

## بررسی رابطه بین سهام و معیار عملکرد شرکت‌ها با استفاده از انواع سود و جریان‌ات نقدی

دکتر بهمن بنی‌مهد<sup>۱</sup>

معصومه سادات رسولی<sup>۲</sup>

تاریخ پذیرش: ۸۸/۰۶/۳۱

تاریخ دریافت: ۸۸/۰۵/۱۵

### چکیده

این تحقیق بررسی رابطه بین بازده سهام و معیار عملکرد شرکتها با استفاده از انواع سود و جریان‌ات نقدی و نیز اقلام تعهدی را نشان می‌دهد. قلمرو زمانی تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بین سالهای ۸۰ تا ۸۶ می‌باشد. در این تحقیق اطلاعات مالی ۸۹ شرکت بررسی شده است. نتایج بدست آمده در این تحقیق نشان می‌دهد که هیچ رابطه معناداری بین متغیرهای مستقل نظیر انواع سود شامل سود ناخالص، سود عملیاتی، سود قبل از کسر مالیات، سود خالص و جریان نقدی عملیاتی، جریان نقدی آزاد، اقلام تعهدی با متغیر وابسته یعنی بازده سهام وجود ندارد، که بیانگر عدم تاثیر گذاری سود های گزارش شده و نیز جریان‌ات نقدی گزارش شده بر بازده سهام است.

### واژگان کلیدی:

انواع سود، جریان نقدی عملیاتی، جریان نقدی آزاد، اقلام تعهدی، بازده سهام، معیار عملکرد، بازار سرمایه.

۱- استادیار مدعو گروه حسابداری دانشکده مدیریت دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات - نویسنده اصلی و مسئول مکاتبه

۲- دانش‌آموخته کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد علوم و تحقیقات  
m.rasouli62@gmail.com

## مقدمه

گزارشگری مالی باید اطلاعاتی به سرمایه‌گذاران، بستانکاران و سایر استفاده‌کنندگان ارائه کند تا آنها را در ارزیابی فرصت‌های سرمایه‌گذاری و اعطای اعتبار کمک نماید و نیز نسبت به تعیین مبلغ، زمان بندی و عدم اطمینان جریان‌ات نقدی آتی از قبیل سود تقسیمی یا بهره و غیره کمک کند.

در ارزیابی عملکرد و کارایی شرکت‌ها از مقیاس‌های مختلف مالی و غیر مالی استفاده می‌گردد و تاکنون مدل‌ها و الگوهای مختلفی در ارزیابی آن ارائه شده است. این شامل اندازه‌گیری دامنه وسیعی از معیارهای عملکرد شامل شماری از سودهای محاسبه شده منطبق با قوانین موجود حسابداری، شماری از سودهایی که قسمت اصلی عملکرد عملیاتی را منعکس می‌کند و معیار جریان نقدی و نیز رابطه آنها با بازده سهام که به عنوان معیار خلاصه عملکرد شرکت استفاده می‌شود، می‌گردد. هدف از این تحقیق مقایسه توانایی معیار سود گزارش شده و جریان نقدی برای انعکاس عملکرد شرکتهاست.

محققان، تدوین‌کنندگان استاندارد، تحلیل‌گران بازار و به طور کلی جامعه تجاری، توجه خاصی به این موضوع دارند که چگونه سودهای گوناگون گزارش می‌شوند و اینکه سودها و یا جریان نقدی کدام یک به عنوان معیار عملکرد شرکتها دارای محتوای اطلاعاتی بالاتر هستند.

هر چند صاحب‌نظران حسابداری سود را ملاک مناسب و بهترین برآورد از عملکرد واحد انتفاعی می‌دانند منتقدین ابراز می‌نمایند که سودهای حسابداری متأثر از تخصیص‌ها، برآوردها و مفروضات غیر واقعی است که فاقد تفسیر اقتصادی بوده و تحت تاثیر جانب‌داری‌ها و قضاوت‌های آگاهانه یا ناآگاهانه عوامل انسانی مانند مدیریت قرار می‌گیرد.

در مقابل جریان‌ات نقدی به دلیل عدم استفاده از این تخصیص‌ها و قضاوت‌ها ایرادات فوق را ندارد. وجه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد انتفاعی است. اجرای بسیاری از فعالیت‌های عملیاتی، به وجوه نقد در دسترس بستگی دارد. اهمیت وجه نقد در سنجش توان واحد انتفاعی موجب شده تا برنامه‌ریزی وجه نقد به عنوان یکی از وظایف اصلی مدیر مالی محسوب گردد.

در این تحقیق در راستای بررسی این موضوع به توانایی انواع سود ها و جریانات نقدی مختلف در ارزیابی عملکرد شرکت ها می پردازیم و از بازده سهام به عنوان شاخص عملکرد شرکت ها استفاده می شود که همبستگی متغیر ها با آن سنجیده می شود.

### مبانی نظری تحقیق

در حسابداری جهت تعیین نحوه و طرز عمل حسابداری (رویه های حسابداری) الگوها و مدل های عملی عنوان گردیده و چند الگو در این رابطه مطرح شده است. «رویکرد سودمندی در تصمیم گیری، رویکرد مبتنی بر بازار و رویکرد اقتصادی - اطلاعاتی» هر یک از رویکردهای یاد شده به ترتیب بر (۱) توان و قابلیت پیش بینی<sup>۱</sup> اطلاعات.

(۲) ارتباط و واکنش بازار به ارقام و اعداد حسابداری.

(۳) شاخص افزودنی منافع بر مخارج<sup>۲</sup> تأکید دارد [1].

امروزه یکی از مهمترین مسائل مالی شرکت ها، اندازه گیری عملکرد آنهاست. اینکه شرکتها تا چه اندازه در بالا بردن منافع سهامداران خود کوشیده اند، بانکها و مؤسسات اعتباری در اعطای تسهیلات به شرکتها چه شاخص هایی را در نظر می گیرند، مالکان شرکت ها در پرداخت پاداش به مدیران چه ابعادی را در نظر می گیرند و در نهایت اینکه مراجع دولتی با توجه به الزامات قانونی در ارتباط با شرکت ها به چه نکاتی توجه می کنند را می توان با روش های ارزیابی عملکرد شرکت ها به صورتی مناسب پاسخ داد.

### مروری بر تحقیقات پیشین

اینکه آیا سودها و جریانات نقدی انعکاسی از عملکرد شرکت می باشند و در رابطه با تصمیم گیری مربوط هستند، موضوع تحقیقات انجام شده توسط برخی محققان بوده است، با بررسی و مطالعه به عمل آمده، نتایج تحقیقات خارجی انجام شده در مورد موضوع این مقاله به شرح زیر است:

<sup>1</sup> Predictive Ability

<sup>2</sup> Cost-Benefit

بیورودکز (۱۹۷۲) تحقیقات در مورد اجزای تعهدی و نقدی سود و بررسی محتوای اطلاعاتی آنها پرداختند و نتیجه تحقیق آنها همبستگی بیشتر سود حسابداری با بازده سهام در مقایسه با جریان های نقدی عملیاتی بود. البته تعریف آنها از جریان های نقدی عملیاتی، حاصل جمع سود خالص و هزینه استهلاک بود. [۱۲]

کازی و بارتراک (۱۹۸۵) از اطلاعات جریان های نقدی جهت پیش بینی ورشکستگی استفاده نمودند و به این نتیجه رسیدند که اطلاعات جریان های نقدی حاصل از عملیات، قدرت پیش بینی بیشتری نسبت به نسبت های مرتبط با اقلام تعهدی فراهم نمی‌کنند [۱۳] ریرن (۱۹۸۶) همراهی وجه نقد حاصل از عملیات و اقلام تعهدی با بازده سهام را مورد مطالعه قراردادده است به نظر ریرن با توجه به اینکه علاقه اولیه و اصلی استفاده کنندگان متوجه ارقامی است که عملکرد موسسه را نشان می دهد و همچنین متوجه ارزیابی این نکته است که چه اطلاعاتی راجع به گردش نقدی آینده به وسیله ارقام سود تعهدی فراهم می شود، در جمع ارقام تعهدی و بازده این همراهی وجود دارد. [۱۸]

وی در تحقیق خود به این نتیجه رسید که گردش نقدی عملیاتی، تجمعی از ارقام تعهدی جاری وابسته و سازگار با مجموعه اطلاعاتی است که برای ارزش گذاری سهام استفاده می شود. در ضمن نتایج تحقیقات او قایل شدن نقشی ویژه برای ارقام تعهدی در فرایند ارزشیابی را مجاز نمی شمارد و اعتقاد ریرن در پیوند با فایده صورت گردش نقدی در ارزیابی عواملی همچون نقدینگی موسسه، انعطاف پذیری مالی و سود آوری و خطر پذیری است.

دچاو (۱۹۹۴) معتقد است که علیرغم اینکه روش حسابداری تعهدی اطلاعات مفصل تری را فراهم می کند، ولی در ارزیابی عملکرد شرکت ها اطلاعات گزارش شده توسط حسابداری تعهدی نسبت به جریانات وجوه نقد از دقت کمتری برخوردار است. همچنین معتقد است که در بسیاری از مواقع موفقیت شرکت ها بستگی به جریانات وجوه نقد دارد. بنابراین یکی از معیارهای اندازه‌گیری عملکرد می‌تواند استفاده از وجوه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی باشد [۱۵].

در تحقیقی که توسط عاشق علی (۱۹۹۴) در مورد محتوای فراینده اطلاعاتی متغیرهای سود، سرمایه در گردش حاصل از عملیات و جریان های نقدی تحقیقی انجام داد به این نتیجه رسید که طبق آزمون مدل خطی محتوای فزاینده اطلاعاتی سود بر سرمایه در گردش

حاصل از عملیات و جریانهای نقدی قابل تأیید است و طبق آزمون غیر خطی محتوای فزاینده اطلاعاتی سرمایه در گردش حاصل از عملیات بر سود و جریان های نقدی تأکید می شود. در رابطه با محتوای فزاینده اطلاعاتی وجوه نقد حاصل از عملیات بر دو متغیر دیگر به این نتیجه رسید که

الف) در حالتی که شرکتهای مورد مطالعه تغییرات ناچیزی در وجوه نقد حاصل از عملیات داشته باشند، محتوای فزاینده اطلاعاتی نسبت به سایر متغیرها مشاهده می گردد. ب) در حالت عکس، یعنی زمانی که شرکتهای مورد مطالعه تغییرات بزرگی (زیادی) در وجوه نقد حاصل از عملیات داشته باشند محتوای فزاینده اطلاعاتی نسبت به سایر متغیرها مشاهده نمی شود [۱۱].

اسلان (۱۹۹۶) با طرح این سوال که آیا قیمت سهام بازتابی از اطلاعات مربوط به نقد و تعهدات درباره سود آوری آینده است، به تبیین اهمیت جریانهای نقدی جهت ارزیابی کارایی بازار پرداخت و به این نتیجه دست یافت که تداوم عملکرد سود جاری تا حد زیادی به جریانهای وجوه وابسته است [۲۱].

اینگرام ولی (۱۹۹۷) فایده مندی روشهای اندازه گیری سود حسابداری و گردش وجوه نقد در بررسی تامین مالی، سرمایه گذاری و فعالیت های عملیاتی شرکت را مورد مطالعه قرار دادند. آنها نتیجه گرفتند که هم سود و هم گردش ناشی از عملیات وقتی که همراه با هم ارائه شود، برای بررسی عملکرد شرکت اهمیت دارند [۱۷].

چمبرز (۲۰۰۵) نشان داد که سرمایه گذاران تلاش می کنند تا پایداری ارقام تعهدی و جریان های نقدی را پیش بینی کرده ولی قادر به انعکاس آن در قیمت ها نیستند. بر این اساس در بعضی شرکت ها پایداری ارقام تعهدی بیش از واقع و برای بعضی دیگر کمتر از واقع برآورد می شود. وی این مورد را از طریق طبقه بندی شرکت ها بر حسب ارقام تعهدی و نحوه قیمت گذاری شرکت ها در هر طبقه نشان داد [۱۴].

اسکات و دیگران (۲۰۰۵) نشان دادند که ارقام تعهدی با قابلیت اتکای کمتر منجر به پایداری کمتر سود می شود. آن ها این کار را با طبقه بندی بر اساس تراز نامه انجام داده و به نتایج مشابهی دست یافتند. نتایج مشاهدات آن ها حاکی از این بود که به علت عدم پیش بینی کامل سرمایه گذاران، نوعی قیمت گذاری غیر واقعی در مورد سهام و اوراق بهادار شرکت ها اتفاق می افتد [۲۲].

تحقیق دیگری توسط ون گیولی، هاین، ریون لی هاوی (۲۰۰۸) صورت گرفت که به مقایسه پیش بینی های تحلیل گران در مورد جریانات نقدی در مقایسه با سود پرداخت، نتایج این تحقیقات نشان می دهد که پیش بینی های جریان نقدی دقت کمتری نسبت به پیش بینی های سود دارد. آن ها بیان می دارند که پیش بینی های جریان نقدی تحلیل گران نسبت به پیش بینی های سود اطلاعات محدودی را در رابطه با تغییرات مورد انتظار سرمایه در گردش فراهم می کند. آنها همچنین دریافتند که پیش بینی های تحلیل گران از جریانات نقدی دارای محتوای اطلاعاتی محدود هستند و دارای رابطه ضعیفی با بازده سهام می باشند.

نتایج تحقیقات آنها نشان داد که برآورد اقلام تعهدی در شناسایی بهتر مدیریت سود در تفاوت پیش بینی های جریانات نقدی و پیش بینی های سود تاثیری ندارد آن ها دریافتند که پیش بینی های جریان نقدی به طور قابل توجهی از کیفیت پایینتری نسبت به پیش بینی سود برخوردارند و کیفیت پایین این پیش بینی ها مربوط به قسمتی از کیفیت اطلاعات حاضر است [۲۰]

در تحقیقی که توسط راجیو و همکاران (۲۰۰۹) صورت گرفت در مورد دو نقش ارزش گذاری و معیار عملکرد که سود و جریات نقدی دارند بررسی صورت گرفت آنها به بررسی تاثیرگذاری ارقام سود و جریانات نقدی در قراردادهای و نیز نقش معیار عملکردی سود و جریانات نقدی پرداختند و به این نتیجه رسیدند که تاثیر گذاری ارقام سود و جریانات نقدی نقش اساسی در استفاده آنها در ارزیابی عملکرد ایفا می کند [۱۹].

در تحقیقی که توسط گولد، گولزار رامال (۲۰۰۹) صورت گرفت تاثیر گذاری ارقام در ارزیابی رابطه بین سودهای حسابداری گزارش شده شرکت های پذیرفته شده در بورس و ارزش حقوق صاحبان سهام بررسی شد نتایج تحقیقات آنها نشان داد که انتخاب مدل تاثیر مهمی روی ارزیابی تاثیر گذاری ارقام و کیفیت اطلاعات حسابداری دارد تحقیقات آنها بیان می دارند که تاثیرگذاری پایین ارقام، نتیجه بازار ناکارآمد، کیفیت پایین عملیات حسابداری و برخی عوامل دیگر است. این مسئله بیان می دارد تئوری موجود توان توضیحی پایینی دارد.

نتایج تحقیقات آن ها نشان داد که رابطه ضعیف بین ارقام حسابداری و ارزش های بازار منجر به رابطه ضعیف و کیفیت پایین ارقام حسابداری نمی شود [۱۶].

در ایران نیز چندین تحقیق در رابطه با سود، جریان نقدی، بازده صورت گرفته که به شرح زیر می باشد:

عرب مازار یزدی (۱۳۷۳)، محتوای اطلاعاتی جریان های نقدی و تعهدی را طی سالهای ۱۳۷۱-۱۳۷۲ با استفاده از مدل های اقتصاد سنجی و رگرسیون چند متغیره و اطلاعات ۴۰ شرکت بررسی نموده است. سود و سرمایه در گردش حاصل از عملیات به عنوان اجزای تعهدی و جریان های نقدی حاصل از عملیات به عنوان اجزای نقدی در نظر گرفته شده اند و آزمون فرضیه ها با روش های مبتنی بر بازده بازار و روش های مبتنی بر بررسی همبستگی داده های حسابداری انجام شده است. نتایج حاصل بر وجود محتوای فزاینده اطلاعاتی اجزای تعهدی و عدم وجود محتوای فزاینده اطلاعات جریان های نقدی با استفاده از متغیر وابسته بازده غیر نرمال انباشته دلالت دارد [۹].

شیخی (۱۳۷۴) به مطالعه رابطه بین اطلاعات حسابداری و ارزش بازار سهام عادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته و از چهار بعد به این بررسی اشاره دارد. اطلاعات ترازنامه و تأثیر آنها بر ارزش بازار سهام در بازار، اطلاعات صورت سود و زیان و تأثیر آنها بر ارزش سهام در بازار، مقایسه رابطه بین اطلاعات ریز منعکس در صورت سود و زیان و ترازنامه در برابر اقلام نهایی صورت سود و زیان و ترازنامه، میزان ارتباط اطلاعات حسابداری با ارزش بازار سهام در فواصل زمانی مختلف نتیجه این تحقیق مبنی بر عدم ارتباط معنی داری بین اطلاعات مندرج در ترازنامه و صورت سود و زیان با ارزش بازار سهام است و به طور ضمنی بیانگر عدم توجه سرمایه گذاران به اطلاعات مندرج در صورتهای مالی به واسطه دور بودن این اقلام با واقعیت های حاکم بر اقتصاد جامعه و همچنین غیر کارا بودن بورس اوراق بهادار تهران است [۷].

حسامی (۱۳۷۸) به بررسی رابطه بین سود حسابداری و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره ۵ ساله برای ۴۶ شرکت اشاره دارد. بازده سهام به عنوان متغیر وابسته و نسبت درآمد هر سهم به قیمت سهم در اول دوره و نسبت تغییرات درآمد هر سهم نسبت به دوره قبل تقسیم بر قیمت هر سهم در اول دوره به عنوان متغیر مستقل منظور شده است. نتایج بدست آمده حاکی از وجود رابطه معنی داری بین متغیر های مستقل و بازده سهام است که در بین متغیر های مستقل نسبت درآمد هر سهم به قیمت سهم در اول دوره دارای همبستگی بیشتری است [۱۳].

بابائیان (۱۳۷۹) بررسی تحلیل پیوند بین تغییرات ارقام تراز نامه با تغییرات بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام داده است در این تحقیق ارقام ترازنامه به عنوان متغیر مستقل انتخاب شده‌اند و عبارتند از: تغییرات دارایی‌های جاری، تغییرات دارایی های بلند مدت، تغییرات بدهی‌های جاری، تغییرات بدهی‌های بلند مدت و تغییرات ارزش ویژه. نتیجه تحقیق انجام شده، حاکی از آن است که در سطح اطمینان ۹۵ درصد هیچ‌گونه پیوند معنی داری بین تغییرات نرخ بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار برای دوره زمانی ۱۳۷۲ تا ۱۳۷۷ و تغییرات ارقام ترازنامه وجود ندارد [۲].

دستگیر و خداینده تحقیقی (۱۳۸۱) با عنوان بررسی ارتباط بین اجزای اصلی صورت گردش وجوه نقد با تغییرات بازده سهام انجام دادند که فرضیه اصلی آن روابط بین تغییرات اجزای اصلی صورت گردش وجوه نقد با تغییرات بازده سهام را مورد رسیدگی قرار می دهد. آزمون فرضیه نشان می‌دهد که فرضیه اصلی در کلیه سال ها، به غیر از سال ۱۳۷۹ تایید نگردیده و یا در سطح ضعیف تایید گردیده است. بررسی اجزای گردش‌های نقدی نشان می‌دهد که دلایل اصلی عدم تایید فرضیات، ناشی از ختنی شدن اثرات اجزا توسط یکدیگر بوده است [۵].

در تحقیق دیگری که توسط محمودی خوشرو (۱۳۸۲)، تحت عنوان "بررسی رابطه بین تغییرات ارقام صورت جریان نقدی با تغییرات بازده سهام" صورت گرفت، محقق با بررسی این موضوع که آیا با استفاده از تغییرات ارقام صورت جریان نقدی می‌توان تغییرات بازده را پیش بینی کرد؟ نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که دلایل عدم کارایی بازار اوراق بهادار نمی‌توان بررسی اطلاعاتی که از جانب شرکت‌های پذیرفته شده در این سازمان صادر می‌شود، انکا نمود. چون اطلاعات صادره نمی‌تواند تاثیر خود را بر روی قیمت و بازده سهام این شرکت ها بگذارد [۱۰].

خواجهوی و ناظمی (۱۳۸۴) در تحقیقی تحت عنوان بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تاکید بر نقش ارقام تعهدی به بررسی این موضوع پرداختند که آیا ارقام تعهدی نقش قابل ملاحظه‌ای در عکس‌العمل بازار به اطلاعات سود شرکت‌ها دارند. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که میانگین بازده سهام شرکت ها، تحت تاثیر میزان ارقام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار نمی‌گیرد. به عبارت دیگر نمی‌توان پذیرفت که بین میانگین



بازده سهام شرکت‌هایی که ارقام تعهدی آنها به کمترین و بیشترین میزان گزارش می‌شود، اختلاف معنی‌داری وجود دارد [۱۴].  
لذا با توجه به تحقیقات فوق فرضیه‌های زیر تدوین می‌شود:

#### فرضیه‌های تحقیق

فرضیه‌های اصلی تحقیق عبارت است از:

۱. بین بازده سهام و انواع سود رابطه معنی‌دار وجود ندارد.
۲. بین بازده سهام و جریان نقدی عملیاتی رابطه معنی‌دار وجود ندارد.
۳. بین بازده سهام و جریان نقدی آزاد رابطه معنی‌دار وجود ندارد.
۴. بین بازده سهام و اقلام تعهدی رابطه معنی‌دار وجود ندارد.

#### فرضیه‌های فرعی

۱. بین بازده سهام و سود ناخالص رابطه معنی‌دار وجود ندارد.
۲. بین بازده سهام و سود قبل از مالیات رابطه معنی‌دار وجود ندارد.
۳. بین بازده سهام و سود عملیاتی رابطه معنی‌دار وجود ندارد.
۴. بین بازده سهام و سود خالص رابطه معنی‌دار وجود ندارد.

#### روش تحقیق

این تحقیق از نوع همبستگی است. روش همبستگی برای دو هدف عمده به کار می‌رود.

۱. کشف همبستگی بین متغیرها

۲. پیش‌بینی یک متغیر از روی یک یا چند متغیر دیگر [۶].

تحقیقات همبستگی شامل کلیه تحقیقاتی است که در آن‌ها سعی می‌شود رابطه بین متغیرهای مختلف با استفاده از ضرایب همبستگی، کشف شود. هدف روش تحقیق همبستگی، مطالعه حدود تغییرات یک یا چند متغیر با حدود تغییرات یک یا چند متغیر دیگر است.

## جامعه آماری

جامعه آماری مورد بررسی شامل ۸۹ شرکت از بین صنایع مختلف شرکت‌های پذیرفته شده در بازار بورس می‌باشد. قلمرو زمانی تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس بین سال‌های ۸۰ تا ۸۶ می‌باشد.

## متغیرهای تحقیق

متغیرهای تحقیق شامل متغیرهای مستقل سود(زیان) ناخالص، سود(زیان) عملیاتی، سود (زیان) قبل از کسر مالیات، سود (زیان) خالص، جریان نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی، جریان نقدی آزاد<sup>۱</sup>، اقلام تعهدی<sup>۲</sup> و متغیر وابسته بازده سهام می‌باشد. به غیر از جریان نقدی آزاد و اقلام تعهدی که محاسبه شده اند بقیه متغیرهای مستقل مستقیماً از صورت سود و زیان و صورت جریان وجوه نقد بدست آمده اند. جریان نقدی آزاد شامل جریان نقدی عملیاتی منهای مخارج سرمایه‌ای و نیز سود سهام پرداختی می‌باشد. اقلام تعهدی همان تغییرات سرمایه در گردش به غیر از تغییرات وجه نقد است. اقلام تعهدی اقلامی هستند که اثر نقدی ندارند نظیر حسابهای دریافتنی، حسابهای پرداختنی و استهلاک. تفاوت بین سود نقدی و سود تعهدی در اقلام تعهدی است. اقلام تعهدی را می‌توان از تفاوت سود عملیاتی و جریان نقدی عملیاتی محاسبه کرد.

## روش‌های آزمون فرضیات تحقیق

در تحقیق حاضر آماره‌های توصیفی از جمله میانگین، میانه، واریانس، چولگی، کشیدگی برای هر دو نوع از متغیرها محاسبه شده است. این شاخص‌ها توزیع آماری این متغیرها را به خوبی نشان می‌دهد. همچنین پیش فرضهای رگرسیونی از جمله وجود نقاط پرت، توزیع نرمال برای متغیر وابسته، همسانی واریانس و عدم خود همبستگی با استفاده از آزمون‌های مناسب کنترل شده است. داده‌های این تحقیق شامل سودهای گوناگون و نیز جریان‌ات نقدی و اقلام تعهدی به عنوان متغیرهای مستقل و بازده سهام به عنوان متغیر

<sup>1</sup> Cash flow

<sup>2</sup> Accrual

وابسته در نظر گرفته شده است. برای محاسبات آماری و برآوردها از نرم افزارهای SPSS استفاده شده است.

### نتایج آزمون فرضیات

به منظور بررسی پیوند خطی معنادار و مشخص نمودن میزان تاثیر متغیر های مستقل از آزمون تحلیل واریانس (آماره F) و ضریب R2 استفاده شده است. به منظور نرمال بودن متغیر وابسته از لگاریتم بازده سهام استفاده شده است. ابتدا باید معنی دار بودن مدل ها بررسی شود.

### نتیجه آزمون فرضیه اول:

#### فرضیه های فرعی

در این بخش ابتدا به تحلیل تک متغیره مدلها پرداخته شده است:

#### مدل اول:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \varepsilon_{it}$$

متغیر مستقل سود ناخالص و متغیر وابسته لگاریتم بازده سهام می باشد.

فرض صفر و فرض مقابل در این مدل به صورت زیر است:

$$\begin{cases} H_0 : & \text{مدل معنی دار نیست} \\ H_1 : & \text{مدل معنی دار است} \end{cases}$$

جدول ۱

t-Statistic C	t-Statistic X1	R-squared	Prob(F-statistic)	
-0.1253	-0.0693	0.0000	0.9275	فرضیه فرعی اول

مقادیر F و R2 بدست آمده در مدل اول نشان می دهد که رابطه معناداری بین متغیر مستقل و متغیر وابسته وجود ندارد یعنی بین سود ناخالص و بازده سهام همبستگی وجود ندارد.

## مدل دوم:

مدل دوم به صورت زیر است:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \varepsilon_{it}$$

$$\begin{cases} H_0 : & \text{مدل معنی دار نیست} \\ H_1 : & \text{مدل معنی دار است} \end{cases}$$

جدول ۲

t-Statistic C	t-Statistic X2	R-squared	Prob(F-statistic)	
0.1295	-0.3762	0.0004	0.6095	فرضیه فرعی دوم

باتوجه به جدول شماره ۲ مقدار سطح معنی داری  $F$  برابر با ۰/۶۰۹۵ و میزان  $R^2$  یا ضریب تعیین که برای بیان میزان شدت ارتباط مناسب است، عدد ۰/۰۰۰۴ بسیار نزدیک به صفر است، این حاکی از عدم معنی داری است. همانطوری که در جدول مشاهده می‌شود مقادیر  $t_{B0} = ۰/۱۲۹۵$  و  $t_B = -۰/۳۷۶۲$  به دست آمده است که در ناحیه عدم رد فرضیه صفر قرار می‌گیرد.

نتایج تجزیه و تحلیل‌ها نشان می‌دهد که متغیر مدل دوم یعنی سود عملیاتی با متغیر وابسته یعنی بازده سهام، همبستگی ندارد.

## مدل سوم:

مقدار سطح معنی داری  $F$  نیز برابر با ۰/۷۸۴۱ به دست آمده است و چون کمتر از ۰/۰۵ نیست بنابراین فرضیه صفر رد نمی‌شود و یعنی مدل معنی دار نیست. میزان  $R^2$ ، عدد ۰/۰۰۰۱ است که بسیار نزدیک به صفر است، که نشان از عدم معنی داری هستند. فرض صفر و فرض مقابل برای برآورد پارامترها به صورت زیر است:

$$\begin{cases} H_0 : \beta_3 = 0 \\ H_1 : \beta_3 \neq 0 \end{cases} \quad \begin{cases} H_0 : \beta_0 = 0 \\ H_1 : \beta_0 \neq 0 \end{cases}$$

جدول ۳

t-Statistic C	t-Statistic X3	R-squared	Prob(F- statistic)	
-0.0659	-0.2368	0.0001	0.7841	فرضیه فرعی سوم

نتایج تجزیه و تحلیل ها نشان می دهد که متغیر مدل سوم یعنی سود قبل از مالیات با متغیر وابسته یعنی لگاریتم بازده سهام، همبستگی ندارد.

مدل چهارم:

مقادیر  $F$  و  $R^2$  بدست آمده در جدول شماره ۴ نشان می دهد که رابطه معناداری بین متغیر مستقل و متغیر وابسته وجود ندارد. یعنی بین سود خالص و بازده سهام همبستگی وجود ندارد.

جدول ۴

t-Statistic C	t-Statistic X4	R-squared	Prob(F- statistic)	
-0.1288	-0.1578	0.0001	0.8499	فرضیه فرعی چهارم

با توجه به عدم رد ۴ فرضیه فرعی، فرضیه اصلی اول نیز رد نمی شود.

نتیجه آزمون فرضیه دوم:

مقدار سطح معنی داری  $F$  در جدول شماره ۵ برابر با  $0/8348$  و میزان  $R^2$  یا ضریب تعیین عدد  $0/0001$  بسیار نزدیک به صفر است، این حاکی از عدم معنی داری هستند. مقادیر  $t_{B0}$  و  $t_{B2}$  به دست آمده نشان می دهد که در ناحیه عدم رد فرضیه صفر قرار می گیرد.

جدول ۵

t-Statistic C	t-Statistic X2	R-squared	Prob(F- statistic)	
-0.2036	-0.1883	0.0001	0.8348	فرضیه دوم

نتایج تجزیه و تحلیل‌ها نشان می‌دهد که متغیر مستقل یعنی جریان نقدی عملیاتی با متغیر وابسته یعنی بازده سهام، همبستگی ندارد.

نتیجه آزمون فرضیه سوم:

مدل فرضیه سوم به صورت زیر بیان می‌شود:

$$y_{it} = \beta_0 + \beta_3 X_3 + \varepsilon_{it}$$

مقادیر  $R^2$  و  $F$  بدست آمده در مدل نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین متغیر مستقل و متغیر وابسته وجود ندارد.

جدول ۶

t-Statistic C	t-Statistic X3	R-squared	Prob(F- statistic)	
-1.1543	-1.2523	0.0031	0.1688	فرضیه سوم

پس مدل معنی دار نیست زیرا عرض از مبدا مدل و شیب خط معنی دار نیست. نتایج تجزیه و تحلیل‌ها نشان می‌دهد که متغیر جریان نقدی آزاد متغیر وابسته یعنی لگاریتم بازده سهام، همبستگی ندارد.

نتیجه آزمون فرضیه چهارم

در فرضیه چهارم متغیر مستقل اقلام تعهدی و متغیر وابسته لگاریتم بازده سهام می‌باشد. مقادیر  $R^2$  و  $F$  بدست آمده در مدل نشان می‌دهد که رابطه معناداری بین متغیر مستقل و متغیر وابسته وجود ندارد.

برای برآورد پارامترهای مدل به صورت زیر عمل می‌کنیم:

$$\begin{cases} H_0 : \beta_0 = 0 \\ H_1 : \beta_0 \neq 0 \end{cases} \quad \begin{cases} H_0 : \beta_4 = 0 \\ H_1 : \beta_4 \neq 0 \end{cases}$$

جدول ۷

t-Statistic C	t-Statistic X4	R-squared	Prob(F- statistic)	
-0.7009	0.1567	0.0000	0.9123	فرضیه چهارم

نتایج تجزیه و تحلیل ها نشان می دهد که متغیر اقلام تعهدی با متغیر وابسته یعنی لگاریتم بازده سهام ، همبستگی ندارد.

### نتیجه گیری و بحث

سنجش عملکرد شرکت ها موضوعی است که بسیاری از سرمایه گذاران خواهان معیاری برای اندازه گیری آن هستند. باتوجه به اینکه سرمایه گذاران از روند قیمت ها برای خرید یا فروش سهام خود استفاده می کنند بنابراین بازده سهام شرکت ها معیار مناسبی است. اینکه سود و یا جریان نقدی همبستگی با بازده سهام دارد در این تحقیق بررسی شد. نتایج تحقیق عدم همبستگی بین انواع مختلف از سود ها و جریان نقدی را با بازده سهام نشان می دهد. این مسئله بیانگر این است که در ایران سرمایه گذاران برای خرید و یا فروش سهام خود به اطلاعات مالی شرکت ها که در صورت های مالی آن مشخص است توجه نمی کنند.

عدم کارایی بازار سرمایه در ایران نشان می دهد که سرمایه گذاران با توجه به عوامل دیگری غیر از استفاده از صورتهای مالی اقدام به خرید و فروش سهام می کنند. سود حسابداری به دلیل رعایت اصل بهای تاریخی و اصل تحقق درآمد و تحمل هزینه، قادر به شناسایی افزایش تحقق یافته ناشی از نگهداری دارایی ها در یک دوره زمانی نمی باشد که این امر، نارسایی اطلاعات ارائه شده را به دنبال دارد و از افشای اطلاعات مفید، جلوگیری می کند.

وجود روشهای مختلف اندازه گیری برای محاسبه بهای تمام شده و روش های متعدد تخصیص هزینه ها، ویژگی قابل مقایسه بودن صورتهای مالی مبتنی بر بهای تاریخی را با مشکل مواجه می سازد. برخی مدیران به دنبال یک سری اهداف خاص هستند، برای رسیدن به این اهداف خاص، از طریق انتخاب خط مشی حسابداری سود را مدیریت می کنند. مدیران ریسک گریز ترجیح می دهند تا همواره حداقلی از پاداش را دریافت کنند، بنابراین سود را هموار سازی می کنند. به عبارت دیگر آنها نمی خواهند زیان وجود داشته باشد، سود را در حد یک میانگین از پیش تعیین شده حفظ می کنند. بسیاری از سرمایه گذاران اعتقاد دارند به دلیل اینکه سود را میتوان مدیریت کرد یا آن را هموار سازی کرد نمی تواند معیار قابل قبولی برای سنجش عملکرد شرکت ها باشد.

آن چه که مشخص است با توجه به تغییرات مختلف اقتصادی، اجتماعی و سیاسی در این زمینه تغییرات قیمت و به تبع آن خرید و فروش سهام شرکت‌ها توسط سرمایه‌گذاران صورت می‌گیرد.

رویه‌ها و استانداردهای حسابداری در ایران در حال شکل‌گیری است. هم‌چنین سیستم‌های بازارها و گزارش‌گری مالی نسبتاً نوپا هستند. برخی منتقدین این بحث را مطرح می‌کنند که اطلاعات حسابداری در بازارهای جوانی مانند ایران برای سرمایه‌گذاران قابل اتکا و مفید نیست.

تحقیقات انجام شده در بازار بورس اوراق بهادار تهران، عدم کارایی بازار در هر سه سطح ضعیف، نیمه قوی و قوی را گزارش می‌دهند. اما با گسترش بازار بورس منطقه‌ای در شهرستان‌ها و بهبود سیستم‌های اطلاعاتی، به ویژه اطلاعات حسابداری، بازار بورس اوراق بهادار تهران به سمت کارایی در حرکت است. این حرکت، در حال حاضر، از نظر آماری با اهمیت معنی‌دار نیست. نتایج این تحقیق عدم همبستگی بین انواع سود و جریان نقدی را با بازده سهام نشان می‌دهد که بیانگر عدم تاثیر گذاری سودهای گزارش شده و نیز جریان‌ات نقدی گزارش شده بر بازده سهام است.

#### پیشنهادات تحقیق مبتنی بر فرضیات

• با توجه به تایید فرضیه اول، دوم، سوم و چهارم مبنی بر عدم معناداری رابطه انواع سود، جریان نقدی عملیاتی، جریان نقدی آزاد و اقلام تعهدی با بازده سهام پیشنهاد می‌شود سرمایه‌گذاران برای اتخاذ تصمیمات خود تنها این معیارها را در نظر نگرفته و هم‌زمان به چندین معیار عملکرد توجه کنند و این معیارها همراه دیگر شاخص‌ها بررسی شود.

#### پیشنهادات فرعی

○ با توجه به شرایط بی‌ثبات بازار مالی در ایران بسیاری از استفاده‌کنندگان از اطلاعات صورتهای مالی به دلیل اینکه به موقع در دست‌رسان قرار نمی‌گیرد استفاده نمی‌کنند و با توجه به اطلاعات و اخبار بدست آمده از سایر منابع اقدام به تصمیم‌گیری می‌کنند لذا پیشنهاد می‌شود اطلاعات با جزئیات و زمان مناسب‌تری در اختیار استفاده‌کنندگان قرار گیرد.



○ باتوجه به تایید فرضیه های تحقیق به نظر می رسد سنجش عملکرد بنگاه بر مبنای رویکرد سنتی نظیر سود و جریانان نقدی به دلیل محدودیت های ذاتی و ناهماهنگی با شرایط نوین اقتصادی، نبود انعطاف پذیری جهت تطبیق با شرایط محیطی در حال تغییر، بی توجهی به شاخص های غیر مالی نمی تواند مقیاس خوبی برای ارزیابی باشد. پیشنهاد می شود عملکرد شرکت ها با توجه به شاخص های مالی و غیر مالی نظیر مفاهیم مشتری مداری، داشتن سهم از بازار به طور مستمر، افزایش توانایی های نیروی انسانی که به خلق ارزش پایدار کمک می کند بررسی گردد و بر اساس آن تصمیم گیری شود [۸].

### پیشنهادات برای تحقیقات آتی

- بررسی رابطه انواع سود و جریانان نقدی با قیمت سهام
- بررسی تاثیر نوع صنعت و سایر ویژگی های منحصر به فرد شرکت ها اعم از ساختار مالکیت و نیز نسبت های مالی و چرخه های عملیاتی
- بررسی رابطه بازده سهام با معیارهایی از ترازنامه نظیر نسبت بازده دارایی ها و بازده حقوق صاحبان سهام و نسبت سود باقیمانده
- بررسی بازده سهام با معیار های عملکرد غیر مالی نظیر عملکرد زیست محیطی

### منابع و مأخذ

- (۱) بلکویی، احمد. تئوری های حسابداری (ترجمه علی پارسائیان). تهران. دفتر پژوهش های فرهنگی
- (۲) بابائیان، علی. بررسی تحلیل ارتباط بین تغییرات اقلام ترازنامه با تغییرات بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه شهید بهشتی. (۱۳۷۹)
- (۳) حسامی، علی " بررسی تحلیلی ارتباط بین سود حسابداری با بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شهید بهشتی: دانشکده علوم اداری. ۱۳۷۸.

- ۴) خواجوی،شکراله و امین ناظمی "بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تاکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۴۰، تابستان ۱۳۸۴.
- ۵) دستگیر، محسن و رامین خداپنده "بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت گردش وجوه نقد با بازده سهام"، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، شماره ۳۸، بهار ۱۳۸۲.
- ۶) دلاور، علیمبانی نظری و عملی تحقیق در علوم انسانی و اجتماعی". چاپ سوم تهران. انتشارات رشد. (۱۳۸۳)
- ۷) شیخی، حسین. "بررسی اثر بخشی اطلاعات حسابداری در تعیین ارزش سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد. دانشگاه شهید بهشتی. دانشکده علوم اداری. ۱۳۷۴
- ۸) صمدی لرگانی، محمود. "بررسی مقایسه ای شاخص های سنتی و نوین سنجش عملکرد". مجله حسابداری. شماره ۱۹۴. ۱۳۸۷.
- ۹) عرب مازار یزدی، محمد. "محتوای افزایش یافته اطلاعاتی گردش های نقدی تعهدی" ، پایان نامه دکتری، دانشگاه تهران (۱۳۷۴)
- ۱۰) محمودی خوشرو، "بررسی بین تغییرات اقلام صورت جریان نقدی با تغییرات بازده سهام"، پایان نامه کارشناسی ارشد ۱۳۸۲
- 11) Ashiq, A. "The incremental information content of earning, working capital from operations, and cash flow. Journal of Accounting Research 32. 1994
- 12) Beaver, w. and R, Dukes. 1972. "The time series behavior of earnings. ". 1972
- 13) Casy, c. and N, Bartczak. "Using operating cash flow data to predict financial distress: some extensions ". Journal of Accounting Research. 1985
- 14) Chambers, D. "Earnings persistence and the accrual anomaly 2005". [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com)
- 15) Dechow, p. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. Journal of Accounting and Economics 18: 3-42, 1994
- 16) Gould, Gulzar Rammal, The value relevance of accountings reports. , 2009

- 17) Ingram, W.Robert and Lee, T."Information provided by accrual and cash flow measures of operating activities.ABCUS, 33, and 1997.
- 18) Rayburn,J.The Association of operating Cash Flow and Accrual with security Returns. . Journal of Accounting Research 24:112-133, 1986
- 19) Rajiv D.Banker, Rong Huang, And Ramachandran Natarjan. Journal of Accounting Research. 2009
- 20) Reuven Lehavy ,Carla Hayn ,Dan Givoly ."The quality of analaysts'cash flow forecasts, (2008)
- 21) Sloan,R.G..Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? Accounting Review. 1996
- 22) Scott,A.R.Sloan,soliman and Tuna."Accrual reliability,earnings persistence and stock returns." Journal of Accounting Research,39,437-485. 2005