

اثرات اجزای سود بر بازده سهام و ثبات سود در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران

احد جان آبادی^{۱*}، مرتضی متوسل^۲

^۱ کارشناسی ارشد، گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران (عهده‌دار مکاتبات)

^۲ مربی، گروه حسابداری، واحد ارومیه، دانشگاه آزاد اسلامی، ارومیه، ایران

تاریخ دریافت: مرداد ۱۳۹۶، اصلاحیه: آبان ۱۳۹۶، پذیرش: دی ۱۳۹۶

چکیده

باتوجه به نقش سود حسابداری به‌عنوان مبنایی برای تصمیم‌گیری و پیش‌بینی افراد ذینفع و تأثیر آن بر بازده سهام شرکت‌ها، در این پژوهش مربوط بودن اجزای سود حسابداری با بازده سهام و ثبات سود در بازار سرمایه ایران بررسی شده است. آزمون فرضیه‌ها با استفاده از داده‌های ترکیبی ۱۳۲ شرکت از شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ انجام شده است. نتایج فرضیه اول نشان می‌دهد برخلاف یافته‌های پژوهش‌های پیشین، ثبات جزء تعهدی سود بیشتر از جزء نقدی آن است و نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد خالص پرداختی به سهامداران از پایداری بیشتری نسبت به خالص پرداختی به وام‌دهندگان برخوردار است. نتایج فرضیه سوم نشان می‌دهد که جزء نقدی سود بر بازده عادی و بازده غیرعادی سهام تأثیر معناداری ندارد.

واژه‌های اصلی: ثبات اجزای تعهدی، جزء نقدی، بازده عادی و بازده غیرعادی.

۱- مقدمه

تصمیم‌گیرندگان جهت اتخاذ تصمیم صحیح می‌باشد. بنابراین برای اینکه سود گزارش شده بتواند در ارزیابی عملکرد و توان سودآوری یک شرکت به استفاده‌کنندگان کمک کند و سرمایه‌گذاران با اتکا به اطلاعات سود، بازده مورد انتظار خود را برآورد کنند، صرفاً نباید به رقم نهایی سود گزارش شده توجه کرد و توجه به اجزای تشکیل‌دهنده سود (اجزای نقدی و تعهدی) و بخش‌های مختلف این اجزا می‌تواند اطلاعات مناسبی را در اختیار آن‌ها قرار دهد.

۲- مبانی نظری و پیشینه پژوهش

طی حداقل ۵۰ سال گذشته تأکید اولیه گزارشگری مالی بر اطلاعاتی است که درباره عملکرد واحد تجاری از طریق معیارهای سود و اجزای آن، تهیه می‌شود. سرمایه‌گذاران، اعتباردهندگان و سایر اشخاصی که با ارزیابی چشم‌انداز جریان‌های نقدی خالص ورودی واحد تجاری ارتباط دارند، به‌ویژه به این اطلاعات علاقه‌مند هستند. علاقه آن‌ها به جریان‌های نقدی آتی واحد تجاری و توانایی آن برای ایجاد جریان‌های نقدی مطلوب، ابتدا به علاقه‌مندی به اطلاعات درباره سود می‌انجامد تا اطلاعاتی که مستقیماً درباره جریان‌های نقدی است [۵]. سود یکی از مهم‌ترین مفاهیم در دنیای پیچیده تجارت است. اهمیت سود از چندین جهت مد نظر است

امروزه دسترسی به اطلاعات درست و به‌موقع و تحلیل دقیق و واقع‌بینانه آن‌ها، مهم‌ترین ابزار جهت اتخاذ تصمیمات درست و کسب منفعت مورد انتظار و استفاده بهینه و مطلوب از امکانات مالی می‌باشد. محصول نهایی فرآیند حسابداری، ارائه اطلاعات به استفاده‌کنندگان مختلف اعم از استفاده‌کنندگان داخل و خارج از شرکت، در قالب گزارش‌های حسابداری است. سود یکی از اقلام مندرج در صورت‌های مالی است که در تصمیم‌گیری استفاده‌کنندگان صورت‌های مالی تأثیر بسزایی دارد و توجه زیادی را معطوف خود ساخته است. محتوای اطلاعاتی سود و اجزای آن، به‌طور گسترده در متون حسابداری و مالی بارها مورد آزمون قرار گرفته است. پژوهشات تجربی، شواهد قوی در ارتباط با محتوای اطلاعاتی سود حسابداری ارائه نموده‌اند، البته کسب این نتایج جای تعجب ندارد و بدیهی است که سود حسابداری بخشی از اطلاعات مورد استفاده سرمایه‌گذاران در ارزیابی ریسک و بازده باشد. در بند ۴۷ بیانیه شماره (۱) هیئت استانداردهای حسابداری مالی بیان شده است که سرمایه‌گذاران، بستانکاران و دیگران از سود برای ارزیابی توان سودآوری، توان پرداخت سود سهام، پیش‌بینی سودهای آتی و ارزیابی یک سرمایه‌گذاری در شرکت یا دادن اعتبار به شرکتی دیگر استفاده می‌کنند. به عقیده برخی از محققین مالی، هدف اصلی حسابداری ارائه اطلاعات مفید به

*ahad_janabadi@yahoo.com

(۲۰۰۱) اقلام تعهدی را به اجزای تعهدی اختیاری و غیر اختیاری تقسیم نموده و بیان می‌کند که ثبات کمتر اقلام تعهدی به خاطر دستکاری سود حتی بعد از کنترل برای رشد شرکت است. دیچو و چاو (۲۰۰۲) معیار تجربی برای کیفیت اقلام تعهدی توسعه داده و به این نتیجه رسیده است که کیفیت اقلام تعهدی به طور مثبتی با ثبات سود در ارتباط است. اما در این خصوص دیچو و چاو^۹ (۲۰۰۸) اولین کسانی هستند که تمرکز را از اقلام تعهدی به جزء نقدی سود منتقل نموده‌اند. این پژوهشگران جزء نقدی سود را به جریان‌های نقدی باقی مانده، جریان نقدی پرداختی به فعالیت‌های تامین مالی از طریق بدهی و جریان‌های نقدی مربوط به فعالیت‌های تامین مالی از طریق سرمایه تقسیم نمودند. آن‌ها دریافتند که ثبات بیشتر جزء نقدی به خالص جریان‌های نقدی پرداختی به صاحبان سهام است. در حالی که دو جزء دیگر همان ثبات اقلام تعهدی را دارا می‌باشند. همان طور که بارتون^{۱۰} و همکاران (۲۰۱۰) عقیده دارد کاربردهای ارقام حسابداری می‌تواند در بین بازارهای مختلف متفاوت باشد و نمی‌توان با یک مطالعه این اثر را شناسایی نمود. بنابراین در این پژوهش به کاربردهای جزء نقدی سود بر بازده سهام و ثبات سود در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته می‌شود. این پژوهش به دنبال یافتن دیدگاه‌هایی جدید در خصوص ثبات و مربوط بودن اجزای سود در بازار سرمایه تهران می‌باشد تا از این طریق بتواند اثرات اجزای سود را که به عنوان مهم‌ترین ابزار سنجش عملکرد شرکت محسوب می‌شود، به درستی تشریح نماید. بنابراین سوال اصلی پژوهش این است که اجزای سود (نقدی و تعهدی) چه اثراتی می‌تواند (کاربردهایی) بر سود سال آتی (ثبات سود) و بازده سهام سال آتی (ثبات بازده) داشته باشد؟

۲-۱ پژوهش‌های خارجی

فرشادفر و مونم^{۱۱} [۱۶] به اهمیت نسبی اقلام تعهدی سرمایه در گردش، اقلام تعهدی عملیاتی غیرجاری و اقلام تعهدی تامین مالی در خصوص جریان‌های نقدی آتی ناشی از عملیات شرکت پرداختند. نتایج آن‌ها که با استفاده از داده‌های شرکت‌های پذیرفته شده در بورس استرالیا بدست آمده، شواهدی را نشان می‌دهد که اقلام سرمایه در گردش و اقلام غیرجاری عملیاتی برای جریان‌های نقدی آتی مهم هستند اما نقشی در اقلام تعهدی تامین مالی ندارند. بعلاوه جزء دارایی اقلام تعهدی نقش مهم‌تری در تشریح جریان‌های نقدی آتی نسبت به جزء بدهی دارد.

آریکس و پاپنستس پولس^{۱۲} [۱۷] به کاربردهای جزء نقدی سود برای بازده سهام و ثبات سود در شرکت‌های پذیرفته شده بورس انگلیستان پرداختند. نتایج آن‌ها نشان می‌دهد که جزء نقدی سود با ثبات تر از جزء تعهدی می‌باشد و این ثبات بیشتر می‌تواند به وجه توزیع شده

که عبارتند از: الف) اهمیت سود در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری: معمولاً سرمایه‌گذاران در پیش‌بینی‌های خود، مواردی مانند بازدهی سهام و نسبت قیمت به سود را مدنظر قرار می‌دهند و اکثر تحلیل‌گران نیز درباره ارزش اوراق بهادار از پیش‌بینی سود استفاده می‌نمایند. ب) اهمیت سود در پیش‌بینی سودها و جریان‌های نقدی آینده: برای پیش‌بینی سودهای آینده از اطلاعات مربوط به سود استفاده می‌شود. معمولاً این پیش‌بینی‌ها با استفاده از روش تجزیه و تحلیل دوره‌های زمانی سود صورت می‌پذیرد. ج) اهمیت سود برای پیش‌بینی ارزش شرکت: بیانیه شماره ۱ تأکید دارد که سود شاخص بهتری نسبت به جریان‌های نقدی در مورد ارزیابی عملکرد شرکت فراهم می‌کند. تفکیک سود به اجزای نقدی و تعهدی، سبب بهبود پیش‌بینی جریان‌های نقدی می‌شود، از این رو سود حسابداری قابل تقسیم به دو بخش نقدی و تعهدی است. علاوه بر رقم سود، جهت ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری تاکنون معیارهای مختلفی ارائه شده است که از جمله معمولی‌ترین و مهم‌ترین معیار ارزیابی عملکرد و سودآوری مؤسسات در حال حاضر نرخ بازده سهام است، که نقش کلیدی در سرمایه‌گذاری دارد. برخی از سرمایه‌گذاران در جستجوی بازده کوتاه‌مدت نقدی هستند و برخی دیگر در درجه اول به رشد و توسعه اهمیت می‌دهند. فرانسیس و همکاران^{۱۳} (۲۰۰۲) معتقدند هر سرمایه‌گذاری درجه‌ای از ریسک را در بردارد که مستلزم از دست دادن پول در زمان حال برای به‌دست آوردن منافع آن است. در حقیقت بازده، متغیر اصلی در تصمیم‌گیری برای سرمایه‌گذاری است.

محققانی نظیر اسلون^{۱۴} (۱۹۹۶)، ریچاردسون و همکاران^{۱۵} (۲۰۰۵)، ریچاردسون و همکاران (۲۰۰۶)، به بررسی پایداری نسبی اقلام تعهدی و اهمیت آن‌ها؛ کالن و همکاران^{۱۶} (۲۰۱۳)، اکر و همکاران^{۱۷} (۲۰۰۶)، ریچاردسون و همکاران (۲۰۰۵) نیز به پیامدهای اقلام تعهدی بر قیمت سهام در آینده و کره و همکاران^{۱۸} (۲۰۰۸)، فرانسیس و همکاران (۲۰۰۵)، کیم و چی^{۱۹} (۲۰۱۰) به اینکه آیا اقلام تعهدی را می‌توان به‌عنوان مبنایی برای تشکیل یک عامل ریسک تفکیک کرد، پرداخته‌اند. مقاله مهم در این زمینه، مقاله اسلوان (۱۹۹۶) است. او دریافت که اجزای تعهدی سود، سطوح مختلف ثبات را نسبت به اجزای جریان‌های نقدی را نشان می‌دهد، چون جزء تعهدی ذهنی‌تر است و سرمایه‌گذاران درک کاملی از اثرات اقلام تعهدی بر سودآوری آتی را ندارند. باتوجه به این‌که سود دارای دو جزء نقدی و تعهدی است، انتظار می‌رود که هر چه جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی آن بیشتر باشد، پایداری و ثبات سود نیز بیشتر باشد. خی^{۲۰}

^۹Francis et al.

^{۱۰}Sloan

^{۱۱}Richardson et al.

^{۱۲}Callen et al.

^{۱۳}Ecker et al.

^{۱۴}Core et al.

^{۱۵}Kim & Qi

^{۱۶}Xie

^۹Dechow and Dichev

^{۱۰}Barton et al.

^{۱۱}Farshdfar & ReZa M. Monem

^{۱۲}Artikis & Papanastopoulos

به سهام‌داران مربوط باشد. همچنین نتایج آنان نشان می‌دهد که جزء نقدی سود رابطه معناداری با بازده سهام ندارد.

مک ملین^{۱۳} [۲۵] توانایی پیش بینی و قدرت توضیح دهنده‌ی مدل تجمعی سود حسابداری را با مدل اجزای سود حسابداری در ارتباط با بازده سهام و سودهای آتی مقایسه کرد. نتایج به دست آمده نشان داد تغییرات در اجزای سود شامل درآمد فروش، حاشیه سود عملیاتی و هزینه‌ها به وسیله رقم کلی سود حسابداری در تبیین بازده سهام و سودهای آتی انعکاس نمی‌یابد.

لو و همکاران^{۱۴} [۲۴] در پژوهش خود به بررسی نقش برآوردهای حسابداری در کیفیت و سود مندی اطلاعات مالی پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که برآوردهای حسابداری موجود در اقلام تشکیل دهنده سرمایه در گردش، موجب می‌شود که پیش بینی مناسبی از جریان‌های نقدی عملیاتی انجام نگیرد ولی موجب بهبود پیش بینی سود عملیاتی دوره آتی می‌شود.

چن و شین^{۱۵} [۱۸] دامنه پژوهشات دیچو و همکاران^{۱۶} [۲۱] را از طریق تجزیه جریان‌های نقدی انباشته به تغییرات نرمال نقدی (اصول محور) و تغییرات غیر نرمال نقدی (مرتبط با بنگاه) گسترش دادند. چن و شین با ارائه شواهدی بیان کردند که برای ایجاد مانده نقدی بین سرمایه‌گذاران، قیمت منطقی باید کمتر از حد مطلوب افزایش یابد، با این حال این نویسندگان دریافتند که علیرغم وجود تغییرات نرمال نقدی و غیر نرمال نقدی (غیر طبیعی) باید پشتیبانی قابل توجهی در مقابل تغییرات منفی قیمت‌گذاری اشتباه بازار بر روی وجه نقد صورت می‌گیرد.

دیچو و همکاران [۲۱] در پژوهشی به بررسی پایداری و قیمت‌گذاری اجزای نقدی سود پرداختند. آنان اجزای نقدی سود را به سه جز مانده وجوه نقد، وجوه نقد پرداختی به اعتبار دهندگان و وجوه نقد پرداختی به سهام‌داران تجزیه کردند و دریافتند که وجوه نقد پرداختی به سهام‌داران نسبت به سایر اجزا پایدارتر بوده و رابطه معنی‌داری با قیمت سهام دارد.

رفیق بن آید^{۱۷} [۱۹] مربوط بودن سودهای حسابداری و محتوای اطلاعاتی اجزای آن در ارزشیابی واحدهای تجاری در بازار بورس اوراق بهادار تونس را بررسی کرده است. در این پژوهش اجزای سود شامل: سودخالص، سودعملیاتی، سود قبل از مالیات، اقلام غیرمترقبه، مالیات بر درآمد و اقلام تعهدی بودند که به همراه جریان‌های نقدی عملیاتی مورد مطالعه قرار گرفتند. نتایج نشان می‌دهد که جریان‌های نقدی عملیاتی اسکات و همکاران^{۱۸} [۲۶] قابلیت اتکای اقلام تعهدی و پایداری سود و بازده سهام را بررسی نمودند. آن‌ها دریافتند که اقلام تعهدی با قابلیت

اتکای کمتر منجر به پایداری کمتر سود می‌شود. فرانسیس و همکاران^{۱۹} [۲۳] رابطه بین اجزای اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی با بازده سهام را بررسی نموده و دریافتند که بین اجزای سود و بازده سهام رابطه مثبت و معناداری وجود دارد؛ به‌ویژه رابطه بین جریان‌های نقدی و حساب‌های دریافتنی با بازده سهام قوی‌تر است.

فیلر فیلد^{۲۰} و همکاران [۲۴] ادعا می‌کنند، یافته‌های اسلوان (۱۹۹۵) در واقع زیر مجموعه‌ای از تاثیر یک رشد کلی‌تر هستند که می‌توان آن را به وسیله کاهش بازده نهایی و به منظور سرمایه‌گذاری جدید و یا حسابداری محافظه کارانه توضیح داد. از نظر این نویسندگان، تجزیه جز نقدی سود به منظور حفظ وجه نقد از طریق جریان‌ات مربوط به (تغییرات در دارایی-های جاری) فعالیت‌های تامین مالی از محل انتشار اوراق قرضه و فعالیت-های سرمایه‌گذاری انجام می‌گیرد.

دیچو و همکاران [۲۰] دریافتند که تداوم بیشتر جز نقدی به طور کامل مربوط به جریان‌ات نقدی خالص است که بین دارندگان سهام توزیع شده است. در حالی که، مولفه‌های دیگر سود (اقلام تعهدی) یک سطح معین از ثبات سود را نشان می‌دهد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران به درستی از قیمت بدهی (وام یا ..) و صدور یا توزیع سهام آگاهی دارند، اما تغییرات اشتباه قیمت در مانده نقدی به شیوه‌ای مشابه می‌تواند به اقلام تعهدی منجر شود (اگر در قیمت اشتباهی صورت گیرد ممکن است برای شرکت بدهی و تعهد ایجاد کند).

خی^{۲۱} [۱۸] اقلام تعهدی را به اجزای اختیاری و غیراختیاری تفکیک کرد و پیشنهاد وی برای دستکاری سود (ثبات سطح سود) و حتی کنترل رشد فروش، کاهش اقلام تعهدی است.

۲-۲ پژوهش‌های داخلی

دیدار و شعاعی عتیق^۹ [۹] به بررسی تاثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر محتوای اطلاعاتی اجزای نقدی و تعهدی سود با در نظر گرفتن سهامدار نهادی بعنوان متغیر تعدیل کننده پرداختند. نتایج پژوهش حاکی از آن است که سهامدار نهادی بر رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و محتوای اطلاعاتی اجزاء نقدی و تعهدی سود تأثیر مثبت دارد، با افزایش مالکیت نهادی، عدم تقارن اطلاعاتی و احتمال دست‌کاری سود کاهش می‌یابد، در نتیجه سود قابل‌اتکاتر و واقعی‌تر ظاهر می‌شود و محتوای اطلاعاتی سود افزایش می‌یابد. در حالی که عدم تقارن اطلاعاتی بر محتوای اطلاعاتی سود تأثیر منفی دارد که این باعث افزایش محتوای اطلاعاتی سود می‌شود.

خدادادی و حیدری مقدم [۷] نشان دادند که تفاوت معناداری در پایداری متغیر خالص پرداختی به سهامداران نسبت به متغیر خالص پرداختی به وام دهندگان، وجود دارد؛ به عبارت دیگر، پایداری متغیر خالص پرداختی

^۹Francis et al.

^{۱۰}Fairfield et al.

^{۲۱} Xie

^{۱۳}Mc Millan

^{۱۴}Lev et al

^{۱۵} Chen&Xin

^{۱۶}Dechow et al.

^{۱۷} Rafik Ben Ayed

^{۱۸}Scott et al.

حسابداری و مبتنی بر اطلاعات تاریخی صورت‌های مالی شرکت‌هاست. از سویی دیگر این پژوهش از لحاظ روش، علی‌پس رویدادی (با استفاده از اطلاعات گذشته) است. چون در این پژوهش شناسایی رابطه بین متغیرهای جز نقدی سود، بازده سهام و ثبات سود مدنظر است، نوع روش پژوهش از نظر ماهیت همبستگی می‌باشد.

۵- جامعه آماری پژوهش

جامعه مورد مطالعه در این پژوهش شامل شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ می‌باشد. روش نمونه‌گیری از نوع غربال‌گری با توجه به شرایط خواهد بود که محدودیت‌های انتخاب نمونه به شرح زیر می‌باشد:

۱. شرکت‌ها قبل از سال ۱۳۸۸ عضو بورس بوده و برای دوره زمانی ۱۳۸۸ الی ۱۳۹۴ صورت‌های مالی تهیه و به بورس ارائه نموده باشد و همچنین اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این پژوهش را دارا باشند.

۲. به لحاظ افزایش قابلیت مقایسه‌ای پایان سال مالی شرکت‌ها، پایان اسفندماه هر سال باشد.

۳. شرکت‌ها طی سال‌های ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ سال مالی خود را تغییر نداده باشند.

۴. معاملات سهام آن‌ها به‌طور مداوم در بورس اوراق بهادار تهران روی داده و توقف معاملاتی بیش از یک‌ماه نداشته باشند.

۵. جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌ای و بانک نباشند.

دلیل انتخاب شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران به عنوان شرکت‌های مورد آزمون، نظارت ارگان‌ها و سازمان‌های مهم اقتصادی مانند وزارت دارایی و بانک مرکزی بر این سازمان می‌باشد. علاوه بر آن از آنجایی که صورت‌های مالی شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران، می‌بایستی مورد تأیید حسابرسان معتمد سازمان بورس قرار گیرند، بنابراین از قابلیت اتکای بیشتری برخوردارند. از طرف دیگر از آنجایی که شرکت‌های عضو بورس اوراق بهادار تهران موظفاند گزارش‌های مالی خود را به شکل یکنواخت ارائه نمایند، لذا از قابلیت مقایسه بیشتری نیز برخوردارند. از این‌رو مطلوب‌ترین نهاد برای استخراج اطلاعات مالی شرکت‌ها جهت به نتیجه رسیدن بهتر پژوهش، سازمان بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد.

۶- مدل و متغیرهای پژوهش

در این پژوهش از مدل‌های زیر استفاده شده است:

فرضیه ۱:

فرضیه ۲:

$$N_{t+1} = y_0 + y_1N + y_2CASH + y_3DIST - D + y_4DIST - E + v$$

فرضیه ۳ فرعی اول:

$$RER_{t+1} = y_0 + y_1NI + y_2FCF_t + v_{t+1}$$

فرضیه ۳ فرعی دوم:

$$ARET_{t+1} = y_0 + y_1NI + y_2FCF_t + v_{t+1}$$

به سهام‌داران بیش از متغیر خالص پرداختی به وام‌دهندگان است. هاشمی و همکاران [۱۲] توانمندی اجزای نقدی و تعهدی سود در پیش-بینی سود غیرعادی و تعیین ارزش شرکت را ارزیابی کردند. نتایج پژوهش بیانگر توانمندی جریان‌های نقدی و مجموع اقلام تعهدی در تعیین ارزش شرکت و پیش‌بینی سود غیرعادی است؛ گرچه در سطح نمونه‌ی انتخابی فقط برخی از ضرایب اجزای اقلام تعهدی از لحاظ آماری معنی‌دار هستند.

همتی و همکاران [۵] نشان دادند که پایداری بیشتر جزء نقدی سود کاملاً به این دلیل است که یک جزء فرعی آن به توزیع وجه نقد بین تأمین‌کنندگان سرمایه مربوط می‌شود، سایر اجزای فرعی از سطوح پایداری یکسان با اقلام تعهدی برخوردارند.

حسین‌زاده و احمدی نیا [۸] نشان دادند که سود عملیاتی، سود قبل از کسر مالیات و سود خالص توان توضیح بازده سهام را دارند و اصطلاحاً با بازده سهام مربوط هستند. اما سود خالص بیشترین توان توضیح بازده سهام را در بین آن‌ها دارد. همچنین نتایج نشان می‌دهد که اقلام تعهدی و جریان‌های نقدی عملیاتی برای توضیح بازده سهام مربوط نیستند.

حجازی و دوستیان [۱۰] به بررسی و مقایسه میزان ارتباط تغییرات سود خالص و تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی با تغییرات بازده سهام پرداختند. نتایج حاکی از آن است که بین تغییرات سود خالص حسابداری و تغییرات بازده ارتباط مستقیم و معنی داری وجود دارد ولی این فرضیه که بین تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی با تغییرات بازده سهام ارتباط معنی‌داری وجود دارد، رد شد. از طرفی نتایج نشان داد که همبستگی بین تغییرات سود خالص و بازده سهام بیشتر از تغییرات جریان‌های نقدی عملیاتی با بازده سهام است.

۳- فرضیه های پژوهش

۱- فرضیه ۱. اثر جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی سود بر ثبات سود بیشتر است.

۲- فرضیه ۲. اثر جزء نقدی پرداختی به سهام‌داران نسبت به جزء نقدی پرداختی به وام‌دهندگان بر ثبات سود بیشتر است.

۳- فرضیه ۳. اثر جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی سود بر بازده سهام کمتر است.

۳-۱- فرضیه ۳-۱. اثر جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی سود بر بازده عادی سهام کمتر است.

۳-۲- فرضیه ۳-۲. اثر جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی سود بر بازده غیرعادی سهام کمتر است.

$$NI_{t+1} = p_0 + P_1(ACC_t) + P_2FCF_t + v$$

۴- روش پژوهش

این پژوهش از نوع شبه تجربی در حوزه پژوهشات توصیفی، رگرسیون

۷۱: تعیین کننده میزان پایداری DIST-E می‌باشد.

متغیرهای فرضیه سوم:

RET_{t+1} : بازده سهام در دوره آتی که از تفاوت بین قیمت سهام در ابتدا و انتهای آن دوره بعلاوه سود نقدی سهام در دوره مورد نظر، تقسیم بر قیمت سهام در ابتدای دوره بدست می‌آید.

$$RET_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + D_{it}}{P_{it-1}}$$

$ARET_{t+1}$: بازده غیر عادی می‌باشد که از تفاضل بازده شرکت و بازده بازار را بازده غیرعادی بدست می‌آید.

۷- نتایج تجزیه و تحلیل فرضیه‌ها

۷-۱ آمار توصیفی

نتایج شاخص های توصیفی در جدول ۱ آورده شده است.

که در آن‌ها:

متغیرهای فرضیه اول:

NI_{t+1} : سود عملیاتی سالجاری

p_0 : عرض از مبدا

P_1 : ضریب شیب

FCF_t : جریان وجه نقد عملیاتی

ACC : اقلام تعهدی

متغیرهای فرضیه دوم:

NI_{t+1} : سود قبل از اقلام غیر مترقبه در دوره ی $t+1$

$CASH$: تغییرات در مانده نقد

$DIST - D$: خالص پرداختی (دریافتی) به بستانکاران (وام دهندگان)

$DIST-E$: خالص پرداختی (دریافتی) به سهامداران

Y_1 : تعیین کننده میزان پایداری INCOME

Y_2 : تعیین کننده میزان پایداری CASH

Y_3 : تعیین کننده میزان پایداری DIST-D و

جدول (۱): شاخص های مرکزی و پراکندگی متغیرهای پژوهش

متغیرها آماره	بازده عادی سال آتی	سود عملیاتی سال آتی	سود عملیاتی دوره	جریان نقد آزاد	خالص پرداختی به سهامداران	خالص پرداختی به وام دهندگان	تغییرات در وجه نقد	بازده غیرعادی سال آتی	اقلام تعهدی
میانگین	0.494694	0.175380	0.151641	0.083924	0.057462	0.041427	0.002849	0.006493	-0.003060
میانه	0.160784	0.138981	0.129979	0.077040	0.032715	0.033998	0.002112	0.013684	-0.195882
حداکثر	8.103448	1.028072	0.675738	0.910053	0.529230	0.267711	1.227843	0.593044	6.593223
حداقل	-0.604295	-0.420743	-0.321119	-0.809398	0.000000	0.000000	-1.163722	-0.739154	-1.686536
انحراف معیار	0.996319	0.175631	0.126114	0.184068	0.071778	0.033544	0.087470	0.161451	0.792151
چولگی	2.898649	1.184446	0.669442	-0.200983	2.272052	1.783244	-0.880028	-0.606301	3.125707
کشیدگی	15.30401	5.840852	4.369419	5.524309	9.738399	8.515458	103.5425	5.068513	19.37337

جدول (۲): ماتریس همبستگی پیرسون

متغیر	بازده غیرعادی سال آتی	سود عملیاتی دوره	جریان نقد آزاد	خالص پرداختی به سهامداران	خالص پرداختی به وام دهندگان	تغییرات در وجه نقد	بازده غیرعادی سال آتی	اقلام تعهدی
بازده عادی سال آتی	1.000000							
سود عملیاتی سال آتی	-0.078324	1.000000						
سود عملیاتی دوره	-0.098169	0.827272*	1.000000					
جریان نقد آزاد	0.049966	0.149810*	0.141316	1.000000				
خالص پرداختی به سهامداران	-0.010507	0.353441*	0.275809*	0.344768*	1.000000			
خالص پرداختی به وام دهندگان	-0.018499	-0.016263	-0.082824	0.067403	-0.238472*	1.000000		
تغییرات در وجه نقد	0.107200	0.047405	0.050455	0.011831	-0.075620	0.016257	1.000000	
بازده غیرعادی سال آتی	-0.003190	0.204301*	0.175623*	0.068986	-0.080389	-0.031021	0.061743	1.000000
اقلام تعهدی	0.046335	0.342194*	0.241341*	-0.561217*	0.101433	-0.004518	-0.015383	-0.092906

***: معناداری در سطح اطمینان ۹۵٪**

سال آتی (متغیر وابسته) به ترتیب معادل ۴,۹٪ همبستگی مثبت و ۹,۸-٪ همبستگی منفی و غیر معنادار وجود دارد. همچنین نتایج بیانگر آن است که بین جریان نقد آزاد و سود عملیاتی دوره به عنوان دو متغیر مستقل فرضیه سوم - فرعی دوم با بازده غیرعادی سال آتی (متغیر وابسته) به ترتیب معادل ۶,۸٪ و ۱۷,۵٪ همبستگی مثبت و غیرمعنادار وجود دارد.

۸- عدم ناهمسانی واریانس و عدم خود همبستگی

مشکلات ناهمسانی واریانس منجر به افزایش واریانس ضرایب برآوردی عرض از مبدا می‌شود و از طرفی واریانس سایر متغیرهای مستقل برآوردی را تحت تاثیر قرار می‌دهد و منجر به این می‌شود که تخمین برآوردی از کارایی لازم برخوردار نباشد. جهت بررسی خود همبستگی خطاها از آزمون والدريج و برای ناهمسانی واریانس پسماندها، از آزمون حداکثر راست نمایی (LR) مورد استفاده قرار گرفته است که نتایج خروجی نرم افزار استاتا در جدول ۳ و ۴ به ترتیب برای آزمون‌های ولدريج و حداکثر راست نمایی منعکس شده است.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون همبستگی در جدول ۲، می‌توان نتیجه گرفت که بین جریان نقد آزاد و ارقام تعهدی به عنوان متغیرهای مستقل فرضیه اول با سود عملیاتی سال آتی (متغیر وابسته) به ترتیب معادل ۱۴٪ و ۳۴٪ همبستگی مثبت و معناداری وجود دارد. این همبستگی مثبت نشان می‌دهد که بین متغیرهای مستقل و سود عملیاتی آتی (متغیر وابسته) ارتباط مستقیم وجود دارد. یعنی با افزایش (کاهش) جریان نقد آزاد و ارقام تعهدی، سود عملیاتی آتی نیز افزایش (کاهش) می‌یابد.

همچنین، بین خالص پرداختی به وام‌دهندگان معادل ۱,۶-٪ همبستگی منفی و بین خالص پرداختی به سهام‌داران معادل ۳,۵٪ همبستگی مثبت و معنادار به عنوان دو متغیر مستقل فرضیه دوم با سود عملیاتی آتی (متغیر وابسته) وجود دارد. این همبستگی منفی نشان می‌دهد که بین متغیر مستقل خالص پرداختی به وام‌دهندگان و سود عملیاتی آتی (متغیر وابسته) ارتباط غیرمستقیم وجود دارد. یعنی با کاهش خالص پرداختی به وام‌دهندگان، سود عملیاتی آتی افزایش می‌یابد و برعکس. مطابق جدول، بین جریان نقد آزاد و سود عملیاتی دوره با بازده عادی

جدول (۳) : نتایج آزمون والدريج برای خود همبستگی سریالی

نوع آزمون	مدل آزمون	مقدار آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه
والدريج	فرضیه اول	۱۰/۶۶۰	۰/۰۰۱۷	خود همبستگی دارد
والدريج	فرضیه دوم	۵/۵۸۷	۰/۰۲۱۶	خود همبستگی دارد
والدريج	فرضیه سوم - فرعی اول	۳۱۱۱/۶۷۵	۰/۰۰۰۰	خود همبستگی دارد
والدريج	فرضیه سوم - فرعی دوم	۱/۱۲۴	۰/۲۹۳۷	خود همبستگی ندارد

نتایج آزمون جدول ۳ بیانگر آن است که مقدار سطح معنی‌داری فرضیه اول و دوم و فرضیه سوم - فرعی اول کمتر از ۵٪ می‌باشد لذا برای هر ۳ فرضیه با توجه به ارزش احتمال موجود در جدول خود همبستگی وجود دارد.

جدول (۴) : نتایج آزمون حداکثر راست نمایی (LR) برای آزمون ناهمسانی واریانس

نوع آزمون	مدل آزمون	مقدار آماره آزمون	احتمال آماره	نتیجه
حداکثر راست نمایی	فرضیه اول	۱۴۴/۰۲	۰/۱۲۹۹	ناهمسانی واریانس ندارد
حداکثر راست نمایی	فرضیه دوم	۱۶۸/۴۱	۰/۰۰۰۷	ناهمسانی واریانس دارد
حداکثر راست نمایی	فرضیه سوم - فرعی اول	۱۸۷/۳۰	۰/۰۰۰۱	ناهمسانی واریانس دارد
حداکثر راست نمایی	فرضیه سوم - فرعی دوم	-۱۴۲/۵۳	۱/۰۰۰۰	ناهمسانی واریانس ندارد

داری فرضیه دوم و فرضیه سوم - فرعی اول کمتر از ۵٪ می‌باشد، لذا بیانگر آن است که پسماندهای مدل بر ارزش شده دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد.

در نهایت با توجه به آزمون‌های پیش فرض رگرسیون، در صورت وجود ناهمسانی واریانس یا وجود خود همبستگی سریالی در مدل‌های فرضیه

با در نظر گرفتن نتایج آزمون جدول ۴ و باتوجه به اینکه مقدار سطح معنی‌داری فرضیه اول و فرضیه سوم (فرعی دوم) بیشتر از ۵٪ می‌باشد، لذا بیانگر آن است که پسماندهای مدل بر ارزش شده دارای واریانس همسان می‌باشند. بنابراین ضرایب برآوردی مدل از کارایی لازم برخوردار هستند. همچنین مطابق جدول فوق با توجه به این که مقدار سطح معنی-

از مدل‌های مناسب در نرم افزار STATA استفاده می‌شود.

۹- آزمون F لیمر برای تشخیص تلفیقی یا ترکیبی بودن فرضیه‌های پژوهش

در این بخش به منظور تشخیص تلفیقی یا ترکیبی بودن فرضیه‌های پژوهش از آزمون F لیمر استفاده شده است. با توجه به جدول ۵ ستون مربوط به احتمال آماره آزمون F لیمر بیانگر پانل بودن روش تخمین مدل برای فرضیه اول و دوم می‌باشد. با توجه به نتایج آزمون F لیمر، فرضیه اول و دوم با استفاده از آزمون هاسمن اندازه گیری می‌شود

از مدل‌های مناسب در نرم افزار STATA استفاده می‌شود. با در نظر گرفتن نتایج آزمون جدول ۴ و باتوجه به اینکه مقدار سطح معنی‌داری فرضیه اول و فرضیه سوم (فرعی دوم) بیشتر از ۵٪ می‌باشد، لذا بیانگر آن است که پسماندهای مدل بر ارزش شده دارای واریانس همسان می‌باشند. بنابراین ضرایب برآوردی مدل از کارایی لازم برخوردار هستند. همچنین مطابق جدول فوق با توجه به این که مقدار سطح معنی‌داری فرضیه دوم و فرضیه سوم - فرعی اول کمتر از ۵٪ می‌باشد، لذا بیانگر آن است که پسماندهای مدل بر ارزش شده دارای ناهمسانی واریانس می‌باشد. در نهایت با توجه به آزمون‌های پیش فرض رگرسیون، در صورت وجود ناهمسانی واریانس یا وجود خود همبستگی سریالی در مدل‌های فرضیه

جدول (۵): نتایج آزمون F لیمر

نتیجه	احتمال آماره آزمون F لیمر	آماره F - لیمر	مدل آزمون
پانلی	۰/۰۰۰۰	۲/۴۰	مدل فرضیه اول
پانلی	۰/۰۰۰۰	۴/۲۳	مدل فرضیه دوم
ترکیبی	۱/۰۰۰۰	۰/۲۳	فرضیه سوم - فرعی اول
ترکیبی	۰/۶۲۶۲	۰/۹۵	فرضیه سوم - فرعی دوم

هاسمن انجام می‌گیرد. خلاصه نتایج آزمون هاسمن به شرح جدول ۶ ارائه شده است:

۱۰- آزمون تشخیص نوع اثرات ناهمگنی (Huasman)

بعد از انتخاب روش داده‌های تابلویی (پانل) توسط آزمون لیمر، آزمون

جدول (۶): آزمون هاسمن

نتیجه	احتمال آماره	آماره هاسمن	مدل آزمون
ثابت	۰/۰۰۰۰	۶۸/۱۰	مدل فرضیه اول
ثابت	۰/۰۰۹۴	۹/۳۳	مدل فرضیه دوم

متغیرهای معنی‌دار در معادله کاهش یابد. در این معادله برای بررسی عدم وجود هم خطی از معیار عامل تورم واریانس^{۲۲} (VIF) استفاده شد. وقتی که شاخص تورم واریانس کمتر از ۱۰ باشد، نشان دهنده عدم وجود هم خطی می‌باشد. با توجه به جدول ۷ نتایج حاصل از این آزمون را نشان می‌دهد که میزان تورم واریانس متغیرهای مستقل مدل پژوهش در حد مجاز خود قرار داشته و لذا از این بابت مشکلی وجود ندارد.

با در نظر گرفتن نتایج آزمون جدول ۶ و باتوجه به اینکه مقدار سطح معنی‌داری فرضیه اول و دوم کمتر از ۵٪ می‌باشد، لذا بیانگر آن است که نوع اثرات ناهمگنی داده‌ها از نوع اثرات ثابت می‌باشد.

۱۱- آزمون عدم وجود هم خطی بین متغیرهای مستقل

هم‌خطی به معنای وجود رابطه شدید بین متغیرهای مستقل در مدل می‌باشد. در صورت وجود هم‌خطی، ضرایب برآوردی الگو دارای خطای معیار بالایی خواهد بود و در نتیجه این مسأله باعث می‌شود که تعداد

^{۲۲} - Variance Inflation Factor (VIF)

جدول (۷): نتایج حاصل از آزمون عدم وجود هم خطی بین متغیر مستقل پژوهش

مدل آزمون	متغیرها	واریانس ضریب	عامل تورم واریانس
مدل فرضیه اول پژوهش	اقلام تعهدی	۰/۹۶۳۹۹۴	۱/۰۴
	جریان نقد آزاد	۰/۹۶۳۹۹۴	۱/۰۴
مدل فرضیه دوم پژوهش	خالص پرداختی به وام دهندگان	۰/۶۱۸۱۴۰	۱/۶۲
	خالص پرداختی به سهامداران	۰/۶۲۳۱۹۵	۱/۵۸
	تغییرات در نقد	۰/۶۶۷۶۶۶	۱/۰۳
فرضیه سوم - فرعی اول پژوهش	جریان نقد آزاد	۰/۶۲۹۲۶۴	۱/۵۹
	سود عملیاتی دوره	۰/۶۲۹۲۶۴	۱/۵۹
فرضیه سوم - فرعی دوم	جریان نقد آزاد	۰/۶۴۲۵۱۷	۱/۵۶
	سود عملیاتی دوره	۰/۶۴۱۵۱۷	۱/۵۶

ثبات سود بیشتر است. نتایج برآورد این فرضیه بر اساس رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (xtgls) برای رفع خود همبستگی سریالی در جدول ۸ نشان داده شده است:

۱۲- آزمون فرضیه‌های پژوهش

۱-۱۲ آزمون فرضیه اول

بر اساس فرضیه اول، اثر جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی سود بر

جدول (۸): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه اول

متغیر وابسته: سود عملیاتی سال آتی				
$NI_{t+1} = p_0 + P_1(NI_t - FCF_t) + P_2FCF_t + v$				
متغیرها	ضریب B	خطای استاندارد	آماره z	احتمال آماره z
عرض از مبدا	۰/۰۹۰۸۷۸	۰/۰۳۷۳۲۳	۲۴/۳۵	۰/۰۰۰۰
اقلام تعهدی	۰/۴۴۳۹۲۴۱	۰/۳۳۷۴۵۷	۱۳/۱۵	۰/۰۰۰۰
جریان نقد آزاد	۰/۲۸۲۱۵۹۸	۰/۰۲۵۴۵۸	۹/۹۱	۰/۰۰۰۰
آماره آزمون تعقیبی ضرایب	۳۹/۳۷		احتمال آماره آزمون تعقیبی ضرایب	۰/۰۰۰۰
آماره والد	۱۸۰/۹۶		احتمال آماره والد	۰/۰۰۰۰

۰/۴۴۳۹۲۴۱ نسبت به ضریب متغیر جریان نقد آزاد ۰/۲۸۲۱۵۹۸، نشان می‌دهد شدت ضریب اقلام تعهدی نسبت به جریان نقد آزاد به مراتب بیشتر بوده و بیانگر پایداری بیشتر اقلام تعهدی را دارد. برای آزمون معنی‌داری کلی مدل رگرسیون از آزمون والد استفاده می‌شود. در این مدل رگرسیون از آن‌جا که احتمال آماره والد صفر است و از خطای پیش‌بینی شده‌ی ۵٪ کمتر است، معنی‌داری کل مدل تایید می‌شود. بنابراین باتوجه به این آزمون‌ها و آماره‌های مورد بحث، انتظارات حاصل از فرضیه اول تحقق نمی‌یابد.

۱۲-۲ آزمون فرضیه دوم

مطابق جدول متغیرهای جریان نقد آزاد و اقلام تعهدی در سطح ۹۵٪ اطمینان معنادار است. همانطور که در جدول آمده است، معنی‌داری اقلام تعهدی ۰/۰۰۰۰ و معنی‌داری جریان نقد آزاد ۰/۰۰۰ است. با عنایت به اینکه احتمال آماره z مربوط به هر دو متغیر کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵٪) بوده، نشان می‌دهد هر دو متغیر مستقل بر متغیر وابسته (سود عملیاتی سال آتی) تاثیر معنی‌داری دارند. همچنین برای آزمون معنی‌داری تفاوت بین ضرایب متغیرهای مستقل از آزمون تعقیبی ضرایب بهره گرفته شده است. از آنجایی که احتمال آماره مربوط به این آزمون کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵٪) بوده است، معنی‌داری تفاوت بین ضرایب تایید می‌شود. با عنایت به ضریب متغیر اقلام تعهدی

بر اساس فرضیه دوم، اثر جزء نقدی پرداختی به سهامداران نسبت به جزء نقدی پرداختی به وام‌دهندگان بر ثبات سود بیشتر است، که نتایج آزمون فرضیه بر اساس رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (xtgls) برای رفع

خود همبستگی سریالی و ناهمسانی واریانس در جدول ۹ نشان داده شده است:

جدول (۹) : نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه دوم

متغیر وابسته : سود عملیاتی سال آتی				
$N_{t+1} = y_0 + y_1NI + y_2CASH + y_3DIST - D + y_4DIST - E + v$				
متغیرها	ضریب B	خطای استاندارد	آماره z	احتمال آماره z
عرض از مبداء	۰/۰۹۶۶۵۵۶	۰/۰۰۶۳۵۸۴۱	۵/۲۰	۰/۰۰۰۰
تغییرات در وجه نقد	۰/۴۳۴۸۱۴۲	۰/۱۰۲۷۵۷	۴/۲۳	۰/۰۰۰۰
خالص پرداختی به وام‌دهندگان	۰/۱۵۹۲۰۶	۰/۱۲۹۴۸۴۸	۱/۲۳	۰/۲۱۹
خالص پرداختی به سهامداران	۰/۵۲۸۸۶۲۶	۰/۰۶۹۴۲۳۴	۷/۶	۲۰/۰۰۰۰
آماره آزمون تعقیبی ضرایب	۸/۲۰	احتمال آماره آزمون تعقیبی ضرایب		۰/۰۱۶۵
آماره والد	۶۹/۴۳	احتمال آماره والد		۰/۰۰۰۰۰۰

مطابق جدول و با عنایت به احتمال آماره z، معنی‌داری خالص پرداختی به وام‌دهندگان ۰/۲۱۹ می‌باشد که نشان می‌دهد در سطح اطمینان ۹۵٪ معنی دار نیست. لذا معنی‌داری متغیرهای تغییرات در وجه نقد و خالص پرداختی به سهامداران در سطح اطمینان ۹۵٪ با متغیر وابسته (سود عملیاتی سال آتی) پذیرفته می‌شود. همچنین برای آزمون معنی‌داری تفاوت بین ضرایب متغیرهای مستقل از آزمون تعقیبی ضرایب بهره گرفته شده است. از آنجایی که احتمال آماره مربوط به این آزمون کمتر از سطح خطای مورد پذیرش (۵٪) بوده است، معنی‌داری تفاوت بین ضرایب تایید می‌شود. با عنایت به ضریب متغیر خالص پرداختی به سهامداران ۰/۵۲۸۸۶۲۶ نسبت به ضریب متغیر تغییرات در وجه نقد ۰/۴۳۴۸۱۴۲، نشان می‌دهد شدت ضریب خالص پرداختی به سهامداران نسبت به تغییرات در وجه نقد به مراتب بیشتر بوده و بیانگر پایداری بیشتر خالص

پرداختی به سهامداران را دارد. برای آزمون معنی‌داری کلی مدل رگرسیون از آزمون والد استفاده می‌شود. در این مدل رگرسیون از آنجا که احتمال آماره والد صفر است و از خطای پیش‌بینی شده ۵٪ کمتر است، معنی‌داری کل مدل تایید می‌شود. بنابراین باتوجه به این آزمون‌ها و آماره‌های مورد بحث، انتظارات حاصل از فرضیه دوم تحقق می‌یابد.

۱۲-۳ آزمون فرضیه سوم - فرعی اول

بر اساس فرضیه سوم-فرعی اول، اثر جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی سود بر بازده عادی سهام کمتر است، که نتایج برآورد فرضیه بر اساس رگرسیون حداقل مربعات تعمیم یافته (xtgls) برای رفع خود همبستگی سریالی و ناهمسانی واریانس در جدول ۱۰ نشان داده شده است:

جدول (۱۰) : نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه سوم - فرعی اول

متغیر وابسته : بازده عادی سال آتی				
$RER_{t+1} = y_0 + y_1NI + y_2FCF_t + v_{t+1}$				
متغیرها	ضریب B	خطای استاندارد	آماره z	احتمال آماره z
عرض از مبداء	۰/۳۵۵۰۳۴	۰/۰۰۹۶۶۲۲	۳۶/۷۴	۰/۰۰۰۰
سود عملیاتی دوره	-۰/۰۸۰۲۷۳	۰/۰۶۰۷۲۳۱	-۱/۳۲	۰/۱۸۶
جریان نقد آزاد	۰/۰۵۸۹۲۹۵	۰/۰۴۲۷۱۳۸	۱/۳۸	۰/۱۶۸
آماره آزمون تعقیبی ضرایب	۰/۷۱	احتمال آماره آزمون تعقیبی ضرایب		۰/۴۰۰۷
آماره والد	۳/۰۶	احتمال آماره والد		۰/۲۱۷۰

۱۲- آزمون فرضیه سوم - فرعی دوم

بر اساس فرضیه سوم - فرعی دوم، اثر جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی سود بر بازده غیرعادی سهام کمتر است، که نتایج برآورد فرضیه در جدول ۱۱ نشان داده شده است:

مطابق جدول و با عنایت به احتمال آماره Z، معنی‌داری خالص پرداختی مطابق نتایج جدول متغیر جریان نقد آزاد و سود عملیاتی دوره معنادار نیست. در این مدل رگرسیون از آن‌جا که احتمال آماره والد ۰/۲۱٪ می‌باشد و از خطای پیش‌بینی شده‌ی ۵٪ بیشتر است، معنی‌داری کل مدل تایید نمی‌شود. باتوجه به این آزمون‌ها و آماره‌های مورد بحث، انتظارات حاصل از فرضیه سوم - فرعی اول تحقق نمی‌یابد.

جدول (۱۱): نتایج تجزیه و تحلیل داده‌ها جهت آزمون فرضیه سوم - فرعی دوم

متغیر وابسته: بازده غیر عادی سال آتی				
$ARET_{t+1} = y_0 + y_1NI + y_2FCF_t + v_{t+1}$				
متغیرها	ضریب B	خطای استاندارد	آماره z	احتمال آماره z
عرض از مبدا	-۰/۱۵۱۰۳۴۵	۰/۰۳۶۲۳۲۷	-۴/۱۷	۰/۰۰۰۰
سود عملیاتی دوره	-۰/۰۷۷۱۶۹۵	۰/۲۱۴۳۵۴۱	-۰/۳۶	۰/۷۱۹
جریان نقد آزاد	۰/۲۰۳۷۵۹۴	۰/۱۴۹۴۹۹۱	۱/۳۶	۰/۱۷۳
آزمون تعقیبی ضرایب	۰/۷۷	احتمال آماره آزمون تعقیبی ضرایب		۰/۳۷۹۲
آماره والد	۱/۹۰	احتمال آماره والد		۰/۳۸۶۱

داشت (حسین زاده و احمدی نیا، ۱۳۸۸). با توجه به این‌که سود دارای دو جزء نقدی و تعهدی است، انتظار می‌رود که هر چه جزء نقدی سود نسبت به جزء تعهدی آن بیشتر باشد، پایداری و ثبات سود نیز بیشتر باشد. بنابراین در این پژوهش به پایداری اجزای نقدی سود و ارتباط پایداری جزء نقدی سود با بازده سهام در شرکت‌های پذیرفته شده بورس اوراق بهادار تهران طی دوره زمانی ۱۳۸۸ تا ۱۳۹۴ با استفاده از داده‌های ترکیبی پرداخته شد. در همین راستا ابتدا پژوهش‌های قبلی مطالعه و تبیین شد. سپس براساس مبانی نظری موجود، فرضیات پژوهش طراحی شد و مورد آزمون قرار گرفت. جز نقدی سود به ۳ بخش تفکیک شده: (۱) وجه نقد می‌تواند توسط واحد تجاری نگهداری و انباشته شود. (۲) وجه نقد را می‌توان بین وام‌دهندگان توزیع کرد. (۳) وجه نقد را می‌توان بین سهام‌داران توزیع کرد. نتایج فرضیه اول نشان می‌دهد برخلاف یافته‌های پژوهش‌های پیشین، ثبات جزء تعهدی سود بیشتر از جزء نقدی آن است و نتایج آزمون فرضیه دوم نشان می‌دهد خالص پرداختی به سهام‌داران از پایداری بیشتری نسبت به خالص پرداختی به وام‌دهندگان برخوردار است. با توجه به این می‌توان بیان کرد که خالص پرداختی به سهام‌داران بیشترین پایداری را در تبیین سود آینده شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران نسبت به خالص پرداختی به وام‌دهندگان یا نگهداری وجه نقد در شرکت دارد. نتایج فرضیه سوم نشان می‌دهد که جزء نقدی سود بر بازده عادی و بازده غیرعادی سهام تأثیر معناداری ندارد. نتایج بدست آمده ممکن است ناشی از عدم توانایی سرمایه‌گذاران در تجزیه و تحلیل اقلام صورت‌های مالی باشد، البته نقش نوسانات بازار بورس را در دستیابی به این نتایج نمی‌توان نادیده گرفت. از طرفی محاسبه و شناسایی تاثیر

مطابق نتایج جدول متغیر جریان نقد آزاد و سود عملیاتی دوره معنادار نیست. برای آزمون معنی‌داری کلی مدل رگرسیون از آزمون والد استفاده می‌شود. در این مدل رگرسیون از آن‌جا که احتمال آماره والد ۰/۳۸٪ می‌باشد و از خطای پیش‌بینی شده‌ی ۵٪ بیشتر است، معنی‌داری کل مدل تایید نمی‌شود. باتوجه به این آزمون‌ها و آماره‌های مورد بحث، انتظارات حاصل از فرضیه سوم - فرعی دوم تحقق نمی‌یابد.

۱۳- نتیجه گیری

سود یکی از مهم‌ترین مفاهیم در دنیای پیچیده تجارت است. اهمیت سود حسابداری از چندین جهت مدنظر قرار می‌گیرد: الف) اهمیت سود در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری، ب) اهمیت سود در پیش‌بینی سودها و جریان‌های نقدی آینده و ج) اهمیت سود برای پیش‌بینی ارزش شرکت. از این رو سرمایه‌گذاران، اعتبار دهندگان و سایر استفاده‌کنندگان صورت-هایمالی برای ارزیابی توان سودآوری، خالص جریان‌های نقدی ورودی و پیش‌بینی سودهای آتی از اطلاعات منعکس در سود حسابداری استفاده می‌کنند. سودمندی اطلاعات منعکس در سود حسابداری زمانی تایید می‌شود که سود حسابداری بتواند سرمایه‌گذاران را در پیش‌بینی جریان‌های نقدی از نظر مبلغ، زمان دستیابی و میزان عدم اطمینان کمک نماید. به طور کلی استفاده‌کنندگانی که در بازار سرمایه مشارکت دارند بیشترین توجه خود را به رقم سود خالص بعنوان آخرین قلم اطلاعاتی صورت سود و زیان معطوف می‌کنند. کسب یک بازده مناسب با یک تجزیه و تحلیل دقیق امکان‌پذیر است و تکیه صرف بر رقمی مانند سود خالص مسلماً نتایج قابل قبولی برای سرمایه‌گذاران به دنبال نخواهد

پایداری متغیر خالص پرداختی به سهامداران بیش تر از متغیر خالص پرداختی به وام‌دهندگان است، به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود که از این الگو برای مبنایی به منظور قضاوت در مورد پرداخت‌های سود نقدی شرکت‌ها استفاده کنند؛ هم‌چنین به سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات مالی و تحلیل‌گران توصیه می‌شود که نتایج این پژوهش را در الگوهای تصمیم‌گیری خود لحاظ کنند.

- با توجه به نتایج آزمون فرضیه سوم پژوهش که نشان می‌دهد جزء نقدی سود بر بازده عادی و بازده غیرعادی سهام تاثیر معناداری ندارد، به سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نیز سازمان حسابرسی به عنوان مرجع تدوین‌کننده استانداردهای حسابداری، پیشنهاد می‌شود که بر الزام شرکت‌های بورس اوراق بهادار تهران به انتشار اطلاعات مالی مربوط و قابل اتکاء که توسط حسابرسان مستقل به دقت بررسی شده است، خصوصا در مورد اجزای سود عملیاتی دوره تاکید بیشتری داشته باشند، چرا که تعیین آن بخش از اطلاعات مالی که قابلیت مدیریت و دست‌کاری بیشتری دارد و تاکید بر استانداردهایی که بیشتر در معرض این موضوع هستند می‌تواند به هدف نهایی بازار سرمایه که همان تسهیم عادلانه منابع به واسطه ارزیابی مناسب است، کمک کرده و از قیمت‌گذاری غیر-واقعی سهام و در ادامه ایجاد بازده‌های غیرعادی بکاهد.

اجزای سود بر بازده غیرعادی سهام بیش از هر چیز به وجود یک بازار فعال، پرتحرک و کارا متکی هست، بازاری که معاملات سهام شرکت‌ها بی‌وقفه در آن جریان دارد و نسبت به اطلاعات حساس است و واکنش نشان می‌دهد. با توجه به نتایج بدست آمده از آزمون فرضیات، دستاورد این پژوهش اولاً به توسعه و پیشرفت دانش حسابداری کمک کرده و مورد استفاده علاقه‌مندان بازار سرمایه و فعالان این حوزه در تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاری‌هایشان می‌شود و ثانیاً، با توجه به نتایج متناقض بدست آمده با پژوهش‌های مشابه، بستری برای انجام پژوهش‌های بیشتر و آتی جهت حصول اطمینان و اعتباردهی بیشتر برای استفاده‌کنندگان از نتایج تحقیقات و تصمیم‌گیران مالی فراهم شده است.

با توجه به یافته‌های حاصل از پژوهش، پیشنهادهایی در دو بخش جداگانه به شرح زیر ارائه می‌گردد:

- با توجه به نتایج آزمون فرضیه اول پژوهش مبنی اثر بیشتر جزء تعهدی سود نسبت به جزء نقدی سود بر ثبات سود، بر به فعالان بازار سرمایه و به خصوص سرمایه‌گذاران بالقوه، پیشنهاد می‌شود که در تصمیم‌گیری درباره خرید و فروش سهام، به اجزای سود عملیاتی محاسبه شده و اجزای سود ثبت شده در سنوات قبل توجه بیشتری داشته باشند. زیرا نتایج این پژوهش موید وجود سرمایه‌گذاران ناآگاه در بورس اوراق بهادار است.

- با توجه به اینکه در آزمون فرضیه دوم این پژوهش مشخص شد که

منابع و مأخذ

- [۹] دیدار، حمزه، شعاعی عتیق، نوشین، (۱۳۹۵)، بررسی تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی بر محتوای اطلاعاتی اجزای نقدی و تعهدی سود با در نظر گرفتن سهامدار نهادی بعنوان متغیر تعدیل‌کننده، همایش ملی حسابداری ایران - دانشگاه ارومیه، ۶۵ خرداد ۱۳۹۵.
- [۱۰] سجادی، سیدحسین، تاکر، رضا، زارع زاده، محمدصادق، (۱۳۹۳)، رابطه بین اجزای نقدی و تعهدی سود با قیمت سهام، مجله دانش حسابداری، سال چهارم، شماره ۱۲، صص ۱۷۳-۱۹۲.
- [۱۱] کردستانی، غلامرضا، رودنشین، حمید، (۱۳۸۵)، بررسی میزان مربوط بودن اجزای نقدی و تعهدی سود حسابداری به ارزش بازار شرکت، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، سال سوم، شماره ۴۵، صص ۴۵-۶۸.
- [۱۲] محمدزادگان، اکبر، (۱۳۸۵)، بررسی رابطه بین قابلیت اتکای اقلام تعهدی، پایداری سود و قیمت سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه بین‌المللی امام خمینی (ره) قزوین.
- [۱۳] هاشمی، سیدعباس، ساعدی، رحمان، (۱۳۸۸)، بررسی رابطه بین سود عملیاتی و جریان‌های نقدی عملیاتی با بازده سهام با توجه به چهار عامل ثابت سود، اندازه، اهرم مالی و رشد شرکت، فصلنامه علمی دانشجویان حسابداری و مدیریت مالی، دوره ۱ سوم، شماره ۱، صص ۵۷-۸۳.
- [۱۴] همتی، حسن، پرتوی، ناصر، حبیبی، مرتضی، (۱۳۹۱)، بررسی پایداری اجزای نقدی سود، تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سال ۴، شماره ۱۵.
- [۱۵] هیئت تدوین استانداردهای حسابداری، (۱۳۷۶)، مبانی نظری حسابداری و گزارشگری مالی در ایران (نشریه ۱۱۳)، تهران: مرکز تحقیقات تخصصی حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی.
- [۱] آذر، عادل، مؤمنی، منصور، (۱۳۸۴)، آمار و کاربرد آن در مدیریت، انتشارات سمت.
- [۲] اسکات، ویلیام، (۱۳۸۸)، تئوری حسابداری مالی، ترجمه علی پارسائیان، جلد دوم، صص ۱۳۲-۱۴۵.
- [۳] اسم زاده، علی، (۱۳۸۹)، بررسی رابطه سود عملیاتی نقدی، سود عملیاتی تعهدی، جریان نقد آزاد با بازده سهام در شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد تهران مرکز.
- [۴] ای.سی، لیتلن، (۱۳۸۰)، ساختار تئوری حسابداری، ترجمه حبیب ا... تیموری، انتشارات سازمان حسابرسی، تهران.
- [۵] رضا زاده، جواد، گروسی، حبیب اله، (۱۳۹۰)، پایداری تفاضلی اجزای تعهدی و نقدی سود و پیش بینی سودآوری، بررسی‌های حسابداری و حسابرسی، شماره ۶۳، ص ۸۱ الی ۹۴.
- [۶] حسین زاده، علی حسین، احمدی نیا، سعید، (۱۳۸۸)، بررسی میزان مربوط بودن اجزای سود حسابداری و جریانهای نقدی عملیاتی با بازده سهام، فصلنامه حسابداری مالی، سال اول، شماره ۳.
- [۷] حسینی، توحید، (۱۳۹۵)، بررسی رابطه بین رشد دارایی و بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد ارومیه.
- [۸] الدن اس، هندریکسن، ون بردا، مایکل اف، (۱۳۸۵)، تئوری‌های حسابداری، ترجمه علی پارسائیان. تهران: انتشارات ترمه.

- [16] Shadi farshadfar, R., Monem, M., (2017), **Further Evidence of the Relationship between Accruals and Future Cash Flows**. Accounting & Finance.
- [17] Artikis, P.G., Papanastasopoulos, G.A., (2016), **Implications of the Cash Component of Earnings for Earnings Persistence and Stock Returns**, The British Accounting Review .
- [18] Armstrong, C.J., Core, D., Taylor, R., Verrecchia, (2011), **When Does Information Asymmetry Affect the cost of capital?**, Journal of Accounting Research VOL.49(1), pp 1-40
- [19] Callen, J., Khan, M., Lu, H., (2013), **Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Returns**, Contemporary Accounting Research,30, 269-295.
- [20] Dechow, P., Dichev, I., (2002), **The Quality of Accruals and Warnings: the Role of Accrual Estimation Errors**, The Accounting Review,77, 35-59.
- [21] Dechow, P., Richardson, S., Sloan, R., (2008), **The Persistence and Pricing of the Cash Component of Earnings**, Journal of Accounting Research 46(3): 537-566.
- [22] Dechow, P.M., Scott, A.R., Richard, G.S., (2004), **The Persistence and Pricing of The Cash Component of Earnings**.
- [23] Francis, J., Lafond, R., Olsson, P., Schipper, K., (2005), **The Market Pricing of Accruals Quality**, Journal of Accounting and Economics.
- [24] Lev, B., Li, S., Sougiannis, T., (2015), **The Usefulness of Accounting Estimates for Predicting Cash Flows and earnings** , Unpublished PhD .Dissertation, New York Universit.
- [25] McMillan, M., (2015), **The Predictive Ability and Information Content of Revenue, Operating Margin**, George Washington University, Working paper.
- [26] Scott, A., Sloan, R., Soliman, M., Tuna, I., (2005), **Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Returns**, Journal of Accounting Research, 39, PP. 437-485.
- [27] Sloan, R.G., (1996), **Do Stock Prices Fully Reflect Information in accruals and Cash Flows about Future Earnings?**, The Accounting Review, Vol.71,pp.289-315.