازده غیرعادی انباشته سهام، در شرکت‌های با رشد زیاد، قوی‌تر از شرکت‌های با رشد کم است. هم‌چنین، بر اساس داده‌های مقطعی رابطه بین خالص تغییر در تأمین مالی داخلی و تغییر در خالص دارایی‌های عملیاتی تأمین شده از محل منابع مالی داخلی با بازده غیرعادی انباشته سهام، مثبت و معنی‌دار است. عسگری و لاشکی (۱۳۸۹) نیز نشان می‌دهند که طی سال‌های ۸۲ تا ۸۵، ارتباط ضعیف مثبتی میان دو متغیر (NOA و بازده سهام) وجود دارد و در مجموع هم طی سال‌های ۸۰ تا ۸۷ ارتباط ضعیف مثبتی دیده شد. بزرگ اصل و شیر (۱۳۸۹) نیز بحث می‌کنند که رابطه معنی‌داری بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده غیرعادی سهام وجود ندارد؛ به عبارت دیگر اطلاعات مندرج در ترازنامه در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران برای تعیین بازده سهام و در نتیجه کسب بازده غیرعادی تأثیری ندارد و یا ترازنامه فاقد محتوای اطلاعاتی است.

## روش تحقیق

جدول زیر تعداد و محدودیتهای اعمال شده بر نمونه تحقیقی را نشان می‌دهد.

تجزیه و تحلیل محدودیتهای اعمال شده بر نمونه تحقیقی		
تعداد شرکتهای باقیمانده	تعداد شرکتهای مشمول محدودیت	شرح محدودیت
۴۶۵		تعداد شرکتهای بورسی طی دوره نمونه
۴۲۶	۳۹	شرکت‌های سرمایه‌گذاری و یا با فعالیت خاص
۳۰۵	۱۲۱	شرکتهای با پایان سال مالی متفاوت یا تغییر سال مالی
۱۹۱	۱۱۴	شرکتهایی که اطلاعات تمامی سالهای آنها در دسترس نیست
۱۵۳	۳۸	شرکتهایی که طی دوره تحقیق توقف نماد معاملاتی بیشتر از یک ماه داشته‌اند

## متغیرهای تحقیق

بازدهی‌های سالانه (شامل سودهای نقدی) شرکت‌های که اطلاعات حسابداری کافی به منظور محاسبه متغیرهای مورد نظر در تحقیق حاضر طی دوره نمونه از ۱۳۸۱ تا ۱۳۸۹ دارند می‌باشد. بازدهی سالانه از طریق ترکیب بازدهی‌های ماهانه از مرداد سال  $t$  تا تیر سال  $t+1$  محاسبه می‌گردد.

اطلاعات حسابداری شرکتها از پایگاه اطلاعاتی ره آورد نوین جمع آوری می‌شود.

خالص دارایی‌های عملیاتی نیز به شرح زیر محاسبه می‌گردد؛

$$NOA_t = (\text{OPERATING ASSETS}_t - \text{OPERATING LIABILITIES}_t) / \text{TOTAL ASSETS}_t$$

$$\text{OPERATING ASSETS}_t = \text{TOTAL ASSETS}_t - \text{CASH AND SHORT TERM INVESTMENT}_t$$

$$\text{OPERATING LIABILITIES}_t = \text{TOTAL ASSETS}_t - \text{SHORT TERM DEBT}_t - \text{LONG TERM DEBT}_t - \text{COMMON EQUITY}_t$$

خالص دارایی‌های عملیاتی برای شرکتهایی که پایان سال مالی آنها قبل از اسفند سال  $t-1$  می‌باشد و بعد از تقسیم بر مجموع دارایی‌های ابتدای دوره محاسبه می‌شوند.

خالص دارایی‌های عملیاتی در مدل‌های رگرسیون به اختصار، NOA نشان داده

می‌شوند.

به علاوه، چندین متغیر دیگر که در ادبیات، دارای قدرت پیش‌بینی بازدهی سهام معرفی شده‌اند، لحاظ می‌کنیم. این متغیرها به طور بالقوه تغییرات در شرایط و چرخه تجاری را منعکس می‌کنند و بنابراین می‌توانند به عنوان نمایندگانی برای نرخ‌های تنزیل بازار در نظر گرفته شوند. آنها شامل نسبت سود به قیمت (E/P)، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار (BE/ME)، نسبت سود نقدی به قیمت (D/P) که برابر است با مجموع سود نقدی لحاظ شده در بازدهی از مرداد سال  $t-1$  تا تیر ماه سال  $t$  تقسیم بر قیمت در پایان سال  $t$  می‌باشد.

### فنون تجزیه و تحلیل اطلاعات

از آن جا که فرضیه ثبات کارکردی در مورد تورم ترازنامه‌ای بر اساس این نکته قرار گرفته است که خالص دارایی‌های عملیاتی دوام چندانی ندارد، در بخش ابتدایی تحقیق ما دوام خالص دارایی‌های عملیاتی را آزمون می‌نماییم. فرضیه یک: عملکرد خالص دارایی‌های عملیاتی، با دوام می‌باشد. برای آزمون فرضیه یک، از رگرسیون زیر استفاده می‌نماییم؛

$$NOA_{t+1} = \alpha + \beta NOA_t + v_{t+1}$$

آماره  $t$  برای  $\alpha$  و  $\beta$  به دست آمده از مدل محاسبه و بر مبنای آن استدلال خواهد شد. اگر ضریب  $\beta$  به دست آمده، معنی دار باشد، نتیجه گرفته خواهد شد که عملکرد سود با دوام است.  $R^2$  تعدیل شده نیز ارائه خواهد گردید. فرضیه دو: خالص دارایی‌های عملیاتی، به عنوان پیش‌بینی کننده بازدهی عمل می‌نمایند.

برای آزمون فرضیه دو ما از دو مدل رگرسیون تک متغیره و چند متغیره به شرح زیر استفاده می‌نماییم؛

## مدل‌های رگرسیون تک متغیره

$$R_{t+1} = \alpha + \beta \text{NOA}_t + v_{t+1}$$

$$R_{t+1} = \alpha + \beta E/P_t + v_{t+1}$$

$$R_{t+1} = \alpha + \beta \text{BE/ME}_t + v_{t+1}$$

$$R_{t+1} = \alpha + \beta D/P_t + v_{t+1}$$

$$R_{t+1} = \alpha + \beta \text{BETA}_t + v_{t+1}$$

برای آن که ببینیم آیا میزان خالص دارایی‌های عملیاتی، بعد از کنترل سایر پیش‌بینی کنندگان بازدهی، قدرت افزاینده برای پیش‌بینی بازدهی سهام دارد یا خیر ما رگرسیون‌های چند متغیره را به شرح زیر به کار می‌بریم؛

رگرسیون چند متغیره

$$\text{BETA}_t, D/P_t + \beta_4 \text{BE/ME}_t + \beta_3 E/P_t + \beta_2 R_{t+1} = \alpha + \beta_1 \text{NOA}_t + \beta$$

به طور مشابه با آزمون رگرسیون‌های تک متغیره، آماره‌های  $t$  محاسبه شده برای ضرایب  $\alpha$  و  $\beta$ ‌های مدل مبنای نتیجه‌گیری محقق خواهد بود.

فرضیه سه: بین تغییرات غیر منتظره در خالص دارایی‌های عملیاتی و بازدهی رابطه همزمان وجود دارد.

برای آزمون فرضیه سه نیز از دو مدل رگرسیون تک متغیره و چند متغیره به شرح زیر استفاده می‌نماییم؛

## مدل‌های رگرسیون تک متغیره:

$$R_t = \alpha + \beta \Delta \text{NOA}_t + v_t$$

$$R_t = \alpha + \beta \Delta E/P_t + v_t$$

$$R_t = \alpha + \beta \Delta \text{BE/ME}_t + v_t$$

$$R_t = \alpha + \beta \Delta D/P_t + v_t$$

$$R_t = \alpha + \beta \Delta \text{BETA}_t + v_t$$

در قسمت بعد تحقیق، بررسی می‌شود که آیا تغییرات خالص دارایی‌های عملیاتی بر بازدهی سهام بعد از کنترل سایر متغیرها اثرگذار است یا خیر. بنابراین از مدل رگرسیون چند متغیره ذیل استفاده خواهیم نمود متغیرهای مستقل به روش پیش گفته و متغیرهای

وابسته محاسبه می شوند؛

$$R_t = \alpha + \beta_1 \Delta NOA_t + \beta_2 \Delta E/P_t + \beta_3 \Delta BE/ME_t + \beta_4 \Delta D/P_t + \beta_5 \Delta BETA_t$$

### یافته‌های پژوهش

برای نشان دادن دوام دارایی‌های عملیاتی، خالص دارایی‌های عملیاتی دوره آتی را به خالص دارایی‌های عملیاتی دوره جاری رگرسیون داده‌ایم. نتایج رگرسیون دوام خالص دارایی‌های عملیاتی در جدول شماره یک نشان می‌دهد که ضریب این متغیر ۰/۷۹ می‌باشد که بسیار بزرگ می‌باشد و نشان می‌دهد خالص دارایی‌های عملیاتی دوام بسیار بالایی دارد. همچنین  $R^2$  تعدیل شده نیز ۰/۶۲۵ می‌باشد که توضیح دهندگی بالای این رگرسیون را نشان می‌دهد (البته برای رگرسیون‌هایی که رابطه ساختاری میان متغیرها را شامل می‌گردد این عدد منطقی است).

جدول ۱. مدل رگرسیون شماره ۱

شماره مدل	متغیر وابسته	R2 تعدیل شده	دوربین وانسون	تعداد	F	حداکثر شاخص وضعیت	خالص دارایی‌های عملیاتی	
							بتا	T
۱	خالص دارایی‌های عملیاتی آتی	۰.۶۲۴	۱.۹۵۶	۱۰۷۱	-	۳.۸۱۶	۰.۷۹	۰

مغایر با آنچه که فرضیه ثبات کارکردی سود پیش‌بینی می‌کند خالص دارایی‌های عملیاتی پیش‌بینی کننده منفی و معنادار بازدهی سهام نمی‌باشد. همچنین طبق نتایج جدول شماره دو، ضریب بتای ۰/۰۳ با سطح معناداری ۰/۳۳۴ بیان می‌کند که نتایج مشاهده شده از لحاظ آماری و اقتصادی معنادار نمی‌باشد.

جدول ۲. مدل‌های رگرسیون شماره دو تا شش

شماره مدل	متغیر مستقل	R2 تعدیل شده	دوربین واتسون	تعداد	F	حداکثر شاخص وضعیت	بازدهی آتی	
							بتا	T
۲	خالص دارایی‌های عملیاتی	۰	۱,۷۹۸	۱۰۷۱	۰,۳۳۴	۳,۸۱۶	۰,۰۳	۰,۳۳۴
۳	سود به قیمت	۰,۰۰۵	۱,۸۰۱	۱۰۷۱	۰,۰۱۴	۲,۲۵۱	۰,۰۷۵	۰,۰۱۴
۴	ارزش دفتری به قیمت	۰,۰۲۶	۱,۸۲۳	۱۰۷۱	-	۲,۶۷	۰,۱۶۴	۰
۵	سود نقدی به قیمت	۰,۰۰۹	۱,۷۹۴	۱۰۷۱	۰,۰۰۱	۲,۲۹۵	۰,۰۹۹	۰,۰۰۱
۶	بتا	۰	۱,۷۹۴	۱۰۷۱	۰,۲۵۵	۱,۳۲۶	-۰,۰۳۵	۰,۲۵۵

قدرت پیش‌بینی کنندگی خالص دارایی‌های عملیاتی بعد از کنترل مجموعه متنوعی از پیش‌بینی کنندگان شناخته شده بازدهی در جدول شماره سه، شواهدی مغایر با نتایج رگرسیون تک متغیره را به دست داده است.

جدول شماره سه. مدل رگرسیون شماره هفت

شماره مدل	متغیر مستقل	R2 تعدیل شده	دوربین واتسون	تعداد	F	حداکثر شاخص وضعیت	بازده آتی	
							بتا	T
۷	خالص دارایی‌های عملیاتی	۰,۰۸۵	۱,۷۹۳	۱۰۷۱	۰	۹,۸۰۱	-۰,۱	۰,۰۰۷
	سود به قیمت						۰,۰۲۴	۰,۴۴۶
	ارزش دفتری به قیمت						۰,۱۶۵	۰
	سود نقدی به قیمت						۰,۰۶۵	۰,۰۳۳
	بتا						-۰,۰۲۱	۰,۴۶۵

ضریب بتای خالص دارایی‌های عملیاتی  $۰/۱ -$  با ضریب بتای  $۰/۰۰۷$  می‌باشد که این نتیجه مطابق با فرضیه ثبات کارکردی سود است؛ این فرضیه پیش‌بینی می‌کند خالص دارایی‌های عملیاتی پیش‌بینی کننده منفی و معنادار بازدهی سهام می‌باشد. این شواهد



بیان می‌کند که قیمت‌های بازار تحت تاثیر اطلاعات موجود در خالص دارایی‌های عملیاتی در مورد عملکرد مالی آتی شرکت قرار ندارد و بنابراین پدیده اثر تداوم<sup>۱</sup> که هیرشلیفر و همکاران (۲۰۰۴) مشاهده نموده‌اند در دوره و نمونه تحقیقی محقق نیز مشاهده گردید.

انتظار می‌رود که تغییرات مثبت خالص دارایی‌های عملیاتی محتوی اخبار مثبت درباره جریان‌های نقدی آتی باشند. اگر تغییر مثبت در خالص دارایی‌های عملیاتی با تنزیل ضعیف تر جریان‌های نقدی آتی همراه باشد و اگر اثر تنزیل بر اخبار مرتبط با جریان‌های نقدی موجود در جزء خالص دارایی‌های عملیاتی سود غالب نگردد، رابطه همزمانی بین تغییرات خالص دارایی‌های عملیاتی و بازدهی سهام باید مثبت باشد. محقق ابتدا رابطه همزمانی بین تغییرات اجزاء مستمر و غیر مستمر و بازدهی جاری را با استفاده از رگرسیون‌های تک متغیره بررسی نموده است.

جدول ۴. مدل‌های رگرسیون شماره ۸ تا ۱۲

شماره مدل	متغیر وابسته	R2 تعدیل شده	دوربین واتسون	تعداد	F	حداکثر شاخص وضعیت	بازدهی جاری	
							بتا	T
۸	خالص دارایی‌های عملیاتی	۰.۰۰۳	۱.۶۷	۱۰۷۱	۰.۰۳۸	۱.۱۵۱	-۰.۰۶۳	۰.۰۳۸
۹	سود به قیمت	۰	۱.۶۸۳	۱۰۷۱	۰.۶۲۳	۱.۰۳۹	-۰.۰۱۵	۰.۶۲۳
۱۰	ارزش دفتری به قیمت	۰.۰۱۳	۱.۷۰۶	۱۰۷۱	-	۱.۰۸۳	-۰.۱۱۷	۰
۱۱	سود نقدی به قیمت	۰	۱.۶۷۶	۱۰۷۱	۰.۲۳۶	۱.۰۷۸	-۰.۰۳۶	۰.۲۳۶
۱۲	بتا	۰.۰۵۶	۱.۶۵	۱۰۷۱	-	۱.۰۱۹	۰.۲۳۸	۰

ضریب بتای تغییرات در خالص دارایی‌های عملیاتی در جدول شماره چهار، ۰/۰۶۳- می‌باشد که با سطح معناداری ۰/۰۳۸ نشان از رد فرضیه فوق می‌دهد. جدول شماره پنج رگرسیون‌های چند متغیره بازدهی همزمان به تغییرات خالص

دارایی‌های عملیاتی سود و سایر پیش‌بینی کنندگان بازدهی را نشان می‌دهد.

جدول ۵. مدل رگرسیون شماره ۱۳

شماره مدل	متغیر مستقل	R2 تعدیل شده	دوربین و اتسون	تعداد	F	حداکثر شاخص وضعیت	بازده جاری	
							T	بتا
13	خالص دارایی‌های عملیاتی	۰.۰۶۵	۱.۶۶۳	۱۰۷۱	۰	۱.۳۵۴	۰.۰۸۵	-۰.۰۵۲
	سود به قیمت						۰.۱۱۴	-۰.۰۴۷
	ارزش دفتری به قیمت						۰.۰۰۷	-۰.۰۸۳
	سود نقدی به قیمت						۰.۶۰۱	-۰.۰۱۶
	بتا						۰	۰.۲۳

تحت تفسیر ریسک منطقی بازار در مورد متغیرهای کنترلی قرار گرفته در مدل، جدول شماره پنج بررسی می‌کند که تغییرات در خالص دارایی‌های عملیاتی تا چه میزان بر بازدهی سهام، پس از کنترل روابط بین تغییرات در این کنترل‌ها و بازدهی اثرگذار است. همانطور که مشخص است تغییرات در خالص دارایی‌های عملیاتی در کنار سایر پیش‌بینی کنندگان بازدهی، توانایی توجیه بازدهی همزمان را ندارد. ضریب بتای به دست آمده و سطح معناداری ناشی از آزمون  $t$  به ترتیب  $-۰/۰۵۲$  و  $۰/۰۸۵$  می‌باشد که تنها در سطح ده درصد معنادار است و قابل اتکا نمی‌باشد.

### نتیجه‌گیری

یک ویژگی متمایز این مقاله این است که یک معیار ترازنامه‌ای ساده و صرفه جویانه، خالص دارایی‌های عملیاتی، که قدرت پیش‌بینی کنندگی آن بر پایه یک فرضیه روانشناسانه بسیار ساده شکل گرفته است به کار گرفته شده است. آن فرضیه این است که سرمایه‌گذاران توجه محدودی دارند و آنها این توجه را به یک شاخص مهم ارزش افزوده، سود حسابداری اختصاص می‌دهند و این به هزینه نادیده گرفتن سایر اطلاعات موجود در معیارهای نقدی ارزش افزوده می‌گردد.

اگر سرمایه‌گذاران توجه محدودی داشته باشند اعداد حسابداری که آشکارا

جنبه‌های مثبت عملکرد یک شرکت را نمایان می‌سازند منجر به ارزشگذاری‌های بالاتر از سوی بازار می‌شوند. زمانی که خالص درآمد عملیاتی منهای جریان نقدی آزاد (خالص دارایی‌های عملیاتی) است، برای شرکت حفظ رشد سود آتی سخت می‌گردد. به علاوه بحث می‌کنیم که سرمایه‌گذارانی که توجه محدودی دارند شرکتی را که ترازنامه‌اش به این شکل متورم شده است بیش ارزشگذاری می‌نمایند. متشابها، زمانی که خالص دارایی‌های عملیاتی کاهش می‌یابد شرکت را کم ارزشگذاری می‌نمایند. بنابراین سطح خالص دارایی‌های عملیاتی که تفاوت بین سودهای انباشته و جریان‌های نقدی آزاد طی زمان است معیاری است که نشان می‌دهد که اعداد گزارش شده تا چه میزان موجب خوشبینی بیش از اندازه سرمایه‌گذاران شده است (فرضیه ثبات کارکردی). به این ترتیب، خالص دارایی‌های عملیاتی می‌بایست به صورت منفی پیش‌بینی‌کننده بازدهی آتی باشد. این بحث امکان مدیریت سود را به وجود می‌آورد اما لزوماً آن را موجب نمی‌شود.

خالص دارایی‌های عملیاتی یک معیار با صرفه ترازنامه‌ای از درجه بیش ارزشگذاری تداوم عملکرد حسابداری ارائه می‌کند. یک بحث سیاستگذاری و علمی در حسابداری، میزان استفاده کامل و موثر سرمایه‌گذاران از انواع متفاوت اطلاعات حسابداری گزارش شده است. نتایج ما نشان می‌دهد که ترازنامه شامل اطلاعاتی است بیشتر و ماورای اطلاعات مندرج در صورت سود و زیان که برای ارزیابی چشم انداز شرکت مفید است. این نتایج نشان می‌دهد که شرکتها، تحلیل‌گران مالی و سیاستگذاران باید راههایی جهت آشکار ساختن و شفاف سازی اطلاعات ترازنامه برای سرمایه‌گذاران در نظر بگیرند.

ادبیات تحقیق پیشین نشان داده است که نسبتهای ترازنامه‌ای می‌تواند جهت پیش‌بینی بازدهی آتی سهام استفاده شود. این ادبیات تحقیق از طرح‌های وزن دهی که نسبتهای متفاوت را جهت حداکثر سازی قدرت پیش‌بینی‌کنندگی ترکیب می‌کنند پشتیبانی می‌کند. در غیاب یک چارچوب نظری برای تعیین وزنهای بهینه روشن نیست که آیا وزن‌ها برای نمونه‌ها و دوره‌های زمانی متفاوت ثابت می‌باشند یا خیر که این موضوع می‌تواند موضوع تحقیقات آتی واقع شود.

## منابع و ماخذ

۱. بزرگ اصل، موسی و شیر، یحیی؛ رابطه بین خالص دارایی‌های عملیاتی و بازده آینده سهام؛ مجله توسعه و سرمایه؛ سال سوم، شماره ۵، بهار و تابستان ۱۳۸۹، ص ۲۹-۷
۲. عسگری، محمدرضا و بائی لاشکی، لیلا؛ ارزیابی ارتباط میان خالص دارایی عملیاتی (NOA) و بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ۱۳۸۷-۱۳۸۰؛ پژوهشنامه اقتصاد کسب و کار؛ سال اول، شماره ۲، زمستان ۱۳۸۹، ص ۶۱-۷۳
۳. کردستانی، غلامرضا و نجفی عمران، مظاهر؛ بررسی تاثیر روش‌های تأمین مالی بر بازده سهام؛ مجله پیشرفتهای حسابداری دانشگاه شیراز؛ دوره دوم، شماره ۲، پاییز و زمستان ۱۳۸۹، ص ۷۵-۱۰۸
۴. کرمی، غلامرضا و عمرانی، حامد؛ تاثیر چرخه ی عمر شرکت و محافظه کاری بر ارزش شرکت؛ بررسی‌های حسابداری و حسابرسی؛ دوره ۱۷، شماره ۵۹، بهار ۱۳۸۹، ص ۷۹-۹۶
5. Ball, R., Kothari, S., 1991. Security returns around earnings announcements. *The Accounting Review* 66, 718-738.
6. Barton, J., Simko, P., 2002. The balance sheet as an earnings management constraint. *The Accounting Review (Supplement)* 77, 1-27.
7. Dechow, P., 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: the role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics* 18, 3-42.
8. Della Vigna, S., Pollet, J., 2003. Attention, demographics, and the stock market. Working paper, Harvard University.
9. Doyle, J., Lundholm, R., Soliman, M., 2003. The predictive value of expenses excluded from 'pro forma' earnings. *Review of Accounting Studies* 8, 145-174.
10. Fairfield, P., Whisenant, J., Yohn, T., 2003. Accrued earnings and growth: implications for future profitability and market mispricing. *Accounting Review* 78, 353-371.
11. Fiske, S., Taylor, S., 1991. *Social Cognition*, 2nd ed. McGraw-Hill, New York.
12. Garvey, G., Milbourn, T., 2004. Do stock prices incorporate the potential dilution of employee stock options? Working paper, Washington University, St. Louis.
13. Hand, J., 1990. A test of the extended functional fixation hypothesis. *Accounting Review* 65, 740-763.
14. Hirshleifer, D., Teoh, S., 2003. Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 35, 337-386.
15. Hirshleifer, D., Hou, K., Teoh, S.H., Zhang, Y., 2004. Do investors overvalue firms with bloated balance sheets? *Journal of Accounting and Economics* 38, 297-331.
16. Ho, T., Michaely, R., 1988. Information quality and market efficiency. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 5, 357-386.
17. Huberman, G., Regev, T., 2001. Contagious speculation and a cure for cancer. *Journal of Finance* 56, 387-396.

18. Kothari, S., 2001. Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31, 105–231.
19. Libby, R., Bloomfield, R., Nelson, M., 2002. Experimental research in financial accounting. *Accounting, Organizations and Society* 27, 775–810.
20. Penman, S., 2004. *Financial Statement Analysis and Security Valuation*. Irwin/McGraw-Hill, Boston, MA.
21. Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M., Tuna, I., 2003. Information in accruals about the quality of earnings. Working paper, University of Michigan.
22. Sloan, R., 1996. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *The Accounting Review* 71, 289–315.
23. Zhang, Y., 2004. Net operating assets as predictor of future stock returns: an industry analysis. Working paper, The Ohio State University.