



## **Investors' reaction to the sustainability of profit components with the approach of political communication in technology-oriented organizations**

**Mojtaba Abdollahi <sup>1</sup>, Mohammad Mehdi Abbasian Feridoni <sup>\*2</sup>, Seyed Mohammad Hasan Hashemi Kochaksaraei <sup>2</sup>, Ali Akbar Ramezani<sup>2</sup>**

1- PhD student of accounting department, Qaemshahr branch, Islamic Azad University, Qaemshahr, Iran.

2- Assistant Professor of Accounting Department, Qaemshahr Branch, Islamic Azad University, Qaemshahr, Iran.

### **Abstract**

Companies can get the resources they need through political communication to achieve more efficiency. Political communication can increase the value and performance of the company. Therefore, political connections will bring a lot of resources to the company. Based on this, the aim of this research is to investigate the perception of investors regarding the subjective and objective stability of the profit components of companies with political connections during the time period of 2015 to 2019, in the companies admitted to the Tehran Stock Exchange. The research sample consisting of 99 companies has been selected. To check the hypotheses of the research, the system of simultaneous equations of Myshkin test was used. The results of the hypothesis test showed that investors value the stability coefficient of the cash component of profit less than it actually is and correctly value the stability coefficient of the accrual component of profit. Also, investors do not understand the mental stability of the cash component of the profit of politically connected companies and value it more than the actual stability of the cash component of the profit, and on the other hand, the investors understand and correctly value the mental stability of the accrual component of the profit of the politically connected companies.

**Keywords:** political communication, investors' reaction, mental sustainability of profit

### **Citation:**

Abdollahi, M., Abbasian Feridoni, M. M., Hashemi Kochaksaraei, S. M. H., & Ramezani, A. A. (2024). Investors' reaction to the sustainability of profit components with the approach of political communication in technology-oriented organizations. *Journal of Intelligent Marketing Management*, 5(3), 353- 372.



## واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به پایداری اجزای سود با رویکرد ارتباطات سیاسی در سازمان‌های فناوری محور

مجتبی‌اللهی<sup>۱</sup>، محمدمهدی عباسیان فریدونی<sup>۲\*</sup>، سید محمد حسن هاشمی کوچکسرای<sup>۱</sup>، علی اکبر رمضانی<sup>۲</sup>

۱- دانشجوی دکتری گروه حسابداری، واحد قائم شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، قائم شهر، ایران.

۲- استادیار گروه حسابداری، واحد قائم شهر، دانشگاه آزاد اسلامی، قائم شهر، ایران.

### چکیده

شرکت‌ها منابع مورد نیاز خود را می‌توانند از طریق ارتباطات سیاسی به دست آورند تا به بازدهی بیشتری دست یابند. ارتباطات سیاسی می‌تواند موجب افزایش ارزش و عملکرد شرکت شود. بنابراین ارتباطات سیاسی موجب ورود منابع زیاد به شرکت خواهد شد. بر این اساس هدف این پژوهش بررسی ادراک سرمایه‌گذاران نسبت به پایداری ذهنی و عینی اجزای سود شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی طی دوره زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹، در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است. نمونه تحقیق مشتمل بر ۹۹ شرکت، انتخاب شده است. برای بررسی فرضیه‌های پژوهش از سیستم معادلات همزمان آزمون میشکین بهره گرفته شد. یافته‌های حاصل از آزمون فرضیه‌ها نشان داد که سرمایه‌گذاران ضریب پایداری جزء نقدی سود را کمتر از واقع ارزشگذاری می‌کنند و ضریب پایداری جزء تعهدی سود را درست ارزشگذاری می‌کنند. همچنین، سرمایه‌گذاران پایداری ذهنی جزء نقدی سود شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی را درک نکرده و بیشتر از پایداری واقعی جزء نقدی سود ارزشگذاری می‌کنند و در مقابل سرمایه‌گذاران پایداری ذهنی جزء تعهدی سود شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی را درک کرده و درست ارزشگذاری می‌کنند.

**کلیدواژه‌ها:** ارتباطات سیاسی، واکنش سرمایه‌گذاران، پایداری ذهنی سود.

### استناد:

عبداللهی، مجتبی و عباسیان فریدونی، محمدمهدی و هاشمی کوچکسرای، سید محمد حسن و رمضانی، علی اکبر. (۱۴۰۳). واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به پایداری اجزای سود با رویکرد ارتباطات سیاسی در سازمان‌های فناوری محور. مدیریت بازاریابی هوشمند، ۵(۳)، ۳۵۳-۳۷۲.

تاریخ دریافت: ۱۴۰۳/۰۴/۱۸

تاریخ ویرایش: ۱۴۰۳/۰۵/۲۰

تاریخ پذیرش: ۱۴۰۳/۰۵/۲۷

تاریخ انتشار: ۱۴۰۳/۰۷/۰۱

<https://doi.org/JABM.3.2.15564.35125656565047>

نشریه مدیریت بازاریابی هوشمند، ۱۴۰۳، دوره ۵، شماره ۳، پیاپی ۲۵

ناشر: نشریه مدیریت بازاریابی هوشمند

نوع مقاله: علمی پژوهشی

© نویسندگان



## مقدمه

فاما (۱۹۶۵)، در حوزه امور مالی فرضیه‌ای در مورد کارا بودن بازار مطرح نمود که یکی از ارکان اصلی آن نظریه انتظارات عقلایی بود. بر اساس این نظریه، انتظارات سرمایه‌گذاران از آینده، نقش اساسی را در شکل‌دهی قیمت جاری اوراق بهادار ایفا می‌کند و مبنای شکل‌گیری این انتظارات پیش‌بینی‌های بهینه از آینده می‌باشد که با استفاده از همه اطلاعات در دسترس انجام خواهد شد. بنابراین، قیمت اوراق بهادار در بازارهای مالی، پیش‌بینی بهینه‌ای از ارزش واقعی آن خواهد بود و در هر زمان همه اطلاعات در دسترس را به طور کامل منعکس خواهد کرد. هرچند طبق فرضیه بازار کارا، فرض می‌شود سرمایه‌گذاران به طور کاملاً عقلایی به اطلاعات جدید واکنش نشان می‌دهند و در قیمت‌گذاری اوراق بهادار بطور کامل از همه اطلاعات در دسترس استفاده می‌کنند، اما یافته‌های تجربی نشان می‌دهد که نوع واکنش افراد به اطلاعات منتشره متفاوت بوده و در برخی موارد واکنش آن‌ها به اطلاعات جدید کاملاً عقلایی نمی‌باشد (سانتوس و ایحسان؛ ۲۰۲۰؛ دیاس و همکاران، ۲۰۲۰). اسلون (۱۹۹۶)، استدلال کرد که سرمایه‌گذاران بی‌تجربه هنگام شکل‌دهی انتظاراتشان از سودهای آتی به منظور تعیین قیمت سهام، تنها بر رقم سود متمرکز می‌شوند. از طرفی هرشلیفر و تئو (۲۰۰۳)، استدلال کردند که تمرکز سرمایه‌گذاران بر سود به علت محدودیت روان‌شناسی توجه محدود است که بر اساس آن چون درک همه اطلاعات در دسترس زمان بر و هزینه بر است، بنابراین برخی از سرمایه‌گذاران که منابع محدودی دارند سهام را تنها بر مبنای برخی از اطلاعات در دسترس ارزش‌گذاری می‌کنند. به ویژه آنها بیان کردند که سرمایه‌گذاران با قدرت پردازش و توجه محدود، تنها بر رقم سود متمرکز می‌شوند و به اطلاعات مربوط به اجزای سود توجهی نمی‌کنند که این امر منجر به ارزش‌گذاری نادرست ارقام تعهدی و بروز ناهنجاری ارقام تعهدی می‌گردد. بنابراین به طور خلاصه، سرمایه‌گذاران بی‌تجربه به دلیل توجه محدود بر رقم سود متمرکز می‌شوند و به روش‌های محاسبه سود و محتوای اطلاعاتی واقعی آن توجهی نمی‌کنند که این امر منجر به ارزش‌گذاری نادرست ارقام تعهدی توسط سرمایه‌گذاران بی‌تجربه و بروز ناهنجاری ارقام تعهدی می‌گردد (آدفیونکه و یوسایمون، ۲۰۲۲). در این شرایط فرض می‌شود که سرمایه‌گذاران حرفه‌ای که منابع کافی برای پردازش همه اطلاعات در دسترس را در اختیار دارند اجزای سود را با توجه به اطلاعات مربوط به آن به درستی تفسیر کرده و ارقام تعهدی را به طور صحیح قیمت‌گذاری کنند. اسلون (۱۹۹۶)، بین ارقام تعهدی و بازده آتی سهام رابطه منفی مشاهده نمود و این رابطه منفی را ارقام تعهدی خلاف قاعده نامید و علت ایجاد چنین رابطه‌ای را وجود سرمایه‌گذاران بی‌تجربه در بازار عنوان کرد و این‌گونه بیان نمود که سرمایه‌گذاران زمانی که انتظاراتشان را از سود شرکت‌ها شکل می‌دهند، تمایل دارند تا پایداری ارقام تعهدی را بیش از واقع و پایداری در جریان نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند و در واقع پایداری ارقام تعهدی را نسبت به جریان نقدی بیشتر پیش‌بینی می‌کنند و سبب می‌شود سهام به اشتباه قیمت‌گذاری شود. ایجاد چنین رابطه‌ای نشان از درک ناصحیح سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات ارقام تعهدی دارد (حقیقت و ایرانشاهی، ۱۳۸۹). در مطالعه اسلون (۱۹۹۶)، و بسیاری از مطالعات بعدی، استدلال می‌شود که سرمایه‌گذاران تمایل دارند تا پایداری ارقام تعهدی را بیش از واقع و پایداری در جریان نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند. در نتیجه با کمترین عدم تقارن، در شرکت‌هایی که ارقام تعهدی بالایی دارند، بازده

<sup>1</sup> Santoso & Ikhsan

<sup>2</sup> Dias

<sup>3</sup> Adefunke & Usiomon

واقعی کمتر از بازده مورد انتظارشان است. چنانچه سرمایه‌گذاران مفهوم قابلیت اتکای پایداری سود را درک کنند، نباید بین اقلام تعهدی و بازده سهام در آینده، رابطه‌ای وجود داشته باشد. به هر حال، اگر سرمایه‌گذاران به دلیل بی‌تجربگی در پیش‌بینی پایداری کمتر اجزای تعهدی سود که قابلیت اتکای پایینی دارند، کوتاهی کنند، باید یک رابطه منفی قویتری بین اجزای یادشده و بازده سهام آتی، وجود داشته باشد. ناکامی سرمایه‌گذاران در درک پایداری اجزای سود، باعث قیمت‌گذاری نادرست خواهد شد (برگس تریسر، ۲۰۰۶، بهوج راج، ۲۰۰۹، اسلون، ۱۹۹۶، زی، ۲۰۰۱).

واکنش اشتباه سرمایه‌گذاران به این معنی است که میزان پایداری اجزای سود در ذهن سرمایه‌گذاران با پایداری عینی سود، متفاوت است. همچنین زمانی که پایداری عینی (واقعی) با پایداری ذهنی جزء نقدی و تعهدی سود شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی برابر نباشد، گفته می‌شود سرمایه‌گذاران پایداری سود شرکت‌هایی که ارتباط سیاسی دارند را نادرست قیمت‌گذاری می‌کنند و بازار سرمایه نسبت به اطلاعات اجزای سود، کارآیی ندارد. به عبارت بهتر ارتباطات سیاسی، واکنش درست یا نادرست سرمایه‌گذاران را در بازار سرمایه به همراه خواهد داشت (پروس و کونیکسگربر، ۲۰۲۰).

مطالعه حاضر به دو دلیل به گسترش ادبیات پژوهش در ایران کمک می‌کند. ابتدا اینکه در پژوهش‌های پیشین، به بررسی مستقیم تأثیر ارتباطات سیاسی بر واکنش سرمایه‌گذاران در بازار توجه نشده است و استدلال شده است که فعالیت مدیران سیاسی از شفافیت کمتری برخوردار است و مدیران اطلاعات سیاسی را از سهامداران پنهان می‌کنند. بنابراین در این پژوهش تلاش می‌شود ادراک سرمایه‌گذاران نسبت به پایداری اجزای سود شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی بررسی شود.

### مبانی نظری پژوهش

در سال‌های اخیر، ساختار مالکیت متمرکز و تأثیر آن بر ابعاد مختلف شرکت‌ها از جمله کیفیت سود، به دلیل رواج در اغلب کشورها و به خصوص میان اقتصادهای در حال رشد و بازارهای نوپای اروپا و آسیا، یکی از مسائل مهم مطرح در ادبیات حاکمیت شرکتی است. ارتباطات سیاسی به معنای انتقال اطلاعات سیاسی از بخشهای سیاسی به بخشهای اجتماعی است و بر تعامل متقابل رسانه‌ها و سیاستمداران تأکید دارد. بنابراین ارتباطات برای تمام جنبه‌های رفتار سیاسی و اجتماعی دارای اهمیت است. بدون ارتباط نه سیاست و نه جامعه نمی‌تواند وجود داشته باشد. شرکت‌ها می‌توانند منابع مورد نیاز را از طریق ارتباطات سیاسی بدست آورند تا به سودآوری بیشتر دست یابند. برای کسب ثروت، ارتباطات سیاسی می‌تواند به شرکت‌ها کمک کند تا وام‌های بانکی را با سرعت بیشتری به دست آورند (نیبرگ، ۲۰۲۱). شرکت‌های سیاسی می‌توانند توانایی سرمایه‌گذاری را از طریق شناسایی کیفیت بالای شرکت، بهبود بخشند. بنابراین ارتباطات سیاسی موجب مورد نیاز زیاد به شرکت می‌شود. برخی از محققان بیان می‌کنند که ارتباطات سیاسی موجب افزایش ارزش شرکت می‌شود و عملکرد شرکت را در دوره آتی بهبود می‌بخشد (برادران حسن زاده و همکاران، ۱۳۹۸؛ مایلون و همکاران، ۲۰۲۰).

<sup>1</sup> Nyberg

<sup>2</sup> Mialon

سرمایه‌گذاران از طریق سودهای گزارش شده و بررسی اجزای تعهدی و نقدی سود، بازده‌های آتی سهام شرکت‌ها را پیش بینی می‌کنند. در این پیش بینی سرمایه‌گذاران بی تجربه‌ای هستند که عوامل تاثیرگذار بر پیش بینی درست بازده آتی، از جمله نقش پایداری اقلام تعهدی را مد نظر قرار ندهاده، یا برآورد اشتباهی از آن دارند، که واکنش نادرست آنها را به دنبال دارد. از نظر اسلون (۱۹۹۶)، ممکن است سرمایه‌گذاران در درک محتوای اطلاعات اقتصادی جزء تعهدی سود، ضعیف عمل کنند. اگر آنها اطلاعات مربوط به اجزای تعهدی و نقدی سود را برای پیش بینی سودهای آتی بهتر درک کنند، به همان نسبت اوراق بهادار را به اندازه قیمت گذاری خواهند کرد (کردستانی و ابراهیمی، ۱۳۹۲). پایداری سود، سرمایه‌گذاران را در ارزیابی سودهای آتی و جریان‌های نقدی شرکت کمک می‌کند. ریچاردسون و اسلون (۲۰۰۵)، پایداری سود را به عنوان ضریب رگرسیون سود جاری بر سود دوره قبل تعریف کردند. کورمندی و لپ (۱۹۸۷)، پایداری سود را بدون توجه به میزان و علامت نوآوری سود بر اساس خود همبستگی در سود تعریف می‌کند و بیان می‌دارد که پایداری، میزان نوآوری دوره جاری است که بخش دائمی سری‌های سود می‌باشد. اگر سود حسابداری دارای محتوای اطلاعاتی باشد، بر رفتار استفاده‌کنندگان به خصوص سهامداران بالقوه و بالفعل تأثیر می‌گذارد و باعث افزایش و یا کاهش قیمت و حجم معاملات سهام می‌گردد. بنابراین سرمایه‌گذاران در فرآیند معاملات سهام، همواره برداشتی ذهنی از میزان پایداری اجزای سود یک شرکت دارند و این ذهنیت را نیز در تحلیل مبادلات سهام به کار می‌گیرند. به میزان پایداری سود یک شرکت که سرمایه‌گذار در ذهن خود دارد، را پایداری ذهنی سود گفته می‌شود. هنگامی که پایداری واقعی با پایداری ذهنی برابر باشد، گفته می‌شود سرمایه‌گذاران پایداری سود شرکت‌ها را درست ارزش گذاری می‌کنند و بازار سرمایه نسبت به اطلاعات سود، کارآیی دارد (مالینوفسکا؛ ۲۰۲۱).

در ادبیات موجود مستند شده است که ارتباط سیاسی از طریق دسترسی آسان به منابع خارجی و قراردادهای مبتنی بر روابط، منابع ارزشمندی برای شرکت فراهم می‌کند و بر تصمیم‌های سرمایه‌گذاری اثر می‌گذارد. از سویی، ارتباطات سیاسی می‌تواند به کاهش مشکلات ناشی از محدودیت‌های مالی کمک کند و سرمایه لازم را برای فعالیت‌های سرمایه‌گذاری شرکت فراهم کند. با وجود این، دسترسی به سرمایه خارجی زیاد از طریق ارتباطات سیاسی، شرکت را به سرمایه‌گذاری‌های پایین‌تر از حد بهینه تشویق می‌کند. از سوی دیگر، ارتباطات سیاسی ممکن است با مداخله شدید دولت و انحراف از اهداف نهایی شرکت همراه باشد. بنابراین، برای دستیابی به اهداف اجتماعی یا سیاسی ای که دولت به آنها علاقه دارد، مدیران ارشد شرکت‌ها مجبور می‌شوند در پروژه‌های غیرسودآور سرمایه‌گذاری کنند؛ پروژه‌هایی که از لحاظ سیاسی مطلوب است ولی موجب ناکارایی سرمایه‌گذاری و عملکرد ضعیف شرکت می‌شود. بدین ترتیب شرکت‌های دارای روابط سیاسی، به دلیل نادیده گرفتن ارزش شرکت، عملکرد پایینی خواهند داشت. از این رو تأثیر ارتباطات سیاسی بر عملکرد بازار سهام شرکت نیز می‌تواند موثر باشد. در اینصورت ممکن است سرمایه‌گذاران نسبت به اطلاعات سود این نوع شرکت‌ها، واکنش اشتباه داشته باشند که این موضوع به تحقیقات بیشتر نیاز دارد (پروس و کونینگسگربر، ۲۰۲۰).

این پژوهش بر آن است تا درک سرمایه‌گذاران از کیفیت و پایداری سود مرتبط با گزارشگری مالی در شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی را تعیین نماید تا این خلاء تحقیقاتی در ادبیات حسابداری را مورد توجه و بررسی قرار دهد که واکنش سرمایه‌گذاران در بازار

سرمایه ایران نسبت به اطلاعات سود شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی چگونه است؟ آیا سرمایه‌گذاران نسبت به پایداری اجزای سود شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی، درک درستی دارند؟ نتایج این پژوهش می‌تواند برای گروه‌های استفاده‌کننده به ویژه سرمایه‌گذاران بازار سرمایه ایران سودمند باشد.

### پیشینه‌ی پژوهش

اسلون (۱۹۹۶)، بررسی نمود که آیا قیمت سهام به طور کامل منعکس‌کننده اطلاعات اجزای نقدی و تعهدی درباره سودهای آتی است؟ وی برای نشان دادن این رابطه، سود جاری را به دو بخش تعهدی و نقدی تفکیک کرد و نتیجه گرفت که پایداری سود جاری با افزایش جزء تعهدی سود، کاهش و با افزایش جزء نقدی سود، افزایش می‌یابد. اسلون علت این کاهش را در ویژگی ذهنی بودن ارقام تعهدی عنوان کرد.

زی (۲۰۰۱)، قیمت‌گذاری نادرست ارقام تعهدی غیر عادی را بررسی نمود. در این تحقیق این سوال مد نظر قرار گرفت که آیا قیمت سهام به طور منطقی پیامدهای پیش‌بینی یک سال سود را از این ارقام تعهدی منعکس می‌کند؟ نتایج او نشان داد که ضریب مربوط به ارزش‌گذاری ارقام تعهدی، به طور قابل ملاحظه‌ای از ضریب مربوط به پیش‌بینی ارقام تعهدی، بیشتر است. به عبارت دیگر بازار ارقام تعهدی را بیش از ارزش واقعی آن قیمت‌گذاری می‌کند؛ زیرا سرمایه‌گذاران پایداری ارقام تعهدی را بیش از حد برآورد می‌کنند و ارقام تعهدی غیر عادی نسبت به ارقام تعهدی عادی و نیز ارقام تعهدی نسبت به جریان نقد عملیاتی، پایداری کمتری دارند.

مورک و همکاران (۲۰۰۰) و مورک و ینگ (۲۰۰۴)، نشان دادند در شرکت‌هایی که ساختار مالکیت آن متمرکز است، روابط سیاسی بیشتری وجود دارد، همچنین کیفیت سود گزارش شده در این شرکت‌ها پایینتر است. سرمایه‌گذاران نهادی در نظام راهبری شرکتی، نقش مهمی ایفا می‌کنند. آنان می‌توانند با دانش و تجربه کافی در زمینه‌های مالی و تخصصی، بر مدیریت شرکت نظارت داشته باشند.

چان و دیگران (۲۰۰۴)، رابطه ارقام تعهدی را با بازده آینده سهام بررسی کردند و نشان دادند که شرکت‌های با ارقام تعهدی زیاد در دوره‌ی بعد از گزارشگری اطلاعات مالی، بازده سهام آنها کاهش می‌یابد. یک تفسیر از این نتایج این است که شرکت‌ها با کیفیت سود پایین (یعنی شرکت‌هایی که ارقام تعهدی بالایی دارند) در دوره‌ی پس از گزارشگری سود، دچار افت بازدهی می‌شوند، زیرا سرمایه‌گذاران به مساله کیفیت سود پایین شرکت‌ها پی می‌برند و قیمت سهام را متناسب با آن تعدیل می‌کنند.

چمبرز (۲۰۰۵)، نشان داد که سرمایه‌گذاران تلاش می‌کنند تا پایداری ارقام تعهدی و جریان‌های نقدی را پیش‌بینی کنند، ولی قادر به انعکاس آن در قیمت‌ها نیستند. بر این اساس، در بعضی شرکت‌ها پایداری ارقام تعهدی بیش از واقع و برای بعضی دیگر کمتر از واقع برآورد می‌شود. او این مورد را از راه طبقه‌بندی شرکت‌ها برحسب ارقام تعهدی و نحوه قیمت‌گذاری شرکت‌ها در هر طبقه نشان داد (به نقل از باباجانی و عظیمی، ۱۳۹۱).

گانی (۲۰۰۵)، نشان داد که سرمایه‌گذاران نمی‌توانند مدیریت فعالیت‌های واقعی را در صورت‌های مالی تشخیص دهند. بنابراین آنها عواقب ناشی از دستکاری سود را در قیمت سهام انعکاس نمی‌دهند. به عبارت بهتر سرمایه‌گذاران نسبت به عملکرد مالی شرکت‌هایی که از مدیریت فعالیت‌های واقعی استفاده می‌کنند، درک اشتباهی دارند و آن را نادرست قیمت‌گذاری می‌کنند.

ریچاردسون و همکاران (۲۰۰۵)، رابطه بین قابلیت اتکای اقلام تعهدی و پایداری سود را بررسی کردند و به این نتیجه رسیدند که اقلام تعهدی با قابلیت اتکای کمتر، منجر به پایداری کمتر سود می‌شوند و سرمایه‌گذاران می‌توانند پایداری کمتر سود را پیش‌بینی کنند.

گراهام، هاروی و راجگوپال (۲۰۰۵)، نشان دادند که مدیران اجرایی تمایل به برآورده ساختن اهداف سود نظیر سود سال گذشته و پیش‌بینی تحلیلگران از طریق دستکاری فعالیت‌های واقعی دارند. در حالی که این دستکاری‌ها به طور بالقوه می‌تواند ارزش شرکت را کاهش دهد. زیرا دستکاری فعالیت‌های واقعی در دوره جاری به منظور افزایش سود، ممکن است بر جریان‌های نقد دوره آتی تاثیر منفی داشته باشد.

چان و همکاران (۲۰۰۶)، رابطه اقلام تعهدی را با بازده آتی سهام بررسی کردند و نشان دادند که شرکت‌های با اقلام تعهدی زیاد در دوره‌های بعد از گزارشگری اطلاعات مالی، بازده سهام آنها کاهش می‌یابد. این یافته نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران زمانی که به کیفیت پایین سود شرکت پی می‌برند، قیمت سهام آن را متناسب با این موضوع تعدیل می‌نمایند، اما این واکنش با تأخیر صورت می‌گیرد (به نقل از دستگیر و رستگار، ۱۳۹۰).

ژانگ (۲۰۰۷)، در مقاله خود با عنوان، اقلام تعهدی، سرمایه‌گذاری و اقلام تعهدی خلاف قاعده، به بررسی اقلام تعهدی ناهنجار پرداخت. او به این نتیجه رسید که اقلام تعهدی خلاف قاعده به طور یکنواخت با اطلاعات سرمایه‌گذاری متشکل از اقلام تعهدی افزایش می‌یابد و برخلاف انتظار، نشان داد تحلیل‌ها همسو با مبحث پایداری اقلام تعهدی نیست. وی در پژوهش خود اقلام تعهدی سرمایه‌دار گردش را معیاری برای رشد و سرمایه‌گذاری شرکت در نظر گرفت و با توجه به این معیار به بررسی رابطه بین اقلام تعهدی و بازده آتی سهام پرداخت. بنابراین وی نتیجه گرفت، نقش سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی عامل واکنش ناصحیح سرمایه‌گذاران در بازار شده است.

کوپر و همکاران (۲۰۰۸)، در پژوهش خود به بررسی ارتباط بین سرمایه‌گذاری و بازده آتی سهام پرداختند و رابطه منفی بین سرمایه‌گذاری و بازده آتی سهام مشاهده نمودند. آن‌ها واکنش بیش از واقع سرمایه‌گذاران نسبت به تغییرات سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی را علت وجود چنین رابطه‌ای می‌دانند. بنابراین می‌توان گفت واکنش اشتباه سرمایه‌گذاران، رشد خلاف قاعده را سبب می‌شود. واکنش اشتباه سرمایه‌گذاران به این معنی است که بعضی اطلاعات مربوط، در قیمت سهام منعکس نمی‌شود یا بعضی برآوردها در قیمت سهام صحیح نیست (به نقل از حقیقت و ایرانشاهی، ۱۳۸۹).

هیرشلیفر و همکاران (۲۰۰۹)، به بررسی رابطه بین ارقام تعهدی و جریان های نقدی با اندازه بازده سهام پرداختند. طبق یافته های آنها ارتباط مثبت زیادی بین اندازه ارقام تعهدی با بازده سهام وجود دارد؛ ضمن اینکه بین اندازه جریان های نقدی با بازده سهام ارتباط منفی وجود دارد (دستگیر و رستگار، ۱۳۹۰).

کاپرتینو (۲۰۱۰)، واکنش سرمایه گذاران نسبت به پایداری اجزای سود در بازار سرمایه برزیل را به روش رگرسیون داده های ترکیبی مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که برداشت نادرست از پیش بینی های ذهنی بازار در رابطه با پایداری اجزای سود وجود دارد. ارقام تعهدی و جریان نقدی بر اساس انتظارات عقلایی با هم مقایسه شده است (کاپرتینو و همکاران، ۲۰۱۵).

بویاکری (۲۰۱۲)، رابطه بین کیفیت ارقام تعهدی، پایداری سود و ارقام تعهدی خلاف قاعده را در شرکت های کانادایی بررسی کرد و به این نتیجه رسید که قابلیت اتکای پایین برخی از اجزای ارقام تعهدی به نظر می رسد تا حدی تعصب در ضریب پایداری سود را توضیح می دهد. همچنین سرمایه گذاران کانادایی قابلیت اتکای پایین اجزای ارقام تعهدی، و برخی از قابلیت اتکای بالای اجزای ارقام تعهدی را نیز بیش از واقع ارزشگذاری می کنند.

کاپرتینو و همکاران (۲۰۱۵)، واکنش سرمایه گذاران از مدیریت فعالیت های واقعی را طی دوره ۱۹۸۹ تا ۲۰۱۲ در برزیل مورد مطالعه قرار دادند. دستکاری سود از طریق مدیریت فعالیت های واقعی را با استفاده از پانل دیتا و کارایی بازار (ادراک سرمایه گذار از مدیریت سود واقعی) را با استفاده از آزمون میشکین (۱۹۸۳)، بررسی کردند و دریافتند که در بازار سرمایه برزیل دستکاری سود از طریق مدیریت فعالیت های واقعی انجام می شود و بازار نمی تواند آن را درک کند و قیمت گذاری نادرست توسط سرمایه گذار صورت می گیرد. به بیان بهتر بازار نسبت به مدیریت فعالیت های واقعی کارایی ندارد.

پروس و کونینگسگربر (۲۰۲۰)، تاثیر ارتباطات سیاسی را بر گزارشگری مالی بررسی کردند. آنها هشت نوع متمایز از پیوندهای سیاسی را مورد مطالعه قرار دادند و دریافتند که در بازار سرمایه دستکاری سود انجام می شود و بازار نمی تواند آن را درک کند و قیمت گذاری نادرست توسط سرمایه گذار صورت می گیرد. به بیان بهتر بازار نسبت به ارتباطات سیاسی کارایی ندارد.

حقیقت و ایرانشاهی (۱۳۸۹)، واکنش سرمایه گذاران نسبت به تغییرات ارقام تعهدی را بررسی کردند و دریافتند که در بازار سرمایه ایران، ارقام تعهدی خلاف قاعده وجود دارد که وابسته به اطلاعات سرمایه گذاری شامل در ارقام تعهدی بوده است. همچنین نتایج این پژوهش نشان می دهد، سرمایه گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به ارقام تعهدی واکنش بیش از اندازه نشان می دهند.

دستگیر و رستگار (۱۳۹۰)، به بررسی رابطه بین کیفیت سود (پایداری سود) و بازده سهام با کیفیت ارقام تعهدی پرداختند و دریافتند که کیفیت سود (پایداری سود) با کیفیت ارقام تعهدی رابطه مستقیم دارد؛ ضمن اینکه با کاهش کیفیت ارقام تعهدی و افزایش اندازه ارقام تعهدی بازده سهام افزایش می یابد.

حقیقت و بختیاری (۱۳۹۰)، به بررسی محتوای اطلاعاتی افزاینده ارقام تعهدی خلاف قاعده در مقایسه با جریانهای نقدی عملیاتی پرداختند. نتیجه تحقیق، حاکی از وجود ارقام تعهدی خلاف قاعده تنها در رویکرد کل ارقام تعهدی می باشد. نتایج تحقیق نشان می دهد

که در رویکرد کل ارقام تعهدی، جریان‌های نقدی عملیاتی، توان توضیحی ارقام تعهدی غیر عادی در بازده آتی سهام را کاهش نمی‌دهد. همچنین نتایج تحقیق نشان می‌دهد که بعد از در نظر گرفتن جریان‌های نقدی عملیاتی، رشد فروش و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار حقوق صاحبان سهام در چارچوب یک رگرسیون در رابطه بین ارقام تعهدی غیر عادی و بازده آتی سهام، در هر دو رویکرد، رابطه معنادار باقی می‌ماند.

باباجانی و عظیمی (۱۳۹۱)، اثر قابلیت اتکای ارقام تعهدی بر بازده سهام را مورد تحقیق قرار دادند و دریافتند که بین آن دسته از ارقام تعهدی سود دوره جاری که قابلیت اتکای پایین تری دارند و بازده سهام در آینده رابطه منفی قویتری وجود ندارد.

هاشمی و همکاران (۱۳۹۲)، به بررسی ناهنجاری ارقام تعهدی با در نظر گرفتن ریسک ناتوانی مالی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند و دریافتند که ناهنجاری ارقام تعهدی در بازار سرمایه ایران وجود دارد. همچنین ریسک ناتوانی مالی بر رابطه بین ارقام تعهدی و بازده غیر عادی آتی سهام تاثیر دارد.

کردستانی و ابراهیمی (۱۳۹۲)، رابطه بین کیفیت افشا و قیمت گذاری نادرست ارقام تعهدی و جریان نقدی را بررسی کردند و دریافتند که سرمایه‌گذاران پایداری ارقام تعهدی را کمتر از واقع و پایداری جریان نقدی را بیشتر از واقع ارزشگذاری می‌کنند. این رفتار سرمایه‌گذاران باعث می‌شود سهام به اشتباه قیمت گذاری شود. بنابراین قیمت گذاری نادرست اجزای سود در شرکت‌های دارای کیفیت افشای بالاتر، کاهش می‌یابد.

رضایی و ویسی حصار (۱۳۹۳)، اثر روابط سیاسی با دولت بر رابطه بین تمرکز مالکیت با کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سهام عادی را طی دوره ۱۳۸۰ تا ۱۳۹۰ بررسی کردند. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش بر مبنای یک نمونه آماری متشکل از ۹۵ شرکت نشان داد در شرکت‌هایی که ساختار مالکیت متمرکز است، کیفیت سود نیز بالاست؛ حال آنکه در شرکت‌های دارای روابط سیاسی گسترده با دولت که ساختار مالکیت متمرکز دارند، کیفیت سود پایین است. همچنین در شرکت‌هایی که ساختار مالکیت متمرکز دارند، هزینه سهام عادی پایین است، ولی در شرکت‌های دارای روابط سیاسی گسترده با دولت که ساختار مالکیت متمرکز دارند، هزینه سهام عادی بالا است.

بادآور نهندی و تقی زاده خانقاه (۱۳۹۷)، تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت را طی دوره ۱۳۸۹ تا ۱۳۹۵ بررسی کردند. نتایج آزمون فرضیه‌های پژوهش بر مبنای یک نمونه آماری متشکل از ۱۱۰ شرکت نشان داد که ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد تأثیر مثبتی داشته و بر عملکرد شرکت تأثیر منفی می‌گذارد.

### فرضیه‌های پژوهش

هدف از پژوهش حاضر بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به پایداری اجزای سود در شرکت‌های دارای ارتباطات سیاسی است. همچنین یافتن پاسخ منطقی این سوالات است که: آیا سرمایه‌گذاران هنگامی که سود آتی را پیش‌بینی می‌کنند، به درستی اطلاعات

موجود در پایداری اجزای سود شرکت‌هایی که دارای ارتباط سیاسی را درک می‌کنند؟ آیا ارتباطات سیاسی شرکت بر ادراک سرمایه‌گذاران نسبت به پایداری اجزای سود تاثیرگذار است؟ برای یافتن پاسخ منطقی سوالات تحقیق، فرضیه‌های زیر تدوین شده است:

فرضیه اول: در بازار سرمایه ایران، سرمایه‌گذاران پایداری ذهنی جزء نقدی سود شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی را درک نکرده و بیشتر از پایداری واقعی (عینی) جزء نقدی سود ارزشگذاری می‌کنند.

فرضیه دوم: در بازار سرمایه ایران، سرمایه‌گذاران پایداری ذهنی جزء تعهدی سود شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی را درک نکرده و بیشتر از پایداری واقعی (عینی) جزء تعهدی سود ارزشگذاری می‌کنند.

### روش شناسی پژوهش

پژوهش حاضر، از نظر هدف یک پژوهش کاربردی بوده که نتایج حاصل از آن توسط طیف وسیعی از استفاده‌کنندگان مورد استفاده قرار می‌گیرد. مدل‌های رگرسیون بر اساس داده‌های ترکیبی برآورد می‌شود. قبل از برآورد مدل‌های رگرسیون، آزمون پایایی متغیرها از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است، لذا این فروض مورد آزمون قرار خواهند گرفت. در پژوهش حاضر به منظور گردآوری اطلاعات از اسناد و مدارک مربوط به اعضای نمونه از صورت‌های مالی اساسی و یادداشت‌های توضیحی، استفاده شده است. همچنین گردآوری اطلاعات نیز از طریق پایگاه اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران و نرم‌افزار ره‌آورد نوین استخراج شده‌اند و به منظور تحلیل داده‌ها از نسخه ۹ نرم‌افزار ایویوز (Eviews9) استفاده شد.

### جامعه و نمونه آماری

جامعه مورد بررسی پژوهش حاضر شامل کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در بازه زمانی ۱۳۹۵ تا ۱۳۹۹ می‌باشد. به طور کلی، تعداد نمونه آماری شامل ۹۹ شرکت از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بر اساس محدودیت‌های زیر انتخاب شده‌اند:

شرکت‌ها باید از سال ۱۳۹۵ در بورس پذیرفته شده باشند.

پایان سال مالی شرکت‌ها ۲۹ اسفند باشد.

جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی، لیزینگ و بانک‌ها و بیمه نباشند.

صورت‌های مالی و اطلاعات مورد نیاز شرکت در دسترس باشند.

شرکت‌های نمونه باید طی دوره پژوهش در حالت تعلیق نبوده و یا از بورس خارج نشده باشند.

### نحوه آزمون فرضیه های پژوهش

در این پژوهش برای اندازه گیری ادراک سرمایه گذاران نسبت به پایداری اجزای سود در شرکت های دارای ارتباطات سیاسی، از آزمون میشکین (۱۹۸۳)، استفاده شد. آزمون میشکین، سیستم معادلات همزمان است که برای بررسی قیمت گذاری نادرست پایداری اجزای سود مورد استفاده قرار می گیرد. برای آزمون فرضیه ها، از مدل گانی (۲۰۰۵)، بهره گرفته شد. گانی (۲۰۰۵)، از آزمون میشکین (۱۹۸۳)، برای تاثیر مدیریت سود بر قیمت گذاری سود توسط سرمایه گذاران، استفاده نمود. اسلون (۱۹۹۶)، سود را به دو جزء نقدی و تعهدی تقسیم کرد و با استفاده از آزمون میشکین (۱۹۸۳)، این موضوع را بررسی نمود (کاپرتینو و همکاران، ۲۰۱۵). برای آزمون فرضیه اول و دوم، از معادله همزمان راستنمایی میشکین (۱)، استفاده می شود:

معادله همزمان (۱):

$$\left\{ \begin{aligned} &= \gamma_0 + \gamma_{1a}CFO_t + \gamma_{1b}ACC_t + \gamma_2PC_t + \gamma_{3a}CFO_t \times PC_t + \gamma_{3b}ACC_t \times PC_t + v_{t+1} EARN_{t+1} \\ &- \gamma_{3b}^* ACC_t \times PC_t + \varepsilon_{t+1} - \gamma_0 - \gamma_{1a}^* CFO_t - \gamma_{1b}^* ACC_t - \gamma_2 PC_t - \gamma_{3a}^* CFO_t \times PC_t = \beta (EARN_{t+1} ABRET_{t+1}) \end{aligned} \right.$$

معادله اول را مدل پیش بینی و معادله دوم را مدل قیمت گذاری می نامند. مدل پیش بینی، ضرایب واقعی (عینی) را و مدل قیمت گذاری، ضرایب ذهنی را برآورد می کند. هنگامی که ضریب پایداری واقعی با ضریب پایداری ذهنی برابر باشد، گفته می شود در مورد پایداری سود شرکت ها قیمت گذاری نادرست وجود ندارد و سرمایه گذاران نسبت به اطلاعات سود، واکنش درستی دارند. که در آن  $\gamma_{1a}$  و  $\gamma_{1b}$ ، به ترتیب ضریب پایداری عینی جزء نقدی و تعهدی سود  $\gamma_{3a}$  و  $\gamma_{3b}$  پایداری عینی جزء نقدی و تعهدی سود شرکت های دارای ارتباط سیاسی را نشان می دهد. همچنین  $\gamma_{1a}^*$  و  $\gamma_{1b}^*$ ، به ترتیب ضریب پایداری ذهنی جزء نقدی و تعهدی سود  $\gamma_{3a}^*$  و  $\gamma_{3b}^*$  پایداری ذهنی جزء نقدی و تعهدی سود شرکت های دارای ارتباط سیاسی را نشان می دهد. بنابراین زمانی که پایداری عینی با پایداری ذهنی جزء نقدی و تعهدی سود شرکت های دارای ارتباط سیاسی  $(\gamma_{3a} \neq \gamma_{3a}^*)$  و  $(\gamma_{3b} \neq \gamma_{3b}^*)$ ، برابر نباشد، گفته می شود سرمایه گذاران پایداری سود شرکت های دارای ارتباط سیاسی، را نادرست قیمت گذاری می کنند و بازار سرمایه نسبت به اطلاعات اجزای سود، کارآیی ندارد. به عبارت بهتر ارتباط سیاسی، واکنش (ارزش گذاری) نادرست سرمایه گذاران را به همراه خواهد داشت.

که در آن:

$$EARN_{t+1} = \text{برابر است با سود عملیاتی آتی که از صورت سود و زیان استخراج می شود.}$$

$$ABRET_{t+1} = \text{برابر است با بازده غیرعادی آتی که از تفاوت بازده سالانه سهام و بازده مورد انتظار سهام در سال آتی محاسبه می}$$

شود.

$$CFO_t = \text{برابر است با جریان نقدی ناشی از فعالیت های عملیاتی که از صورت جریان نقدی استخراج می شود.}$$

$ACC_t =$  اقلام تعهدی برابر است با تفاوت سود عملیاتی و جریان نقد عملیاتی در سال جاری

$PC_t =$  (Political Connections) برابر است با ارتباطات سیاسی شرکت.

برای تفکیک شرکت های سیاسی و غیرسیاسی، از متغیرهای هزینه های سیاسی فاسیو (۲۰۰۶)، به شرح زیر استفاده شده است: ارزش بازار سهام: هرچه ارزش بازار سهام بیشتر باشد، ارتباط شرکت با سازمان بورس اوراق بهادار که زیر مجموعه وزارت امور اقتصادی و دارایی است، بیشتر خواهد بود.

ارزش دفتری دارایی ها: هرچه ارزش دفتری دارایی ها بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت امور اقتصادی و دارایی بیشتر خواهد بود.

مالیات بر درآمد: هرچه مالیات بر درآمد بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت امور اقتصادی و دارایی بیشتر خواهد بود.

تعداد کارکنان: هرچه تعداد کارکنان بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت کار و امور اجتماعی بیشتر خواهد بود.

جمع فروش صادراتی: هرچه جمع فروش صادراتی بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت بازرگانی بیشتر خواهد بود.

بیمه پرداختی: هرچه بیمه سهم کارفرما و بیکاری بیشتر باشد، ارتباط شرکت با وزارت کار و رفاه بیشتر خواهد بود.

رتبه بالاتر شرکت ها از مجموعه عوامل فوق، بیانگر ارتباطات گسترده تر و سیاسی بودن شرکت ها است (رضایی و ویسی حصار، ۱۳۹۳).

## یافته های پژوهش

### آمار توصیفی

در این بخش، تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از شاخص های مرکزی نظیر میانگین و میانه و شاخص های پراکندگی انحراف معیار انجام شده است. به طور کلی، خلاصه وضعیت آمار توصیفی مربوط به متغیرهای مدل پیش بینی و قیمت گذاری آزمون میشکین، در جدول (۱)، ارائه شده است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای پژوهش

متغیرها	مشاهده	میانگین	میانه	انحراف معیار	کمینه	بیشینه
بازده غیر عادی آتی	۴۹۵	۰/۲۰۸	۰/۰۴۰	۰/۸۲۸	-۳/۲۱۸	۴/۳۱۱
سود عملیاتی آتی	۴۹۵	۰/۱۲۸	۰/۰۹۰	۰/۲۲۴	-۰/۹۰۴	۲/۱۵۴
جریان نقد عملیاتی	۴۹۵	۰/۱۳۱	۰/۱۱۳	۰/۱۵۸	-۰/۵۰۳	۱/۱۴۷
اقدام تعهدی	۴۹۵	۰/۰۳۸	۰/۰۰۵	۰/۲۱۳	-۰/۶۲۲	۲/۱۰۹
ارتباط سیاسی	۴۹۵	۰/۴۱۲	۰/۰۰۱	۰/۴۹۲	۰/۰۰۰	۱/۰۰۰

با توجه به جدول (۱)، میانگین سود عملیاتی آتی ۰/۱۲۸، که نشان می دهد حدود ۱۲/۸ درصد دارایی ها است. اقدام تعهدی دارای مقدار میانگین ۰/۰۳۸ است. میانگین بازده غیرعادی آتی ۲۰/۸ درصد مثبت است. همچنین جریان نقد عملیاتی به طور متوسط ۱۱/۳ درصد دارایی های اول دوره است. میانگین ارتباط سیاسی نشان می دهد که ۴۱ درصد شرکت های نمونه تحقیق دارای ارتباطات سیاسی هستند.

### آزمون پایایی متغیرها

در برآورد مدل اگر متغیرهای مورد استفاده، ناپایا باشند، در عین حال که ممکن است هیچ رابطه منطقی بین متغیرهای مستقل و وابسته وجود نداشته باشد، ضریب تعیین به دست آمده آن می تواند بسیار بالا باشد و باعث شود تا محقق استنباط های نادرستی در مورد میزان ارتباط بین متغیرها انجام دهد. وجود متغیرهای ناپایا در مدل سبب می شود تا آزمون های  $t$  و  $F$  نیز از اعتبار لازم برخوردار نباشند و کمیت های بحرانی ارائه شده توسط توزیع های  $t$  و  $F$ ، مقادیر صحیحی برای انجام آزمون نیستند. ناپایا بودن متغیرها، رگرسیون کاذب را ایجاد می کند. از مشخصه های معمول یک رگرسیون کاذب، بالا بودن ضریب تعیین (نزدیک یک) و پایین بودن آماره دوربین واتسون (نزدیک صفر)، می باشد. بنابراین قبل از برآورد یک مدل رگرسیون، باید از پایا بودن متغیرهای مستقل و وابسته اطمینان حاصل کرد (افلاطونی، ۱۳۹۲). برای این کار از آزمون ریشه واحد لوین، لین و چو استفاده شد. فرضیه های زیر برای آن آزمون می شود:

بین متغیرها ناپایایی وجود دارد:  $H_0$

بین متغیرها پایایی وجود دارد:  $H_1$

در صورتی که سطح معناداری آماره بیشتر از ۰/۰۵ باشد، فرض  $H_1$  رد می شود و اگر کمتر از ۰/۰۵ باشد، فرض  $H_0$  رد شده و فرض  $H_1$  پذیرفته می شود. با توجه به اطلاعات جدول ۴-۲، سطح معناداری این آزمون برای تمام متغیرهای تحقیق، کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین فرض  $H_1$  یعنی ادعای عدم وجود ریشه واحد (پایایی) بین متغیرها تایید می شود.

جدول ۲: نتایج آزمون پایبی

نام متغیر	نماد	آماره	سطح معناداری
بازده غیر عادی آتی	$ABRET_{t+1}$	-۱۰/۱۲۷	۰/۰۰۰
سود عملیاتی آتی	$EARN_{t+1}$	-۲۷/۷۳۱	۰/۰۰۰
جریان نقد عملیاتی	$CFO_t$	-۵۳/۵۰۶	۰/۰۰۰
اقلام تعهدی	$ACC_t$	-۳۷/۰۱۱	۰/۰۰۰
ارتباط سیاسی	$PC_t$	-۱۲/۸۱۴	۰/۰۰۰
اثر متقابل جریان نقد و ارتباط سیاسی	$CFO_t \times PC_t$	-۱۹/۶۹۰	۰/۰۰۰
اثر متقابل اقلام تعهدی و ارتباط سیاسی	$ACC_t \times PC_t$	-۸/۳۴۱	۰/۰۰۰

### آزمون فرضیه های پژوهش

در این پژوهش برای بررسی واکنش سرمایه گذاران به پایداری اجزای سود، از آزمون میشکین (۱۹۸۳)، استفاده شد. آزمون میشکین، سیستم معادلات همزمان است که برای بررسی قیمت گذاری نادرست اجزای سود مورد استفاده قرار می گیرد. در سیستم معادلات همزمان، معادله اول را مدل پیش بینی و معادله دوم را مدل قیمت گذاری می نامند. در مدل گانی (۲۰۰۵)، (معادله همزمان ۱)،  $\gamma_{1a}$  و  $\gamma_{1b}$ ، به ترتیب ضریب پایداری عینی جزء نقدی و تعهدی سود است. همچنین  $\gamma_{3a}$  و  $\gamma_{3b}$  ضرایب پایداری عینی جزء نقدی و تعهدی سود و  $\gamma_{3a}^*$  و  $\gamma_{3b}^*$  ضرایب پایداری ذهنی جزء نقدی و تعهدی سود شرکت های دارای ارتباط سیاسی را نشان می دهد. بنابراین زمانی که پایداری عینی با پایداری ذهنی جزء نقدی و تعهدی سود شرکت های دارای ارتباط سیاسی ( $\gamma_{3a} \neq \gamma_{3a}^*$ ) و ( $\gamma_{3b} \neq \gamma_{3b}^*$ )، برابر نباشد (یا به طور معناداری با هم متفاوت باشند)، گفته می شود، سرمایه گذاران پایداری سود شرکت های دارای ارتباط سیاسی، را نادرست ارزش گذاری می کنند (یا درک نمی کنند) و بازار سرمایه نسبت به اطلاعات اجزای سود این نوع شرکت ها، کارآیی ندارد.

در جدول (۳)، ضرایب هر دو معادله پیش بینی و قیمت گذاری از طریق آزمون میشکین ارائه شده است. همچنین نتایج آزمون میشکین (۱۹۸۳)، برای مقایسه ضرایب پایداری عینی و ذهنی در جدول (۴)، ارائه شد. از اطلاعات جدول (۴)، مشاهده می شود که سطح اهمیت آماره LR آزمون میشکین برای ضریب پایداری عینی و ذهنی جزء نقدی سود کمتر از ۰/۰۵ است، که نشان می دهد بین ضرایب عینی و ذهنی جزء نقدی سود اختلاف معناداری وجود دارد. بنابراین بازار سرمایه نسبت به اطلاعات جزء نقدی سود کارآیی ندارد. بدین معنی که سرمایه گذاران ضریب پایداری جزء نقدی سود (۰/۷۷۲) را کمتر از واقع (۲/۰۴۵-)، ارزش گذاری می کنند. همچنین سطح

اهمیت آماره LR آزمون میشکین برای ضریب پایداری عینی و ذهنی جزء تعهدی سود بیشتر از ۰/۰۵ است، که نشان می دهد بین ضرایب عینی و ذهنی جزء تعهدی سود اختلاف معناداری وجود ندارد. بنابراین بازار سرمایه نسبت به اطلاعات جزء تعهدی سود کارآیی دارد و سرمایه گذاران ضریب پایداری جزء تعهدی سود (۰/۴۹۳) را درست (۰/۳۷۴)، ارزشگذاری می کنند.

فرضیه اول تحقیق بیان می کند، در بازار سرمایه ایران، سرمایه گذاران پایداری ذهنی جزء نقدی سود شرکت های دارای ارتباط سیاسی را درک نکرده و بیشتر از پایداری واقعی (عینی) جزء نقدی سود ارزشگذاری می کنند. از اطلاعات جدول (۴)، مشاهده می شود که سطح اهمیت آماره میشکین برای ضرایب پایداری عینی و ذهنی جزء نقدی سود شرکت های دارای ارتباط سیاسی (اثر متقابل جریان نقد عملیاتی و ارتباط سیاسی  $\gamma_{3a} = \gamma_{3a}^*$ )، کمتر از ۰/۰۵ (۰/۰۰۱)، است، که نشان می دهد بین ضرایب عینی و ذهنی، اختلاف معناداری وجود دارد. بدین معنی که سرمایه گذاران ضریب پایداری جزء نقدی سود شرکت های دارای ارتباط سیاسی را درک نکرده و (۰/۲۰۰- ، استخراج از جدول ۳) بیشتر از واقع (۳/۲۰۵ ، استخراج از جدول ۳)، ارزشگذاری می کنند. بنابراین می توان نتیجه گرفت که سرمایه گذاران تاثیر ارتباط سیاسی بر پایداری جزء نقدی سود را درک نمی کنند. بر این اساس فرضیه اول تایید می شود.

جدول ۳: ضرایب متغیرها در آزمون میشکین

معادله اول: مدل پیش بینی با متغیر وابسته سود عملیاتی آتی				
معناداری	آماره t	ضریب	نماد	متغیرهای مستقل
۰/۰۰۲	-۳/۰۱۸	-۰/۰۳۴	$\gamma_0$	عرض از مبدا
۰/۰۰۰	۱۳/۰۰۵	۰/۷۷۲	$\gamma_{1a}CFO_t$	جریان نقد عملیاتی
۰/۰۰۰	۹/۲۲۵	۰/۴۹۳	$\gamma_{1b}ACC_t$	اقدام تعهدی
۰/۰۴۰	۲/۰۵۶	۰/۰۴۶	$\gamma_2PC_t$	ارتباط سیاسی
۰/۰۴۳	-۲/۰۲۶	-۰/۲۰۰	$\gamma_{3a}CFO_t \times PC_t$	اثر متقابل جریان نقد و ارتباط سیاسی
۰/۴۱۰	۰/۸۲۴	۰/۰۵۸	$\gamma_{3b}ACC_t \times PC_t$	اثر متقابل اقدام تعهدی و ارتباط سیاسی
$- \gamma_{2b}ACC_t \times PC_t + \varepsilon_{t+1} - \gamma_0 - \gamma_{1a}CFO_t - \gamma_{1b}ACC_t - \gamma_2PC_t - \gamma_{3a}CFO_t \times PC_t - \gamma_{3b}ACC_t \times PC_t = \beta (EARN_{t+1} - ABRET_{t+1})$				
معادله دوم: مدل قیمت گذاری با متغیر وابسته بازده غیرعادی آتی				
معناداری	آماره t	ضریب	نماد	متغیرهای مستقل
۰/۳۷۲	۰/۸۹۱	۰/۳۱۶	$EARN_{t+1}$	سود عملیاتی آتی
۰/۵۳۵	-۰/۶۲۰	-۲/۰۴۵	$\gamma_{1a}^*CFO_t$	جریان نقد عملیاتی
۰/۷۱۷	۰/۳۶۲	۰/۳۷۴	$\gamma_{1b}^*ACC_t$	اقدام تعهدی
۰/۴۲۰	-۰/۸۰۶	-۰/۹۶۱	$\gamma_2PC_t$	ارتباط سیاسی
۰/۴۴۸	۰/۷۵۸	۳/۲۰۵	$\gamma_{3a}^*CFO_t \times PC_t$	اثر متقابل جریان نقد و ارتباط سیاسی
۰/۵۳۶	۰/۶۱۸	۱/۱۲۰	$\gamma_{3b}^*ACC_t \times PC_t$	اثر متقابل اقدام تعهدی و ارتباط سیاسی
۴۹۵	تعداد مشاهدات		۹۹	تعداد شرکت
۰/۵۶۱	ضریب تعیین تعدیل شده		۰/۵۶۶	ضریب تعیین
			۱/۵۶۲	دوربین واتسون

فرضیه دوم تحقیق نیز بیان می کند، در بازار سرمایه ایران، سرمایه گذاران پایداری ذهنی جزء تعهدی سود شرکت های دارای ارتباط سیاسی را درک نکرده و بیشتر از پایداری واقعی (عینی) جزء تعهدی سود ارزشگذاری می کنند. با توجه به جدول ۴ و ۳، سطح اهمیت آماره میشکین برای ضرایب پایداری عینی و ذهنی جزء تعهدی سود در شرکت های دارای ارتباط سیاسی (اثر متقابل اقدام تعهدی و ارتباط سیاسی  $\gamma_{3b}^* = \gamma_{3b}$ )، بیشتر از ۰/۰۵ (۰/۶۵۵)، است، که نشان می دهد بین ضرایب عینی و ذهنی، اختلاف معناداری وجود ندارد. بنابراین می توان نتیجه گرفت که سرمایه گذاران تاثیر ارتباط سیاسی بر پایداری جزء تعهدی سود را درک می کنند. بر این اساس فرضیه دوم تایید نمی شود.

جدول ۴: نتایج آزمون فرضیه اول و دوم (آزمون میشکین ۱۹۸۳)

$$= \gamma_0 + \gamma_{1a}CFO_t + \gamma_{1b}ACC_t + \gamma_2PC_t + \gamma_{3a}CFO_t \times PC_t + \gamma_{3b}ACC_t \times PC_t + \nu_{t+1} EARN_{t+1} - \gamma_{3b}^* ACC_t \times PC_t + \varepsilon_{t+1} - \gamma_0 - \gamma_{1a}^* CFO_t - \gamma_{1b}^* ACC_t - \gamma_2 PC_t - \gamma_{3a}^* CFO_t \times PC_t = \beta (EARN_{t+1} ABRET_{t+1})$$

متغیرها	ارزشگذاری نادرست	سطح اهمیت p-value	آماره LR میشکین	برابری ضرایب پایداری عینی و ذهنی
جریان نقد عملیاتی	وجود دارد	۰/۰۰۰	۳۰/۷۰۹	$\gamma_{1a} \neq \gamma_{1a}^*$
اقلام تعهدی	وجود ندارد	۰/۹۸۵	۰/۰۰۰۳	$\gamma_{1b} = \gamma_{1b}^*$
ارتباط سیاسی	وجود دارد	۰/۰۰۰	۲۵/۰۴۸	$\gamma_2 \neq \gamma_2^*$
اثر متقابل جریان نقد و ارتباط سیاسی	وجود دارد	۰/۰۰۱	۱۳/۲۴۵	$\gamma_{3a} \neq \gamma_{3a}^*$
اثر متقابل اقلام تعهدی و ارتباط سیاسی	وجود ندارد	۰/۶۵۵	۰/۱۹۹	$\gamma_{3b} = \gamma_{3b}^*$

### بحث و نتیجه گیری

هدف این پژوهش واکنش سرمایه گذاران نسبت به پایداری اجزای سود با رویکرد ارتباطات سیاسی در سازمان‌های فناوری محور بود. یافته‌های این پژوهش نشان داد که بین ضرایب واقعی و ذهنی پایداری جزء نقدی سود اختلاف معناداری وجود دارد و سرمایه گذاران ضریب پایداری جزء نقدی سود را کمتر از واقع ارزشگذاری می کنند. بدین معنی که بازار سرمایه نسبت به اطلاعات جزء نقدی سود کارآیی ندارد. همچنین یافته‌ها نشان داد که بین ضرایب واقعی و ذهنی پایداری جزء تعهدی سود اختلاف معناداری وجود ندارد و سرمایه گذاران ضریب پایداری جزء تعهدی سود را درست ارزشگذاری (درک) می کنند. بنابراین بازار سرمایه نسبت به اطلاعات جزء تعهدی سود کارآیی دارد. نتایج تحقیق نشان داد که در بازار سرمایه ایران، سرمایه گذاران پایداری ذهنی جزء نقدی سود شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی را درک نکرده و بیشتر از پایداری واقعی (عینی) جزء نقدی سود ارزشگذاری می کنند و در مقابل سرمایه گذاران پایداری ذهنی جزء تعهدی سود شرکت‌های دارای ارتباط سیاسی را درک کرده و درست ارزشگذاری می کنند. بنابراین می توان نتیجه گرفت که سرمایه گذاران تاثیر ارتباط سیاسی بر پایداری سود را درک نمی کنند. یافته‌های این پژوهش با نتایج تحقیق اسلون (۱۹۹۶) در خصوص پایداری جریان نقدی همخوانی دارد. اسلون (۱۹۹۶)، بیان نمود که سرمایه گذاران زمانی که انتظاراتشان را از سود شرکت‌ها شکل می دهند، تمایل دارند تا پایداری اقلام تعهدی را بیش از واقع و پایداری در جریانات نقدی را کمتر از واقع ارزیابی کنند. بعلاوه یافته‌های این پژوهش با نتایج تحقیق زی (۲۰۰۱) و چمبرز (۲۰۰۵)، در خصوص پایداری جزء تعهدی همخوانی ندارد، زیرا طبق یافته

های این تحقیق، سرمایه‌گذاران پایداری جزء تعهدی سود را درست ارزشگذاری می‌کنند. زی (۲۰۰۱)، دریافت که سرمایه‌گذاران اقلام تعهدی را بیش از ارزش واقعی آن قیمت گذاری می‌کند. چمبرز (۲۰۰۵)، نشان داد که در بعضی شرکت‌ها پایداری اقلام تعهدی بیش از واقع و برای بعضی دیگر کمتر از واقع برآورد می‌شود. همچنین یافته‌های این پژوهش با نتایج تحقیق کاپرتینو (۲۰۱۵)، کاپرتینو (۲۰۱۰)، پروس و کونینگسگربر (۲۰۲۰)، همخوانی دارد. کاپرتینو (۲۰۱۰)، دریافت که برداشت نادرست از پیش‌بینی‌های ذهنی بازار در رابطه با پایداری اجزای سود وجود دارد. پروس و کونینگسگربر (۲۰۲۰)، دریافتند که بازار سرمایه نسبت به ارتباطات سیاسی کارآیی ندارد.

با توجه به نتایج پژوهش حاضر که ارتباطات سیاسی باعث واکنش اشتباه سرمایه‌گذاران نسبت به پایداری سود می‌شود، به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌شود ابعاد ارتباطات سیاسی و گزارشگری مالی شرکت‌ها را با دقت بیشتری مورد توجه قرار دهند. سازمان‌های قانون‌گذار و ناظر نیز می‌توانند جهت افشای ارتباطات سیاسی شرکت‌ها، قوانین و مقررات شفاف‌تری اعمال نمایند.

## منابع

- باباجانی، جعفر و مجید عظیمی یانچشمه (۱۳۹۱)، اثر قابلیت اتکای اقلام تعهدی بر بازده سهام، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال چهارم، شماره ۲، صص ۱۰۰-۸۳.
- بادآور نهندي، یونس؛ تقی زاده خانقاه، وحید (۱۳۹۷). تأثیر ارتباطات سیاسی بر سرمایه‌گذاری بیشتر از حد و عملکرد شرکت *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، (۲)۲۵، ۱۸۱-۱۹۸.
- برادران حسن زاده، رسول؛ عیسی ایضی، رامین نامور (۱۳۹۸)، تأثیر ارتباطات سیاسی بر مسئولیت‌پذیری اجتماعی شرکت با تاکید بر رقابت بازار محصول، *پژوهش‌های تجربی حسابداری*، سال نهم، شماره ۳۳، صص ۳۰۱-۳۲۵.
- حقیقت، حمید؛ علی اکبر ایرانشاهی (۱۳۸۹)، بررسی واکنش سرمایه‌گذاران در بورس اوراق بهادار تهران نسبت به جنبه‌های پایداری اقلام تعهدی، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال دوم، شماره سوم، شماره پیاپی (۵).
- حقیقت، حمید؛ علی اکبر ایرانشاهی (۱۳۸۹)، بررسی واکنش سرمایه‌گذاران نسبت به جنبه‌های سرمایه‌گذاری اقلام تعهدی، *فصلنامه بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، شماره ۶۱.
- حقیقت، حمید؛ مسعود بختیاری (۱۳۹۰)، بررسی محتوای اطلاعاتی افزایش اقلام تعهدی خلاف قاعده در مقایسه با جریان نقدی عملیاتی، *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، سال سوم، شماره ۹.
- دستگیر، محسن و مجید رستگار (۱۳۹۰)، بررسی رابطه بین کیفیت سود (پایداری سود)، اندازه اقلام تعهدی و بازده سهام با کیفیت اقلام تعهدی، *مجله پژوهش‌های حسابداری مالی*، سال سوم، شماره ۱، صص ۲۰-۱.
- رضایی، فرزین؛ ثریا ویسی حصار (۱۳۹۳)، اثر روابط سیاسی با دولت بر رابطه بین تمرکز مالکیت با کیفیت گزارشگری مالی و هزینه سهام عادی، *بررسی‌های حسابداری و حسابرسی*، دوره ۲۱، شماره ۴، صص ۴۴۹-۴۷۰.
- کردستانی، غلامرضا؛ تهمینه ابراهیمی (۱۳۹۲)، بررسی رابطه بین کیفیت افشا و قیمت‌گذاری نادرست اقلام تعهدی و جریان نقدی، *فصلنامه تحقیقات حسابداری و حسابرسی*، پاییز.

Adefunke, A. B., & Usiomon, A. O. (2022). Impact of company income tax on corporate profitability in Nigeria. *Indian Journal of Finance and Banking*, 9(1), 104-114

- Boubakri, F. (2012). The Relationship between Accruals Quality, Earnings Persistence and Accruals Anomaly in the Canadian Context. *International Journal of Economics and Finance*, 4(6), 51-62.
- Chambers, D. (2005). Earnings Persistence and the Accrual Anomaly. Working Paper (SSRN.COM).
- Chan, K., Chan, L., Jegadeesh, N., Lakinishok, J., (2004). "Earnings quality and stock return" Working paper University of Illinois at Urbana- Champaign - Department of Finance, p.50.
- Chan, K., L. Chan, N. Jegadeesh, and J. Lakonishok, (2006). "Earnings quality and stock returns", *Journal of business, forthcoming*.
- Cheng, C. S. A., & Thomas, W. B. (2006). Evidence of the Abnormal Accrual Anomaly Incremental to Operating Cash Flows. *The Accounting Review*, 81(5), 1151-1167.
- Cupertino, C.M., Martinez, A.L., da Costa Jr, N.C.A., Earnings Manipulations by Real Activities Management and Investors' Perceptions (2015), *Research in International Business and Finance*.
- Dias, R., Heliodoro, P., Teixeira, N., & Godinho, T. (2020). Testing the weak form of efficient market hypothesis: Empirical evidence from equity markets. *International Journal of Accounting, Finance and Risk Management*, 5(1), 40.
- Dechow, M.P. & Kothari, S.P. & Watts, R.L. (1998). The Relation between Earnings and Cash flows. *Journal of Accounting & Economics*, 25:133-168.
- Graham, J.R., Harvey, C.R., Rajgopal, S. (2005) The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics*, v. 40, n. 1-3, p. 3-73.
- Gunny, K., (2010). The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance: Evidence from meeting earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27, 855–888.
- Gunny, K.A. (2005) *What Are the Consequences of Real Earnings Management*. 2005. Tese – Graduate Division, University of California, Berkeley.
- Hirshleifer, D., Kewei H. & Siew Hong Teoh (2009)." Accruals, cash flows, and aggregate stock returns". *Journal of Financial Economics*, Volume 91, Issue 3, March 2009, Pages 389-406
- Hirshleifer, D., Teoh, S., (2003). Limited attention, information disclosure, and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 35, 337–386.
- Kormendi, R. and R. Lipe (1987). "Earnings innovations, earnings persistence and stock returns", *Journal of business*, 60, 323-345.
- Mishkin, F. (1983). A Rational Expectations Approach to Macroeconometrics: Testing Policy Effectiveness and Efficient-Markets Models, University of Chicago Press for NBER, Chicago, IL.
- Morck, R K., Stangeland, D A., Yeung, B. (2000). *Inherited wealth, corporate control, and economic growth: The Canadian disease*. In: Morck, R. (Ed.), *Concentrated Corporate Ownership*. University of Chicago Press, Chicago.
- Morck, R K., Yeung, B. (2004). Family control and the rent-seeking society. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 28(4): 391-409.
- Mialon, M., Gaitan Charry, D. A., Cediél, G., Crosbie, E., Baeza Scagliusi, F., & Pérez Tamayo, E. M. (2020). "The architecture of the state was transformed in favour of the interests of companies": corporate political activity of the food industry in Colombia. *Globalization and health*, 16, 1-16.

- Malinowska, A. P. (2021). Corporate Profits and Investment in Light of Institutional and Stock Market Turmoil: New Evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Journal of Economic Issues*, 55(1), 14-37.
- Nyberg, D. (2021). Corporations, politics, and democracy: Corporate political activities as political corruption. *Organization Theory*, 2(1), 2631787720982618.
- Preuss, S and Königsgruber R.,(2020), How do corporate political connections influence financial reporting? A synthesis of the literature, *J. Account. Public Policy*.
- Richardson, S. A., Sloan, R. G., Soliman, M. T., & Tuna, I. (2005). Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices. *Journal of Accounting and Economics*, 39(3), 437-485.
- Santoso, E. B., & Ikhsan, M. (2020). Efficient market hypothesis in Indonesia stock exchange 2019. In Annual International Conference on Accounting Research (AICAR 2019) (pp. 51-53). Atlantis Press.
- Sloan, R. G. (1996). Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? *The Accounting Review*, 7(3), 289-315.
- Thomas, W. B., (2000), "A Test of the Market's Mispricing of Domestic and Foreign Earnings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 28, PP. 243-267.
- Wang, T. (2010). The implications of retained and distributed earnings for future profitability and stock returns, *Review of Accounting and Finance*, 9(4): 395-423.
- Xie, H. (2001). The Mispricing of Abnormal Accruals. *The Accounting Review*, 76(3), 357-373.<http://dx.doi.org/10.2308/accr.2001.76.3.357>
- Zhang, X. F. (2007), Accruals, Investment, and the Accrual Anomaly. *The Accounting Review*, 82(5), 1333-1363.