

بررسی تاثیر سود انباشته و توزیع شده بر سود آوری آتی و بازدهی سهام

دکتر حمیدرضا وکیلی فرد*
فرشته افتخارنژاد**

تاریخ دریافت: 1388/07/23 تاریخ پذیرش: 1388/08/30

چکیده

کمک به سرمایه گذاران جهت اتخاذ تصمیمات اقتصادی به عنوان هدف اولیه گزارشگری مالی مطرح گردیده است. سرمایه گذاران جهت اخذ تصمیمات اقتصادی به بازدهی سهام و سود آوری شرکت مورد سرمایه گذاری می پردازند. در این تحقیق ابتدا سود به دو جزء سود انباشته و سود توزیع شده تجزیه گردید، سپس نقش سود انباشته و سود توزیع شده در سود آوری آتی و بازدهی سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفت. سود انباشته شامل ارقام تعهدی عملیاتی جاری، ارقام تعهدی عملیاتی غیرجاری، جریان وجوه نقد انباشته شده و سود توزیع شده شامل جریان وجوه نقد صاحبان سهام و جریان وجوه نقد ناشی از پرداخت بدهی می باشد. برای انجام تحقیق تعداد 50 شرکت از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بصورت تصادفی انتخاب شده و از طریق رگرسیون چندگانه برای سالهای 1381 تا 1386 فرضیات مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج تحقیق حکای از این است که سود انباشته و سود توزیع شده توأمأ بر روی سود آوری آتی تاثیرگذار می باشند، اما دو متغیر مستقل فوق الذکر فاقد تاثیر بر روی بازدهی سهام است. همچنین اجزای سود انباشته دارای رابطه مستقیم با سود آوری آتی می باشند. با این وجود، اجزای سود توزیع شده نیز دارای رابطه مستقیم با سود آوری آتی است، حال آنکه بازدهی سهام تحت تاثیر هیچ یک از اجزای سود انباشته و سود توزیع شده قرار نمی گیرد. **واژه های کلیدی:** سود انباشته، سود توزیع شده، سود آوری آتی، بازدهی سهام، ارقام تعهدی.

* استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران، دانشکده اقتصاد و مدیریت، نویسنده اصلی و مسئول مکاتبات.
** کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات تهران.

1- مقدمه

امروزه حسابداری را به عنوان یک سیستم اطلاعاتی تعریف می کنند . یکی از مهم ترین اطلاعاتی که از یک سیستم حسابداری به دست می آید، اطلاعات مربوط به سود است. استفاده کنندگان صورتهای مالی بیشترین توجه خود را معطوف به رقم سود خالص می کنند. سود حسابداری از نظر بسیاری از استفاده کنندگان صورت های مالی ابزار مهمی برای سنجش عملکرد شرکتها و مدیران آنها محسوب می شود. عدم توانایی سرمایه گذاران برای پیش بینی پایداری سود که مرتبط با قابلیت اتکای پایین اقلام تعهدی است، منجر به عدم کارآیی اساسی بازار می شود. تحلیل گران مالی، مدیران و سرمایه گذاران در سال های اخیر به گزارش سود آوری شرکت ها توجه زیادی داشته اند. مدیران علاقه مند به حفظ رشد سود هستند، زیرا پاداش آنها اغلب وابسته به سود شرکت متبوع است. سود حسابداری و اجزای مربوط به آن از جمله اطلاعاتی محسوب می شود که در هنگام تصمیم گیری توسط افراد در نظر گرفته می شود. این رقم بر مبنای اقلام تعهدی محاسبه و شناسایی می شود. از سایر عوامل بررسی سود که یکی از متغیرهای محاسبه اقلام تعهدی است، می توان به ارزیابی توان پرداخت سود سهام، هزینه های مالی، تعهدات و مالیات و ارزیابی عملکرد واحد اقتصادی و مباشرت مدیریت نام برد. سود حسابداری که با استفاده از سیستم تعهدی تهیه می شود، از نظر بسیاری از استفاده کنندگان از صورت های مالی ابزاری برای سنجش عملکرد شرکت ها محسوب می شود. منظور از ارزیابی عملکرد شرکت ها ارزیابی کلی از وضعیت مالی و نتایج عملیات به منظور اخذ تصمیمات منطقی است.

سهام داران که مهم ترین گروه استفاده کنندگان از صورت های مالی هستند، منافع خود را در اطلاعات سود جستجو می کنند. سود حسابداری نشانه ای است که موجب تغییر باورهای سرمایه گذاران می شود و رفتار آنان را تغییر می دهد. تغییر قیمت اوراق بهادار نیز معیار قابل مشاهده ای از تغییر نظام مند باورهای سرمایه گذاران است که تحت تاثیر محتوای اطلاعاتی سودهای حسابداری تغییر یافته است. کیفیت سود می تواند در گزارشگری مالی اطمینان سرمایه گذاران را در بازارهای مالی تحت تاثیر قرار دهد. توجه حرفه حسابداری بر محور این هدف استوار است که سود خالص گزارش شده عملکرد عملیاتی واحد تجاری را به طور منصفانه منعکس نماید ولی تحلیلگران مالی کیفیت سود را به این منظور ارزیابی می کنند که یک سطح مربوط از سود را تعیین نمایند و سود خالص آتی را پیش بینی کنند و در نتیجه قیمت سهام یک شرکت را مشخص نمایند.

در این تحقیق برآنیم تا محتوای اطلاعاتی سود انباشته و سود توزیع شده در جهت سود آوری آتی و بازدهی سهام را مورد بررسی قرار دهیم. در این مطالعه ما سعی می کنیم مطالعه ای جامع درخصوص هر یک از اجزای سود انجام دهیم. تحلیل ما با تجزیه گسترده ای از سود به اقلام تعهدی عملیاتی جاری، اقلام تعهدی عملیاتی غیرجاری، جریان وجوه نقد انباشته شده، جریان وجوه نقد ناشی از پرداخت بدهی و جریان وجوه نقد صاحبان سهام شکل می گیرد. سپس سه جزء اول از سود را در یک گروه قرار داده و آنها را با عنوان سود انباشته شده

تعریف می‌نمائیم و دو جزء آخر را بعنوان سود توزیع شده در یک گروه قرار می‌دهیم. نتایج حاصل از این پژوهش می‌تواند مورد استفاده سیاست‌گذاران مالی و اقتصادی، تصمیم‌گیرندگان بازار سرمایه، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار و موسسات مالی سرمایه‌گذاری و سرمایه‌گذاران فردی واقع شود.

2- بررسی پیشینه تحقیق

در سمیناری اسلون در سال 1996 نشان داد که اجزای تعهدی سود، ثبات کمتری را نسبت به اجزای نقدی سود نشان می‌دهند. او نشان داد که سرمایه‌گذاران تمایل دارند تا اجزای تعهدی را به هنگام شکل‌گیری انتظارات درآمدی بیش از حد نمایند. سرمایه‌گذاران هنگامی که اجزای تعهدی دارای ثبات کمتری نسبت به اجزای جریان وجوه نقد هستند، مخصوصاً به هنگام اعلان سودهای آتی تمایل دارند تنها به صورت سیستماتیک غافلگیر شوند. در نتیجه شرکت‌های دارای سطح کمتر اجزای تعهدی دارای عایدات غیرعادی بالاتر نسبت به شرکت‌هایی هستند که دارای سطح بالایی از اجزای تعهدی سود می‌باشند. تحقیقات بعدی نسبت به تجزیه اقلام تعهدی به اجزای مختلف با در نظر گرفتن تعاریف اجزای تعهدی اقدام نمودند. در سال 2001 اقلام بر خلاف قاعده و نابه‌نجار را با این فرض مشکوک که مدیران از اقلام تعهدی جهت دستکاری سود بهره برداری نموده‌اند، بعنوان مستندات از دستکاری اقلام تعهدی در فرآیند سود تفسیر کردن (رونئون و یاری، 2007). فایر فیلد و سایرین در سال 2003 به این بحث پرداختند که بی‌قاعدگی زیر مجموعه‌ای از بی‌قاعدگی گسترده‌تر مربوط به ناتوانی سرمایه‌گذاران جهت کسب اطلاعات در مورد رشد می‌باشد.

مطالعات زیادی تفاسیر گوناگونی از تحقیقات اسلون (1996) را در خصوص بی‌قاعدگی اقلام تعهدی ارائه نموده‌اند. بی‌قاعدگی دارای دو جزء می‌باشد: چرا اقلام تعهدی دارای ثبات کمتری نسبت به اجزای جریان نقدی آزاد ناشی از سود هستند و اینکه چرا سرمایه‌گذاران در جهت شناسایی این حقیقت ناتوان هستند. مطالعات انجام شده می‌تواند بر اساس یافته‌های آنها به دو دسته تقسیم شود: دسته اول از مطالعات بر اساس ذهنیت تحقیقات اسلون (1996) می‌باشد. زای (2001)، دی فوند و پارک (2001) و کوتاری (2001) نتایج حاصله از تحقیق اسلون (1996) را با این فرض که مدیران اقلام تعهدی را در جهت دستکاری سود به کار می‌برند به عنوان سندی در انعکاس نادرست اقلام تعهدی در فرآیند سود تعریف نموده‌اند. توماس و ژانگ (2002) دریافته‌اند که این امر با اقلام تعهدی موجودی کالا حاصل می‌شود در حالی که بنیث و ورگوس (2002) گزارش دادند که این امر با افزایش درآمد تحقق می‌یابد. ریچاردسون و همکاران (2005) ارتباطی بین نظریه اسلون (1996) در خصوص ذهنیت و مفهوم شناخته شده قابلیت اتکا برقرار ساختند، آن‌ها تعریفی جامع را ارائه نموده و اقلام تعهدی حسابداری را شناسایی نموده‌اند، در این تحقیق هر یک از اقلام تعهدی را بر اساس قابلیت اتکا رتبه‌بندی می‌نمایند و اظهار نمودند

که ارقام تعهدی با قابلیت اتکای کمتر منجر به ثبات کمتر سود می شوند و سرمایه گذاران به طور کامل این پیش بینی را نمی کنند که این ثبات سود منجر به قیمت گذاری نادرست می گردد. دسته دوم از تحقیقات بر این اساس طرح ریزی شده اند که ثبات گوناگون و قیمت گذاری ناصحیح ارقام تعهدی به طور گسترده ای در رشد شرکت ها (یا شاخصه های اقتصادی مرتبط با رشد شرکت) به کار گرفته می شود. فایرفیلد (2003) دریافت که ثبات پایین اجزای تعهدی سود موردی خاص از ارتباط منفی بین عملکرد آتی سود و رشد در دارایی خالص عملیاتی می باشد. وی پیشنهاد نمود که این ارتباط برخاسته از مفاهیم محافظه کاری در حسابداری یا نرخ پایین تر سود اقتصادی مرتبط با بازدهی نهایی نزولی فرصت های سرمایه گذاری و یا هر دو می باشد. آن ها اظهار نمودند که بازار به طور تعادلی ارقام تعهدی و رشد در دارایی های عملیاتی غیر جاری را بیش از حد قیمت گذاری می نماید و نتیجه گیری می شود که بی قاعدگی ارقام تعهدی ثبت شده در تحقیق اسلون (1996) زیرمجموعه ای از بی قاعدگی بزرگ تری از رشد (در دارایی خالص عملیاتی) می باشد.

در تحقیقات آتی فایرفیلد و سایرین (2003) بر این بحث قدم می گذارند که ثبات کمتر مرتبط با جریان وجوه نقد از رشد در پایه سرمایه گذاری که با رشد در سود هماهنگ نمی باشد، ناشی می شود. متغیرهای این تعاریف اقتصادی در تحقیقات کوپر (2008) جهت تعریف ارتباط منفی رشد در مجموع دارایی ها با بازدهی آتی سهام، تحقیقات تیت من و سایرین (2004) و اندرسون و گارسیافیو (2006) جهت تعریف ارتباط منفی بین مخارج سرمایه ای و بازدهی آتی سهام مورد استفاده قرار می گیرد. بر این نکته باید تاکید نمود که بیشتر تحقیقات ذکر شده بر مدل قیمت گذاری دارایی سرمایه ای و تعدیلات اندازه در جهت کنترل ریسک در بازدهی سهام اتکا نموده اند. فایرفیلد و سایرین (2003) همچنین از مدل سه فاکتوری فاما و فرنچ (1995) استفاده نموده اند. زاک (2005)، ان جی (2005) و کان (2008) از مدل پیشرفته قیمت گذاری دارایی ها استفاده نموده و بر متغیرهای اقتصادی مرتبط با رشد شرکت برای تفسیر نتایج تحقیقات اسلون (1996) متمرکز شدند. زاک (2005) از مدل چهار عاملی کارهارت (1997) استفاده نموده و نشان داد که قیمت گذاری ناصحیح ارقام تعهدی با رخدادهای گوناگون شرکت مانند ادغام و رهاسازی، فروش دارایی شرکت به دلایل مختلف استراتژیک نسبت دارد.

تحقیقات پیشین بیشتر به تحلیل محتوای اطلاعاتی ارقام تعهدی برای سود آوری آتی و قیمت گذاری ناصحیح بازار نسبت به گردش وجوه نقد آزاد پرداختند. دچو و همکاران (2006) تحقیقات جزئی تر در خصوص ثبات و قیمت گذاری اجزای جریان وجوه نقد آزاد سود را به وسیله تجزیه آنها به سه دسته مجزا پی گرفتند. جریان وجوه نقد انباشته (به کارگرفته شده در مانده وجوه نقد شرکت ها)، وجوه نقد توزیع شده بین صاحبان بدهی (در خصوص تامین مالی بدهی) و جریان وجوه نقد توزیع شده بین صاحبان سهام (تامین مالی حقوق صاحبان سهام). دچو و سایرین (2006) ثابت کردند که ثبات بالاتر اجزای نقدی سود بر اساس وجوه نقد به کارگرفته شده برای تامین مالی حقوق صاحبان سهام می باشد. آنها دریافتند که قیمت سه ام به گونه ای فعالیت می نماید که

سرمایه گذاران به طور صحیح دلالت توزیع جریان وجوه نقد بین تامین کنندگان سرمایه (وجوهی که برای تامین مالی بدهی و حقوق صاحبان سهام به کارگرفته شده) برای سود آوری آتی را پیش‌بینی می‌نمایند و ثبات جریان وجوه به کارگرفته شده در مانده نقدي شرکت‌ها را بیش از حد تخمین می‌زنند.

در مطالعه ای چان (2006) رابطه ارقام تعهدی (تفاوت بین سود و جریان های نقدي) با بازده آتی سهام را بررسی و نشان داد که بازده سهام شرکت های با ارقام تعهدی زیاد در دوره بعد از گزارش گری اطلاعات مالی، کاهش می‌یابد. یک تفسیر از این نتایج این است که شرکت های با کیفیت سود پایین (یعنی شرکت هایی که ارقام تعهدی بالایی دارند) در دوره پس از گزارش گری سود، دچار افت بازدهی می‌شوند، زیرا سرمایه‌گذاران به مساله کیفیت سود پایین شرکت ها پی برده و قیمت سهام را متناسب با آن تعدیل می‌کنند. این موضوع به وسیله تفکیک اجزای ارقام تعهدی و نیز دسته بندی براساس ارقام اختیاری و غیر اختیاری انجام شده و نتایج مشابهی به دست آمد.

3- الگوی تحقیق

هیلی در سال 1985 ارقام تعهدی را بعنوان رشد در سرمایه در گردش پس از کسر هزینه استهلاک (استاندارد 95 جریان وجوه نقد FASB) بیان نمود. این تعریف هنگامی محدودتر می‌شود که بر روی ارقام تعهدی سرمایه در گردش مرتبط با خالص دارایی عملیاتی جاری متمرکز شود و از ارقام تعهدی مرتبط با خالص دارایی عملیاتی غیر جاری چشم پوشی کند. فایرفیلد و سایرین در سال 2003 در تحلیل خود ارقام تعهدی مرتبط با دارایی های عملیاتی غیرجاری را قرار دادند ولی از آنها با عنوان شکل کلی و جامع رشد یاد نمودند. تحقیقات واپسین انجام شده توسط ریچاردسون در سال 2005 و 2006 نشان می‌دهد که ارقام تعهدی مرتبط با دارایی عملیاتی غیر جاری، همچنین ارقام تعهدی حسابداری به شمار می‌آیند و تعریفی جامع تر و مبسوط تر از ارقام تعهدی حسابداری را ارائه می‌کند.

در تحلیل های ما ارقام تعهدی عملیاتی جاری ICACC T₁ با عنوان رشد در خالص دارایی عملیاتی جاری (سرمایه در گردش خالص)، ارقام تعهدی عملیاتی غیر جاری NCACC T₂ به عنوان رشد در خالص دارایی عملیاتی غیر جاری (ΔNNCOA T) و مجموع ارقام تعهدی TACC T₃ به عنوان رشد در دارایی عملیاتی خالص ΔNOA T₄ یاد می‌شود. جهت درک بهتر معیاری های ارقام تعهدی، شناسایی حقوق صاحبان سهام TE⁵_T و تجزیه آن به دارایی خالص عملیاتی NOA_T و دارایی خالص مالی NFA⁶_T مفید می‌باشد:

$$(1) TE_t = NOA_t + NFA_t$$

-
1. Current Operating Accruals
 2. Non Current Operating Accruals
 3. Total Accruals
 4. Net Operating Assets
 5. Total Equity
 6. Net Financial Assets

عمومی ترین دارایی مالی وجوه نقد⁷ می باشد (وجه نقد و سرمایه گذاری کوتاه مدت) C_t و عمومی ترین تعهد مالی کل بدهی ها که به عنوان جمع بدهی کوتاه مدت STD_t و بدهی بلند مدت LTD_t تعریف می شود، می باشد در نتیجه دارایی های خالص مالی NFA برابر است با:

$$(2) NFA_t = C_t - STD_t - LTD_t$$

تغییرات در دارایی های مالی به عنوان تغییر در وجوه نقد و تغییرات در تعهدات مالی با عنوان هزینه مالی خالص (درآمد بهره منهای هزینه بهره) NFE_T منهای وجوه نقد توزیع شده در میان صاحبان بدهی می باشد (بازپرداخت بدهی منهای هزینه انتشار بدهی).

در نتیجه رشد در دارایی خالص مالی NFA_T برابر است با:

$$(3) \Delta NFA_t = \Delta C_t - (NFE_t - DIST^8_D_t)$$

ما همچنین رشد در دارایی خالص عملیاتی را به رشد در دارایی های سرمایه در گردش خالص و دارایی های عملیاتی غیر جاری تجزیه می نمائیم و اصطلاح ذیل در مورد رشد در جمع حقوق صاحبان سهام را خواهیم داشت:

$$(4) \Delta TE_t = \Delta NWCA_t + \Delta NNCOA_t + \Delta C_T - \Delta NFE_t + DIST_D_t$$

در رابطه بالا:

ΔTE = تغییرات حقوق صاحبان سهام

$\Delta NWCA$ = تغییرات سرمایه در گردش

$\Delta NNCOA$ = تغییرات خالص دارایی عملیاتی غیر جاری

ΔC = تغییرات وجوه نقد

ΔNFE = تغییرات هزینه مالی خالص

$DIST_D$ = تغییرات در پرداخت بدهی

همچنین براساس حسابداری مازاد بدون محدودیت⁹، رشد در حقوق صاحبان سهام برابر است با سود خالص NIT ¹⁰ منهای جریان وجوه نقد توزیع شده بین صاحبان سهام (سود تقسیم شده بعلاوه بازخرید سهام منهای هزینه انتشار سهام) می باشد.

$$(5) \Delta TE_t = NI_t - DIST_E_t$$

با جایگذاری معادله 4 در معادله مازاد بدون محدودیت و با فرض این مطلب که هزینه مالی خالص به صورت وجوه نقدی پرداخت می شود:

7. Cash Holding

8. Debt Repayments

1. SURPLUS مازاد تحصیل شده یا سود انباشته ای که بیانگر مابه التفاوت سود ویژه انباشته منهای پرداختهای سود سهام است، مازاد سرمایه حقوق صاحبان سهام در یک شرکت سهامی که مازاد بر ارزش اسمی یا اعلام شده سهام است.

10. Net Income

(6)

$$NI_t = \Delta NWCA_t + \Delta NNCOA_t + \Delta C_t + DIST - D_t + DIST - E_t \Leftrightarrow NI_t = CACC_t + NCACC_t + \Delta C_t + DIST - D_t + DIST - E_t$$

تحلیل های تجربی ما با تجزیه سود خالص آغاز می شود. سود خالص به اجزای سود انباشته و سود توزیع شده تجزیه می شود. تجزیه سود خالص به سود انباشته با تجمیع اقلام تعهدی عملیاتی جاری، اقلام تعهدی عملیاتی غیر جاری و جریان وجوه نقد انباشته شده تحقق می یابد. با این تجزیه ما برآنیم تا نقش سود انباشته را به عنوان معیاری در جهت تخمین بیش از حد پایداری سود آوری جاری توسط سرمایه گذاران را مورد تحقیق قرار دهیم. در نتیجه از معادله زیر برای سود خالص استفاده می کنیم:

$$(7) NI_t = RE^{11}_t + DIST_t$$

با توجه به سوابق مشاهده شده از تحقیقات، این تحقیق می تواند در زمره اولین ادبیات موجود درخصوص استفاده از تجزیه فوق الذکر به عنوان پایه ای برای تحلیل های تجربی قرار گیرد. تحقیقات گذشته بر روی تجزیه سود خالص به مجموع اقلام تعهدی و مجموع جریان نقدی آزاد متمرکز می شدند.

$$(8) NI_t = TACC_t + FCF_t$$

ما از روش غیر مستقیم (ترازنامه ای) جهت اندازه گیری متغیرهای اولیه صورت های مالی به شرح ذیل استفاده می نمائیم:

$$CACC_t = \Delta NWCA_t = \Delta (CA_t - C_t) - \Delta (CL_t - STD_t)$$

در معادله بالا:

CA_T = دارایی های جاری

CT = وجه نقد و مشابه وجه نقد

ΔCT = تغییرات وجه نقد

CL_T = بدهی های جاری

STD_T = بدهی کوتاه مدت

$$NACC_t = \Delta NNCOA_t = \Delta (TA_t - CA_t) - \Delta (TL_t - CL_t - LTD_t)$$

در معادله بالا:

TA_T = مجموع دارایی ها

TL_T = مجموع بدهی ها

LTD_T = بدهی بلندمدت

$$TACC_T = CACC_T + NCACC_T$$

$$DIST - D_T = - \Delta (STD_T + LTD_T)$$

$$DIST_E_T = NI - \Delta(TA_T - TL_T)$$

$$FCF_T = \Delta C_T + DIST_D_T + DIST_E_T$$

$$RE_T = CACC_T + NCACC_T + \Delta C_T$$

$$DIST_T = DIST_D_T + DIST_E_T$$

با در نظر گرفتن تحقیقات پیشین، سود توسط میانگین مجموع دارایی ها تعدیل می‌شود، و آنها را تبدیل به بازدهی دارایی ها به عنوان معیاری درآمدی برای اندازه گیری سود آوری می‌نمائیم. هر یک از اجزای سود توسط ضریب متوسط مجموع دارایی ها تعدیل می‌شود. بازدهی سالانه سهام در سال آتی RET_{T+1} از ترکیب بازدهی دوازده ماهه خرید و نگهداری شامل سود توزیع شده حاصل می‌آید بنابراین حداقل به یک دوران مهلت چهارماهه بین زمان شکل گیری پرتفوی و پایان سال مالی جهت اطمینان از اینکه سرمایه گذاران جهت شکل گیری پرتفوی به صورت های مالی شرکت ها دسترسی دارند، نیازمندیم.

4- فرضیات تحقیق

با توجه به پیشینه تحقیق، فرضیه های این تحقیق بصورت چهار فرضیه اصلی در نظر گرفته شد و با پیروی از الگوی تحقیق فرضیات فرعی ذیل مطرح گردید.

فرضیه اصلی اول: سود انباشته شده بر روی سود آوری آتی تاثیرگذار است.

فرضیه فرعی اول: اقلام تعهدی عملیاتی جاری بر روی سود آوری آتی تاثیرگذار است.

فرضیه فرعی دوم: اقلام تعهدی عملیاتی غیرجاری بر روی سود آوری آتی تاثیرگذار است.

فرضیه فرعی سوم: جریان وجوه نقد انباشته شده بر روی سود آوری آتی تاثیرگذار است.

فرضیه اصلی دوم: سود انباشته شده بر روی بازدهی سهام تاثیرگذار است.

فرضیه فرعی چهارم: اقلام تعهدی عملیاتی جاری بر روی بازدهی سهام تاثیرگذار است.

فرضیه فرعی پنجم: اقلام تعهدی عملیاتی غیرجاری بر روی بازدهی سهام تاثیرگذار است.

فرضیه فرعی ششم: جریان وجوه نقد انباشته شده بر روی بازدهی سهام تاثیرگذار است.

فرضیه اصلی سوم: سود توزیع شده بر روی سود آوری آتی تاثیرگذار است.

فرضیه فرعی هفتم: جریان وجوه نقد ناشی از پرداخت بدهی بر روی سود آوری آتی تاثیرگذار است.

فرضیه فرعی هشتم: جریان وجوه نقد صاحبان سهام بر روی سود آوری آتی تاثیرگذار است.

فرضیه اصلی چهارم: سود توزیع شده بر روی بازدهی سهام تاثیرگذار است.

است.

فرضیه فرعی نهم: جریان وجوه نقد ناشی از پرداخت بدهی بر روی بازدهی سهام تأثیرگذار است.
فرضیه فرعی دهم: جریان وجوه نقد صاحبان سهام بر روی بازدهی سهام تأثیرگذار است

5- جامعه و نمونه آماری تحقیق

جهت جمع آوری اطلاعات از صورت های مالی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی 1381 تا 1386 استفاده گردید و بر این اساس این اطلاعات از سازمان بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی مذکور جمع آوری شد که در این حین از اطلاعات در دسترس مانند سایت سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزارهای تهیه شده توسط این سازمان استفاده گردید.
جامعه آماری این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران هستند، اما با توجه به برخی ناهمبستگی ها میان شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران شرایط زیر جهت تعیین جامعه آماری تحقیق در نظر گرفته شده است:
- شرکت شامل بانکها، موسسات مالی (شرکت های سرمایه گذاری ، واسطه گری مالی، شرکت های هلدینگ، بانک ها و لیزینگ ها) نباشد.
- سال مالی منتهی به 29 اسفند ماه هر سال باشد.
- شرکت طی سال 1380 تا 1387 تغییر سال مالی نداشته باشد.
- شرکت تا پایان سال 1379 در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته و طی سال های 1380 تا 1386 از بورس اوراق بهادار تهران خارج نشده باشد.
- اطلاعات مالی مورد نیاز در دسترس باشد.
با توجه به موارد عنوان شده، مجموعه شرایط یاد شده منجر به انتخاب تصادفی 50 شرکت به عنوان نمونه آماری این تحقیق گردید.

6- متغیرهای تحقیق

1-6- متغیرهای مستقل

• سود ویژه: (NI) عبارت است از درآمد منهای هزینه ها که سود خالص (سود پس از کسر مالیات) قبل از اقلام غیرمترقبه در نظر گرفته می شود. این مقدار بر حسب میانگین دارایی های شرکت های نمونه استاندارد می شود.

میانگین دارایی های شرکت: $\frac{2}{2}$ (دارایی های پایان دوره + دارایی های اول دوره)
= میانگین دارایی های شرکت

• اقلام تعهدی عملیاتی جاری (سرمایه در گردش خالص): (CACC)¹²
 اقلام تعهدی عملیاتی جاری عبارت است از تغییرات خالص دارایی
 عملیاتی جاری که از آن به عنوان سرمایه در گردش خالص یاد می شود.

(بدهی کوتاه مدت - بدهی های جاری) Δ - (وجه نقد و مشابه وجه نقد - دارایی
 های جاری) Δ = Δ سرمایه در گردش خالص

این مقدار نیز بر حسب میانگین جمع کل دارایی ها یعنی از تقسیم
 خالص دارایی های عملیاتی جاری بر میانگین دارایی های شرکت به دست
 می آید.

• اقلام تعهدی عملیاتی غیر جاری (NCACC)¹³:
 اقلام تعهدی عملیاتی غیرجاری تغییرات در خالص دارایی های
 عملیاتی غیرجاری می باشد.

(بدهی بلندمدت - بدهی جاری - مجموع بدهی ها) Δ - (دارایی جاری - مجموع
 دارایی) Δ = Δ خالص دارایی های عملیاتی غیرجاری

این مقدار نیز بر حسب میانگین جمع کل دارایی ها یعنی از تقسیم
 اقلام تعهدی عملیاتی غیرجاری بر میانگین دارایی های شرکت به دست
 می آید.

• وجوه نقد انباشته شده (ΔC):
 تغییرات وجه نقد و مشابه وجه نقد (سرمایه گذاری کوتاه مدت).
 این مقدار نیز بر حسب میانگین جمع کل دارایی ها یعنی از تقسیم
 وجوه نقد انباشته شده بر میانگین دارایی های شرکت به دست می آید.
 • جریان وجوه نقد توزیع شده ناشی از پرداخت بدهی (DIST_D):
 برابر است با کاهش در بدهی کوتاه مدت و بلندمدت. این مقدار نیز
 بر حسب میانگین جمع کل دارایی ها یعنی از تقسیم جریان وجوه نقد
 توزیع شده ناشی از بازپرداخت بدهی بر میانگین دارایی های شرکت به
 دست می آید.

• جریان وجوه نقد توزیع شده بین صاحبان سهام (DIST_E):
 برابر است با تفاوت بین سود و تغییرات مجموع حقوق صاحبان
 سهام. این مقدار نیز بر حسب میانگین جمع کل دارایی ها یعنی از
 تقسیم جریان وجوه نقد توزیع شده بین صاحبان سهام بر میانگین
 دارایی های شرکت به دست می آید.

مجموع بدهی ها - مجموع دارایی ها Δ = مجموع حقوق صاحبان سهام
 تغییرات مجموع حقوق صاحبان سهام - سود = جریان وجوه نقد توزیع شده بین
 صاحبان سهام

• سود انباشته (RE)¹⁴:
 جریان وجوه نقد انباشته شده + اقلام تعهدی عملیاتی غیرجاری +

12. Net current Operating Accruals

13. Net Non Current Operating Accruals

14. Retained Earnings

اقلام تعهدي عملياتي جاري = سود انباشته
این مقدار نیز بر حسب میانگین جمع کل دارایی ها یعنی از تقسیم
سود انباشته بر میانگین دارایی های شرکت به دست می آید.
• سود توزیع شده¹⁵ (DIST):

پرداخت هایی که از محل وجوه یا جریانات نقدي شرکت صورت می
گیرد. بسیاری از آن ها توزیع سود سهام از محل عایدات، سود سرمایه
از فروش نگهداری پرتفوي و بازده سرمایه را دربر می گیرد. توزیع
وجوه می تواند به شکل نقدي باشد یا به شکل سرمایه گذاری در سهام
اضافي باشد.

جریان وجوه نقد توزیع شده بین صاحبان سهام + جریان وجوه نقد توزیع شده ناشی
از پرداخت بدهی = سود توزیع شده

این مقدار نیز بر حسب میانگین جمع کل دارایی ها یعنی از تقسیم
سود توزیع شده بر میانگین دارایی های شرکت به دست می آید.

6-2- متغیرهای وابسته

• بازده سهام

بازده سهام عبارت است از نسبت کل منفعت (زیان) حاصل از سرمایه
گذاری در سهام شرکت ها به میزان سرمایه گذاری که به منظور کسب آن
در یک دوره صرف شده است. این منفعت (زیان) شامل تغییرات نرخ سهام
در ابتدا و انتهای دوره همچنین سود متعلق به آن سهام طی آن دوره
خاص می باشد. فرمول کامل نرخ بازدهی براساس پارامترهای کلی به
شرح زیر می باشد:

قیمت سهام در ابتدای دوره / (تفاوت قیمت اول و آخر دوره + سودنقدي
خالص + مزایای حق تقدم + مزایای سهام جایزه) = بازده سهام

• سود آوری آتی: عبارت است از سود خالص قبل از اقلام غیرمترقبه
در سال $t+1$

6-3- متغیرکنترلی

• اندازه شرکت

متغیر کنترلی که باید تاثیر آن خنثی شود، اثر اندازه شرکت است.
به منظور حذف اثر اندازه شرکت، هر کدام از متغیرهای مستقل، بر
میانگین دارایی های شرکت در هر سال تقسیم شده تا نتایج حاصل از
قابلیت اتکا برخوردار باشد.

آزمون فرضیه ها و تجزیه و تحلیل نتایج

7-1- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی اول

فرضیه اصلی اول به صورت زیر مطرح گردیده بود:

سود انباشته شده بر روی سود آوری آتی تاثیر گذار نیست: H_0

سود انباشته شده بر روی سودآوری آتی تاثیر گذار است: H_1

بنابراین از مدل رگرسیون دو متغیره شماره 1 جهت بررسی فرضیه های فوق الذکر استفاده گردید:

$$(1) \quad NI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 RE_t + \alpha_2 DIST_t + \varepsilon$$

نتایج آزمون مدل فوق در جدول شماره (1) ارائه شده است.

جدول 1- نتایج آماری فرضیه اصلی اول

متغیر و وابسته NI_{t+1}				
روش: Pooled Least Squares				
1385 تا 1381: نمونه				
5: تعداد مشاهدات				
تعداد کل مشاهدات پنل (غیر متوازن): 244				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
احتمال	تی استیودنت	خطای استاندارد	ضریب	متغیر
0.0000	8.2577	0.0083	0.0683	مقدار ثابت
0.0000	10.6525	0.0374	0.3984	سود انباشته
0.0000	11.1199	0.0562	0.6249	سود توزیع شده
0.1522	میانگین متغیر وابسته		0.5150	ضریب تعیین
0.1352	انحراف معیار متغیر وابسته		0.5110	ضریب تعیین تعدیل شده
2.1542	جمع مربعات باقیمانده		0.0945	رگرسیون S.E.
1.7476	دوربین واتسون		127.9724	آماره F
			0.0000	احتمال آماره F

منبع: یافته های پژوهشگر

بر اساس روش های آماری صورت گرفته در مدل مربوط به سودآوری آتی از آن جا که مقدار آماره t برابر با 10.65 بوده و مقدار احتمال (یا همان مقدار سطح معنی داری) به میزان 0.0000 کمتر از 5% می باشد، بنابراین فرض صفر رد می شود. بدین معنا که سود انباشته شده بر روی سودآوری آتی تاثیرگذار است. جهت تعیین میزان شدت معنی داری از ضریب تعیین یا R^2 استفاده می شود. ضریب تعیین در این مدل برابر با 0.5150 می باشد. بدین معنا که 51% از تغییرات NI_{t+1} توسط هر دو متغیر مستقل RE و DIST توضیح داده می شود، بنابراین مدل برآوردی شماره 2 را جهت سودآوری آتی خواهیم داشت:

$$(2) \quad NI_{t+1} = 0.0683 + 0.3984RE_t + 0.6249DIST_t$$

به دلیل مثبت بودن ضرایب، ارتباط متغیر وابسته NI_{t+1} با RE و DIST به صورت مستقیم می باشد که به ازای یک واحد افزایش در RE، NI_{t+1} به میزان 39% و به ازای یک واحد افزایش در DIST، NI_{t+1} به میزان 62% افزایش می یابد.

ارتباط متغیر وابسته سودآوری آتی NI_{t+1} با متغیر مستقل سود انباشته (RE) به صورت مستقیم می باشد و به ازای یک واحد افزایش در سود انباشته، سودآوری آتی به میزان 0.39 افزایش می یابد.

7-2- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی دوم

فرضیه اصلی دوم به صورت زیر مطرح گردیده بود:

H_0 { سود انباشته شده بر روی بازدهی سهام تاثیر گذار نیست:
 H_1 { سود انباشته شده بر روی بازدهی سهام تاثیر گذار است:

بنابراین از مدل رگرسیون دو متغیره شماره 3 جهت بررسی فرضیه های فوق الذکر استفاده گردید:

$$(3) \quad RET_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 RE_t + \alpha_2 DIST_t + \varepsilon$$

نتایج آزمون مدل فوق در جدول شماره (2) ارائه شده است.

جدول 2- نتایج آماری فرضیه اصلی دوم

متغیر وابسته RET_{t+1} :				
روش Pooled Least Squares:				
نمونه: 1381 تا 1385				
تعداد مشاهدات: 5				
تعداد کل مشاهدات پنل (غیرمتداول): 243				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	تی استیودنت	احتمال
مقدار ثابت	0.2385	0.0520	4.5905	0.0000
RE?	0.2843	0.1534	1.8531	0.0651
DIST?	0.3648	0.3153	1.1567	0.2485
ضریب تعیین	0.0100	میانگین متغیر وابسته		
تعدیل شده ضریب تعیین	0.0018	انحراف معیار متغیر وابسته		
S.E. رگرسیون	0.6517	جمع مربعات باقیمانده		
آماره F	1.2139	دوربین واتسون		
احتمال آماره F	0.2989			

منبع: یافته‌های پژوهشگر

مقدار احتمال (یا همان مقدار سطح معنی داری) براساس آماره F برابر با 0.2989 می باشد. از آن جا که این مقدار بیشتر از 5% است، بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان 95% پذیرفته می شود. بنابراین مدل معنی دار نیست. در واقع رابطه معنی داری بین متغیرهای RE و DIST با متغیر وابسته RET وجود ندارد. براساس روش های آماری صورت گرفته در مدل مزبور از آن جا که مقدار آماره t برابر با 1.85 بوده و مقدار احتمال (یا همان مقدار سطح معنی داری) به میزان 0.06 و بیشتر از 5% می باشد، بنابراین فرض صفر پذیرفته می شود. بدین معنا که سود انباشته بر روی بازدهی سهام تاثیرگذار نمی باشد.

3-7- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی سوم

فرضیه اصلی سوم به صورت زیر مطرح گردیده بود:

H_0 { سود توزیع شده بر روی سودآوری آتی تاثیر گذار نیست:

سود توزیع شده بر روی سودآوری آتی تاثیر گذار است: H_1

بنابراین از مدل رگرسیون دو متغیره اشاره شده در فرضیه اصلی اول جهت بررسی فرضیه های فوق الذکر استفاده گردید و با توجه به نتایج آماری یاد شده در جدول شماره (1) از آن جا که مقدار آماره t برابر با 11.11 بوده و مقدار احتمال $Prob$ (یا همان مقدار سطح معنی داری) به میزان 0.0000 کمتر از 5% می باشد، بنابراین فرض صفر رد می شود. بدین معنا که سود توزیع شده بر روی سودآوری آتی تاثیرگذار است.

ارتباط متغیر وابسته سودآوری آتی NI_{t+1} با متغیر مستقل سود توزیع شده (DIST) به صورت مستقیم است و به ازای یک واحد افزایش در سود توزیع شده، سودآوری آتی به میزان 0.62 افزایش می یابد.

7-4- نتایج حاصل از آزمون فرضیه اصلی چهارم

فرضیه اصلی چهارم به صورت زیر مطرح گردیده بود:

سود توزیع شده بر روی بازدهی سهام تاثیر گذار نیست: H_0
سود توزیع شده بر روی بازدهی سهام تاثیر گذار است: H_1

بنابراین از مدل رگرسیون دو متغیره اشاره شده در فرضیه اصلی دوم جهت بررسی فرضیه های فوق الذکر استفاده گردید و با توجه به نتایج آماری یاد شده در جدول شماره (2) براساس روش های آماری صورت گرفته از آن جا که مقدار آماره t برابر با 1.15 بوده و مقدار احتمال $Prob$ (یا همان مقدار سطح معنی داری) به میزان 0.24 بیشتر از 5% می باشد، بنابراین فرض صفر پذیرفته می شود. بدین معنا که سود توزیع شده بر روی بازدهی سهام تاثیرگذار نمی باشد.

8- نتایج حاصل از آزمون فرضیات فرعی

8-1- فرضیات فرعی مربوط به متغیر وابسته سودآوری آتی

از مدل رگرسیون چندگانه شماره 4 جهت بررسی تاثیر متغیرهای مستقل فرعی بر روی سودآوری آتی استفاده گردید:

$$(4) \quad NI_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CACC_t + \alpha_2 NCACC_t + \alpha_3 \Delta C_t + \alpha_4 DIST_D_t + \alpha_5 DIST_E_t + \varepsilon$$

نتایج آزمون مدل فوق در جدول شماره (3) ارائه شده است. ضریب تعیین در این مدل برابر با 0.5803 می باشد. بدین معنا که 58% از تغییرات NI_{t+1} توسط متغیرهای مستقل اقلام تعهدی عملیاتی جاری، اقلام تعهدی عملیاتی غیرجاری، جریان وجوه نقد انباشته، جریان وجوه نقد ناشی از پرداخت بدهی و جریان وجوه نقد صاحبان سهام توضیح داده می شود. با توجه به ضرایب حاصله مدل برآوردی به شرح ذیل می باشد:

$$NI_{t+1} = 0.0412 + 0.2646CACC_t + 0.4391NCACC_t + 0.5028\Delta C_t + 0.5259DIST_D_t + 0.7645DIST_E_t$$

به دلیل مثبت بودن ضرایب ارتباط متغیر وابسته NI_{t+1} با اقلام تعهدی عملیاتی جاری، اقلام تعهدی عملیاتی غیرجاری، جریان وجوه نقد انباشته، جریان وجوه نقد ناشی از پرداخت بدهی و جریان وجوه نقد صاحبان سهام به صورت مستقیم می باشد که به ازای یک واحد افزایش در اقلام تعهدی عملیاتی جاری، سودآوری آتی به میزان 26% افزایش می یابد.

جدول 3- نتایج آماری فرضیات فرعی مربوط به متغیر وابسته سودآوری آتی

متغیر وابسته NI_{t+1} :				
روش Pooled Least Squares :				
نمونه: 1381 تا 1385				
تعداد مشاهدات: 5				
تعداد کل مشاهدات پنل (نامتوازن): 243				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	تی استیودنت	احتمال
مقدار ثابت	0.0412	0.0080	5.1573	0.0000
CACC?	0.2646	0.0393	6.7401	0.0000
NCACC?	0.4391	0.0541	8.1228	0.0000
$\Delta C?$	0.5028	0.0869	5.7877	0.0000
DIST_D?	0.5259	0.0805	6.5317	0.0000
DIST_E?	0.7645	0.0481	15.8919	0.0000
ضریب تعیین	0.5803	میانگین متغیر وابسته		
تعدیل شده ضریب تعیین	0.5715	انحراف معیار متغیر وابسته		
S.E. رگرسیون	0.0881	جمع مربعات باقیمانده		
آماره F	65.5415	دوربین واتسون		
احتمال آماره F	0.0000			

منبع: یافته های پژوهشگر

افزایش: به ازای یک واحد افزایش در اقلام تعهدی عملیاتی غیرجاری، سودآوری آتی به میزان 43% افزایش: به ازای یک واحد افزایش در جریان وجوه نقد انباشته شده، سودآوری آتی به میزان 50% افزایش: به ازای یک واحد افزایش در جریان وجوه نقد ناشی از پرداخت بدهی بدهی، سودآوری آتی به میزان 52% افزایش و به ازای یک واحد افزایش در جریان وجوه نقد صاحبان سهام، سودآوری آتی به میزان 76% افزایش می یابد.

جهت بررسی عدم همبستگی باقیمانده ها از آماره دوربین - واتسون استفاده شد. چنانچه این میزان نزدیک به 2 باشد، نشان از عدم همبستگی باقیمانده ها می باشد. میزان آماره دوربین واتسون برابر با 1.8 حاصل گردیده است. این مقدار عدم همبستگی باقیمانده های مدل را نشان می دهد.

8-2- فرضیات فرعی مربوط به متغیر وابسته بازدهی سهام

از مدل رگرسیون چندگانه شماره 5 جهت بررسی تاثیر متغیرهای مستقل فرعی بر روی بازدهی سهام استفاده گردید:

$$(5) \quad RET_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 CACC_t + \alpha_2 NCACC_t + \alpha_3 \Delta C_t + \alpha_4 DIST_D_t + \alpha_5 DIST_E_t + \varepsilon$$

نتایج آزمون مدل فوق در جدول شماره (4) ارائه شده است.

مقدار احتمال PROB (یا همان مقدار سطح معنی داری) براساس آماره F برابر با 0.6160 است. از آن جا که این مقدار بیشتر از 5% می باشد، از اینرو فرض صفر در سطح اطمینان 95% پذیرفته می

شود. بنابراین مدل معنی دار نیست و می توان اذعان نمود که رابطه معناداری بین متغیرهای مستقل اقلام تعهدی عملیاتی جاری، اقلام تعهدی عملیاتی غیرجاری، جریان وجوه نقد انباشته، جریان وجوه نقد ناشی از پرداخت بدهی و جریان وجوه نقد صاحبان سهام و بازدهی سهام وجود ندارد.

ضریب تعیین در این مدل برابر با 0.0149 می باشد. بدین معنا که 1% از تغییرات بازدهی سهام توسط متغیرهای مستقل اقلام تعهدی عملیاتی جاری، اقلام تعهدی عملیاتی غیرجاری، جریان وجوه نقد انباشته، جریان وجوه نقد ناشی از پرداخت بدهی و جریان وجوه نقد صاحبان سهام توضیح داده می شود. این مقداری در عمل مقدار بسیار اندک و ناچیز است.

جدول 4- نتایج آماری فرضیات فرعی مربوط به متغیر وابسته سودآوری آتی

متغیر وابسته: RET_{t+1}				
روش: Pooled Least Squares				
نمونه: 1381 تا 1385				
تعداد مشاهدات: 5				
تعداد کل مشاهدات پنل (غیرمتوازن): 241				
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance				
متغیر	ضریب	خطای استاندارد	تی استیودنت	احتمال
C	0.2504	0.0651	3.8491	0.0002
CACC?	0.1601	0.1822	0.8789	0.3804
NCACC?	0.0081	0.3723	0.0216	0.9828
$\Delta C?$	0.7879	0.5259	1.4982	0.1354
DIST_D?	0.4168	0.5519	0.7553	0.4508
DIST_E?	0.3421	0.3610	0.9478	0.3442
ضریب تعیین	0.0149	میانگین متغیر وابسته		
ضریب تعیین تعدیل شده	-0.0061	انحراف معیار متغیر وابسته		
S.E. رگرسیون	0.6514	جمع مربعات باقیمانده		
آماره F	0.7106	دوربین واتسون		
احتمال آماره F	0.6160			

منبع: یافته های پژوهشگر

9- نتیجه گیری

در این مطالعه سعی داشتیم تا محتوای اطلاعاتی سود انباشته و سود توزیع شده در جهت سودآوری آتی و بازدهی سهام را مورد بررسی قرار دهیم. در این تحقیق تلاش کردیم تا مطالعه ای جامع درخصوص هر یک از اجزای سود انجام دهیم. تحلیل انجام شده شامل تجزیه گسترده ای از سود به اقلام تعهدی عملیاتی جاری، اقلام تعهدی عملیاتی غیرجاری، جریان وجوه نقد انباشته شده، جریان وجوه نقد مربوط به صاحبان بدهی و صاحبان سهام بود. سپس سه جزء اول از سود را در یک گروه قرار داده و آنها را با عنوان سود انباشته شده تعریف نموده و دو جزء آخر به عنوان سود توزیع شده در یک گروه قرار گرفت. نتایج حاصله بیانگر تاثیرگذاری سود انباشته شده و سود توزیع شده بر سودآوری آتی می باشد. لذا استفاده کنندگان صورت های مالی می توانند بر

محتوای اطلاعاتی سود انباشته و سود توزیع شده در سودآوری آتی اتکاء نمایند و آن را به عنوان عاملی اساسی در تصمیم گیری لحاظ نمایند. همچنین از نتایج تحقیق می‌توان استنباط نمود که ارقام تعهدی عملیاتی جاری، ارقام تعهدی عملیاتی غیر جاری و جریان وجوه نقد انباشته شده متفقاً دارای تاثیرگذاری بر سودآوری آتی می‌باشد، از اینرو به استفاده کنندگان از صورتهای مالی پیشنهاد می‌شود اهمیت بیشتری را جهت ارقام مزبور در تصمیم گیری قائل شوند. از سوی دیگر نتایج حاصله بیانگر عدم تاثیرگذاری سود انباشته شده و سود توزیع شده و اجزای آنها بر بازدهی سهام می‌باشد، به سهامداران و سرمایه گذاران پیشنهاد می‌شود، ارقام مزبور را در تحلیل ها و تصمیم گیری های خود اعمال ننمایند. خلاصه نتایج آزمون فرضیات تحقیق در جداول 5 و 6 ارائه شده است:

جدول 5- خلاصه نتایج آزمون فرضیه های اصلی پژوهش

ردیف	عنوان فرضیه	نتیجه	نوع رابطه
یک	سود انباشته بر روی سودآوری آتی تاثیرگذار است	تائید	مستقیم
دو	سود انباشته بر روی بازدهی سهام تاثیرگذار است.	عدم تائید	—
سه	سود توزیع شده بر روی سودآوری آتی تاثیرگذار است	تائید	مستقیم
چهار	سود توزیع شده بر روی بازدهی سهام تاثیرگذار است	عدم تائید	—

منبع: یافته های پژوهشگر

جدول 6- خلاصه نتایج فرضیات فرعی

ردیف	عنوان فرضیه	نتیجه	نوع رابطه
1	ارقام تعهدی عملیاتی جاری بر روی سودآوری آتی تاثیرگذار است.	تائید	مستقیم
2	ارقام تعهدی عملیاتی غیرجاری بر روی سودآوری آتی تاثیرگذار است.	تائید	مستقیم
3	جریان وجوه نقد انباشته شده بر روی سودآوری آتی تاثیرگذار است.	تائید	مستقیم
4	ارقام تعهدی عملیاتی جاری بر روی بازدهی سهام تاثیرگذار است.	عدم تائید	—
5	ارقام تعهدی عملیاتی غیر جاری بر روی بازدهی سهام تاثیرگذار است.	عدم تائید	—
6	جریان وجوه نقد انباشته شده بر روی بازدهی سهام تاثیرگذار است.	عدم تائید	—
7	جریان وجوه نقد ناشی از پرداخت بدهی بر روی سودآوری آتی تاثیرگذار است.	تائید	مستقیم
8	جریان وجوه نقد صاحبان سهام بر روی سودآوری آتی تاثیرگذار است.	تائید	مستقیم
9	جریان وجوه نقد ناشی از پرداخت بدهی بر روی بازدهی سهام تاثیرگذار است.	عدم تائید	—
10	جریان وجوه نقد صاحبان سهام بر روی بازدهی سهام	عدم تائید	—

10- پیشنهاد برای تحقیقات آتی

- 1- اجزای جزئی تر بخش تعهدی سود شامل حسابهای دریافتنی، حساب های پرداختنی، موجودی کالا، هزینه استهلاک، تغییرات سفارشات و پیش پرداخت ها، تغییرات در مزایای پایان خدمت، و غیره مانند متغیرهای مستقل این تحقیق مورد بررسی قرار گیرند تا سودمندی آنها ارزیابی گردد.
- 2- با توجه به اینکه تحقیق حاضر در سطح کلیه شرکت ها انجام شده است پیشنهاد می شود با تفکیک فعالیت های عمده و شرکت های فعال در بورس اوراق بهادار، تحقیقی در قالب هر صنعت انجام شود.
- 3- بررسی تاثیر سود انباشته و سود توزیع شده محاسبه شده در تحقیق حاضر بر روی بازدهی غیرعادی سهام پیشنهاد مس شود.
- 4- بررسی اجزای سود انباشته به صورت اقلام اختیاری و غیراختیاری و تاثیر آنها بر روی سودآوری آتی و بازدهی سهام صنایع مختلف و مقایسه نتایج بدست آمده از صنایع مختلف با هم پیشنهاد می شود.

منابع

- زاهدی، جواد، (1386)، "بررسی رابطه بین قابلیت اتکای اقلام تعهدی و ثبات سود در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشکده مدیریت دانشگاه تهران.
- کردستانی، غلامرضا، (1383)، "بررسی و تبیین رابطه بین کیفیت سود و واکنش بازار به تغییرات سود نقدی"، پایان نامه دکترای، دانشگاه تهران.

- Anderson, C., L. (2006), "Garcia-Feijoo,. Empirical Evidence on Capital Investment, Growth Options, and Security Returns ". *Journal of Finance*, 61, 171-194.
- Beneish, M. D., M.E. (2002), Vargus, "Insider Trading, Earnings Quality and Accrual Mispricing". *The Accounting Review*, 77, 755-791.
- Chan, K., Chan, L., Jegadeesh, N., J. (2006), Lakonishok, "Earnings Quality and Stock Returns". *Journal of Business*, 79, 1041-1082.
- Cooper, M., Gulen, H., (2008), Schill, M. "What Best Explains the Cross-Section of Stock Returns? Exploring the Asset Growth Effect ". *Journal of Finance*, Forthcoming.
- Dechow, P., Richardson, S.,(2006), Sloan, R. "The Persistence and Pricing of the Cash Component of Earnings". University of Michigan and University of Pennsylvania Working Paper.
- Dechow, P.M, Scott, A.R and G. S.(2004), Richard,." The Persistence and Pricing of The Cash Component of Earnings", www.ssrn.com.
- DeFond, M., C. (2001), Park, "The Reversal of Abnormal Accruals and the Market Valuation of Earnings Surprises". *The Accounting Review*, 76, 375-404.
- Dichow,P,and I.Dichev (2002).” The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors “. *The Accounting Review*.77,35 – 59.

- Fairfield, P., Whisenant, J., T.(2003a) Yohn, "Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing". *The Accounting Review*, 78, 353–371.
- Fairfield, P., Whisenant, J., T. (2003b) , Yohn, "The Differential Persistence of Accruals and Cash Flows for Future Operating Income Versus Future Profitability". *Review of Accounting Studies*, 8, 221–243.
- Fama, E.,(1995) , French, K. Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns. *Journal of Finance*, 50, 131-155.
- Financial Accounting Standards Board (1983).”Statement of Financial Accounting Concept 1”. Stamford.CT.
- Khan, M. (2008) , "Are Accruals Really Mispriced? Evidence from Tests of an Intertemporal Capital Asset Pricing Model". *Journal of Accounting and Economics*, 45, 55-77.
- Kothari, S, Leone, A,c. (2005) , Wasley, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures". *Journal of Accounting and Economics*, 39, 163-197.
- Ng, H. (2005)."Distress Risk Information in Accruals". University of Pennsylvania Working Paper.
- Papanastopoulos, George A., Thomakos, Dimitrios D. and (2008) ,Wang, Tao. "The Implications of Retained and Distributed Earnings for Future Profitability and Stock Returns".www. SSRN.com.
- Richardson, S., Sloan, R., Soliman, M.,I. (2005) , Tuna, "Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices". *Journal of Accounting and Economics*, 39, 437-485.
- Ronen, J.,V.(2007), Yaari, "Earnings Management: Emerging Insights in Theory, Practice and Research". Springer Book Series in Accounting Scholarship.
- Sloan, R. (1996) , "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings? " *The Accounting Review*, 71, 289-315.
- Thomas, J. H. (2002), Zhang, "Inventory Changes and Future Returns". *Review of Accounting Studies*, 7, 163-187.
- Titman, S., F.(2004), Wei, J., Xie, "Capital Investments and Stock Returns". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39, 677-700.
- Xie, H. (2001). "The Mispricing of Abnormal Accruals". *The Accounting Review*, 76, 357-373.

