

## رابطه سودهای مختلف و جریانات نقدی با بازده سهام

محسن صالحیون

کارشناسی ارشد حسابداری، دانشگاه علامه طباطبائی، تهران، ایران.  
salehioon.m@entekhabgroup.com

### چکیده

در این تحقیق به بررسی رابطه بین اقلام صورت سود و زیان و بازده سهام شرکت‌ها پرداخته و آن را با رابطه اقلام صورت گردش وجوه نقد و بازده سهام مقایسه می‌کنیم. متغیر وابسته بازده سهام می‌باشد که عبارت از بازده ناشی از خرید و نگهداری سهام شرکت در یک دوره زمانی یک ساله که چهار ماه بعد از آغاز سال مالی شروع می‌گردد می‌باشد. متغیرهای مستقل عبارتند از: سود قبل از مالیات و بهره هر سهم، سودخالص بعد از مالیات و قبل از اقلام غیر مترقبه هر سهم، سود خالص بعد از مالیات هر سهم، جریان‌های نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی هر سهم، جریان‌های نقد ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری هر سهم، جریان‌های نقد ناشی از فعالیت‌های تامین مالی هر سهم، جریان‌های نقد ناشی از مالیات بر درآمد هر سهم، جریان‌های نقد ناشی از بازده سرمایه‌گذاری‌ها و سود پرداختی بابت تامین مالی هر سهم و کل جریان‌های نقدی هر سهم. قلمرو مکانی تحقیق شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد و قلمرو زمانی تحقیق سال‌های ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۰ می‌باشد. برای آزمون فرضیات تحقیق از روش رگرسیون استفاده شده است. یافته‌های پژوهش بیانگر این است که همبستگی سودهای مختلف با بازده سهام نسبت به همبستگی بخش‌های مختلف صورت گردش وجوه نقد با بازده سهام بیشتر می‌باشد. در فرضیه دوم پیش‌بینی می‌شد که میزان همبستگی بین بازده سهام و سودهای گوناگون با افزایش اقلام تعهدی یا معوق نسبت به همبستگی جریانات نقدی با بازده سهام افزایش می‌یابد که این موضوع مورد تایید قرار نگرفت.

**واژگان کلیدی:** بازده سهام، سودهای مختلف، جریانات نقدی.

### مقدمه

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، لیکن مدل و الگوی غالبی تاکنون در این زمینه ارائه نگردیده است. اگرچه صاحب نظران حسابداری، سود را ملاک مناسب و بهترین برآورد از عملکرد موسسه می‌دانند منتقدین ابراز می‌نمایند که سودهای حسابداری متأثر از تخصیص‌ها، برآوردها و مفروضات غیرواقعی 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 ندارند. علیرغم این هنوز سود حسابداری بعنوان شاخص عملکرد شرکت مورد توجه تدوین کنندگان استانداردهای حسابداری است و بعنوان شاخص برتری از عملکرد شرکت

نسبت به جریانات نقدی در چارچوب نظری این هیات معرفی شده و به جریانات نقدی بعنوان اطلاعات مکمل نگریسته می شود (ثقفی، ۱۳۷۲). در زیر به تشریح دیدگاه هیات تدوین استانداردهای حسابداری می پردازیم. گزارشگری مالی می باید اطلاعاتی به سرمایه گذاران، بستنکاران و سایر استفاده کنندگان ارائه کند تا آنها را در ارزیابی فرصتهای سرمایه گذاری و اعطای اعتبار کمک نماید و نیز نسبت به تعیین مبلغ، زمانبندی و عدم اطمینان جریانات نقدی آتی از قبیل سود تقسیمی یا بهره و غیره کمک نماید. دیدگاه هیات بر آن است که تمرکز اصلی گزارشگری مالی می باید بر ارائه سود و اجزای آن باشد زیرا دریافته و پرداختهای نقدی کوتاه مدت نمی تواند موفقیت یک شرکت را ارزیابی نماید و تاثیرات بین دوره ای را لحاظ کند لذا سود و اجزای آن شاخص بهتری در ارزیابی عملکرد شرکت نسبت به جریانات نقدی می باشد (ججهانخانی و پارسایان، ۱۳۷۴).

سرمایه گذاران هنگام سرمایه گذاری در سهام عادی باید بررسی های وسیعی را انجام دهند. به عبارت دیگر باید عوامل زیادی را هنگام سرمایه گذاری مد نظر قرار دهند، زیرا نقدترین دارایی خود را به سهام عادی تبدیل می کنند. این امر خصوصاً در بازارهای بورسی که کارایی ندارند و یا کارایی آنها در سطح ضعیف است، اهمیت بیشتری پیدا می کند، در اینگونه بازارها سرمایه گذاران باید با بررسی اطلاعات مختلف منتشر شده در مورد سهام یک شرکت به تصمیم گیری در مورد خرید یا عدم خرید آن سهم بپردازند که بیشترین اطلاعات شرکت ها، در صورت های مالی آن ها گنجانده می شود. سرمایه گذاران به دنبال پیش بینی بازده سهام شرکت ها می باشند، از طرفی شرکت ها صورت های مالی مختلفی از جمله صورت سود و زیان و صورت گردش وجوه نقد ارائه می کنند که این صورت های مالی می توانند مبنایی برای ارزیابی عملکرد شرکت باشند (فرقاندوست حقیقی و وفادار، ۱۳۷۶).

کدامیک از این صورت های مالی می تواند کمک بهتری به سرمایه گذاران جهت تصمیم گیری بنماید؟ طبق مفاهیم نظری حسابداری و گزارشگری مالی، سود و اجزای آن در حسابداری تعهدی شاخص بهتری از عملکرد شرکت نسبت به جریانات نقدی می باشد و توانایی پیش بینی آن با افزایش ارقام تعهدی ارتقا می یابد و نقش مهمی در توضیح و بازتاب عملکرد شرکت دارد به هر حال قدرت توضیحی جریانات نقدی بدلیل مشکلاتی از قبیل زمان بندی و تطابق زمانی ضعیف می باشد. از طرفی چنانچه ارقام تعهدی و معوق یک شرکت ناچیز باشد و یا میزان ارقام تعهدی و معوق کاهنده سود به میزان ارقام تعهدی و معوق افزاینده سود نزدیک باشد، قدرت توضیحی ارقام صورت سود و زیان و ارقام صورت گردش وجوه نقد به یکدیگر نزدیک می شود. در این پژوهش سعی بر این است که ارتباط ارقام این صورت های مالی با بازده سهام بررسی شود و این ارتباط را در صورت تغییر میزان ارقام تعهدی و معوق نیز بسنجیم.

## اهمیت و ضرورت پژوهش

سود در ادبیات حسابداری همیشه بعنوان بهترین متغیر ارزیابی کننده عملکرد شرکت مطرح بوده و در تدوین مبنای نظری حسابداری نیز به آن اشاره شده است. با بروز ورشکستگی ناگهانی شرکتهای سودآور و عدم توانایی در بازپرداخت اصل و بهره وام و تقسیم سود، اعتبار پیش بینی این متغیر مورد تردید قرار گرفته است و تحقیقات متعددی در جهت جایگزین نمودن یا ارتقاء این متغیر به منظور پیش بینی عملکرد شرکت ها انجام شده است تحقیق حاضر نیز تلاش دارد تا در راستای چنین اهدافی گام بردارد (پور آذر، ۱۳۷۴).

از آنجایی که نیاز استفاده کنندگان مالی در کشورهای مختلف با توجه به تفاوت موجود در شرایط اقتصادی و اجتماعی متفاوت می باشد لذا با توجه به شرایط محیطی کشور، لازم است توانایی متغیرهای مختلف مانند سود و جریانات نقدی را در ارزیابی شرکتهای ایرانی مقایسه نموده و بهترین متغیر را در این زمینه شناسائی نمود. به هر حال این تحقیق سعی در

شناسایی قدرت توضیحی متغیرهای ارزیابی کننده عملکرد شرکت (سودها و جریانهای نقدی) در بازار اوراق بهادار ایران  
نموده است (پور آذر، ۱۳۷۴).

### پیشینه پژوهش

برون و بال (۲۰۱۶)، آنها نشان دادند که سودهای غیر منتظره سهام مربوط به بازده غیر عادی سهام می باشد. به دنبال آن ارتباط خطی و غیر خطی میان ارقام حسابداری (سود و جریانهای نقدی) با بازده سهام را مورد ارزیابی قرار دادند، و در آن مشخص شد که برای شرکت های با اندازه کوچک و اهرم مالی بالا و در مقابل شرکت های بزرگ و با اهرم مالی پایین دارای ثبات سود بیشتری می باشند.

اندرو و کلاب (۲۰۱۵)، به بررسی ارتباط میان سود و جریانهای نقدی عملیاتی با بازده سهام در کشور ژاپن پرداختند، نتایج تحقیق آنان نشان داد زمانی که سود دارای حالت ناپایدار و بی ثبات می باشد و جریانهای نقدی دارای نقش با اهمیت تری به جهت تعیین بازده می باشد.

واتسون و ولز (۲۰۰۵) ارتباط بین سودهای مختلف با بازده سهام و همچنین ارتباط بین جریانهای نقدی با بازده سهام را بررسی کردند. هدف آنها از این تحقیق، بدست آوردن بهترین معیار برای عملکرد شرکت است. آنها در این تحقیق تعداد ۵۷۰ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار استرالیا را در سالهای ۱۹۹۲ الی ۲۰۰۳ مورد بررسی قرار دادند. نتایج این تحقیق بیانگر آن است که فرضیه اول برای شرکت های سودده صحیح می باشد و در این شرکت ها همبستگی بین سود و بازده بیشتر از همبستگی بین جریانهای نقدی و بازده می باشد. ولی در مورد شرکت های زیان ده هیچکدام از معیارهای سود و زیان و همچنین جریانهای نقدی با بازده سهام همبستگی نداشتند. محققین با بررسی فرضیه دوم به این نتیجه رسیدند که با افزایش حجم اقلام تعهدی افزایش دهنده سود، ارتباط بین معیارهای سود با بازده سهام نسبت به ارتباط بین معیارهای جریانهای نقدی با بازده سهام افزایش می یابد. ولی در مورد شرکت هایی که اقلام تعهدی کاهش دهنده سود دارند، فرضیه دوم صدق نمی کند و در واقع هیچکدام از معیارهای عملکرد (سود و جریانهای نقدی) به خوبی بیان کننده بازده سهام نمی باشد.

لاتو و همکاران (۲۰۰۲) پژوهشی را با عنوان "بازدهی سهام و بتا، اندازه شرکت، نسبت سود به قیمت، نسبت جریان نقدی به قیمت، نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار و رشد فروش: شواهدی از سنگاپور و مالزی" انجام دادند. داده های آنها شامل کلیه شرکت های غیر مالی پذیرفته شده در بورس سنگاپور و کوآلالمپور بود. تعداد شرکت های نمونه در سنگاپور ۸۲ شرکت و در مالزی ۱۶۳ شرکت بود، محدوده زمانی پژوهش آنها مابین سالهای ۱۹۸۸ الی ۱۹۹۶ بود. متغیرهای ارزش دفتری به ارزش بازار، سود به قیمت و جریان نقدی به قیمت با استفاده از صورت های مالی شرکت ها محاسبه شده است و اندازه نیز عبارت از لگاریتم ارزش بازار سهام در پایان ماه ششم سال t بود. آنها براساس هر یک از متغیرهای اندازه، نسبت سود به قیمت، جریان نقدی به قیمت، ارزش دفتری به ارزش بازار و رشد فروش سه پرتفوی ایجاد نمودند و بنابراین ۳۰ پرتفوی (۵ متغیر\* ۲ کشور\* ۳ پرتفوی) ایجاد شد. برای مقادیر منفی سود به قیمت و جریان نقدی به قیمت نیز چهار پرتفوی دیگر ایجاد نمودند. آنها به این نتیجه رسیدند که در هر دو کشور شرکت های کوچک بازدهی بالاتری نسبت به شرکت های بزرگ دارند. با افزایش اندازه، میانگین بازدهی ماهانه به شدت کاهش می یافت. در کشور مالزی پرتفوی نسبت سود به قیمت بالا، عملکرد بهتری نسبت به مقدار کمتر همین نسبت داشت. به همین ترتیب سهام موجود در پرتفوی نسبت جریان نقدی به قیمت بالاتر، عملکرد بهتری نسبت به مقدار کمتر همین نسبت داشت. پرتفو هایی که دارای نسبت سود به قیمت و جریان نقدی به قیمت منفی بودند، در هر دو کشور بازدهی بالاتری داشتند. به همین ترتیب پرتفوی با نسبت ارزش دفتری به بازار بالاتر عملکرد بهتری از نظر بازدهی، نسبت به مقدار پایین

تر همین نسبت داشت. در مورد رشد فروش (در کشور سنگاپور) پرتفوی با مقدار کمتر عملکرد بهتری از نظر بازدهی نسبت به مقدار بالاتر این متغیر داشت.

محسن تنانی و همکاران (۱۳۹۵)، چنین استدلال می کنند، جریان های نقدی می تواند عملکرد شرکت ها را تحت تاثیر قرار داده و باعث تغییرات در بازده آنها شود. کیفیت سود به رابطه فی مابین جریان های نقد عملیاتی و بازده سهام تاثیر مثبت دارد. توانایی شرکت در ایجاد جریان های نقدی، بر ارزش سهام آن شرکت اثر گذار است. یکی از مهم ترین منابع جریان های نقدی، جریان نقدی ایجاد شده ناشی از عملیات اصلی شرکت است. بنابراین اطلاع از جریان های نقدی عملیاتی بر سرمایه گذاران کمک می کند تا بازده سهام شرکت های مختلف را پیش بینی کنند. راضیه فاتح پور و همکارش (۱۳۹۵)، چنین استدلال می کنند، جزء نقدی و تعهدی سود بر بازده آتی سهام تاثیر معنا داری دارد، ولی تاثیر جزء تعهدی نسبت به جزء نقدی بزرگ تر است.

با توجه به این که محتوای اطلاعاتی جریان های نقدی و ارقام تعهدی و متفاوت بودن نسبت شارپ بر محتوای اطلاعاتی این دو متغیر بررسی شد که می توان نتیجه گرفت جزء نقدی سود بر بازده آتی سهام تاثیر معنادار و مثبت به میزان ۰,۴۸۵ دارد و همچنین جزء تعهدی سود بر بازده آتی سهام تاثیر معنا دار و مثبت به میزان ۰,۶۸۳ دارد.

به طور خلاصه نتایج آزمون نمونه پژوهش نشان داد جزء نقدی و تعهدی بر بازده آتی سهام، تاثیر معنا داری دارد. روح الله قیطاسی و همکاران (۱۳۹۴)، بیان داشتند که سود هر سهم و جریان نقد عملیاتی عوامل تاثیر گذار در تعیین سود تقسیمی هستند، اما از نظر آماری محتوای اطلاعاتی نسبی سود هر سهم نسبت به جریان نقد عملیاتی هر سهم بیشتر است.

جعفر باباجانی و همکاران (۱۳۹۴)، اثر قابلیت اتکای ارقام تعهدی بر بازده سهام، بیان می کنند که بین آن دسته از ارقام تعهدی سود دوره جاری که قابلیت اتکای پایین تری دارند و بازده سهام در آینده رابطه منفی قوی تری وجود ندارد. خواجوی و ناظمی (۱۳۸۴) در یک تحقیق تاثیر ارقام تعهدی (که تفاوت میان سود حسابداری و جریان های نقدی تعریف شده اند) بر کیفیت سود شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار را مورد بررسی قرار دادند. هدف از انجام این تحقیق تعیین این موضوع است که آیا ارقام تعهدی نقش قابل ملاحظه ای در عکس العمل بازار به اطلاعات سود شرکت ها دارند. از این رو تعداد ۹۶ شرکت در طی دوره زمانی ۱۳۸۲ - ۱۳۷۷ بررسی شده اند. رویکرد انتخابی برای آزمون فرضیات، مقطعی و به صورت دوره به دوره است. از روش مقایسه میانگین نمونه های آماری مستقل در این تحقیق استفاده شده است. ارقام تعهدی به اجزای آن (مانند تغییرات در موجودی کالا، حساب های دریافتی، سایر دارایی های جاری، حساب های پرداختنی و سایر بدهی های جاری) و نیز اجزای اختیاری و غیر اختیاری تفکیک شد. نتایج نشان می دهد که میانگین بازده سهام شرکت ها، تحت تاثیر میزان ارقام تعهدی و اجزای مربوط به آن قرار نمی گیرد. به عبارت دیگر نمی توان پذیرفت که بین میانگین بازده شرکت هایی که ارقام تعهدی آن ها به کم ترین و بیش ترین میزان گزارش می شود، اختلاف معنی داری وجود دارد.

بهرامفر و شمس عالم (۱۳۸۳) عالم در تحقیق خود به بررسی تاثیر متغیر های حسابداری بر بازده غیر عادی سهام پرداختند. در این تحقیق تعداد ۲۹ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار که سال مالی آنها منتهی به پایان اسفند ماه بوده و معاملات سهام آنها متوقف نبوده است انتخاب گردید. اطلاعات این شرکت ها برای دوره زمانی ۱۳۷۴ الی ۱۳۸۲ مورد بررسی قرار گرفته است. این تحقیق به روش تجربی و شبه آزمایشی انجام شده و از مدل رگرسیون تلفیقی معکوس استفاده شده است. نتایج حاصله از این تحقیق نشان می دهد که اطلاعات مربوط به درجه اهرم مالی، ارقام تعهدی، نرخ بازده سرمایه گذاری، رشد دارایی ثابت، تغییر در وجوه نقد عملیاتی، ارزش بازار شرکت، نسبت بدهی به حقوق صاحبان سهام، هزینه استقراض و توزیع سود نقدی بر بازده غیر عادی آتی سهام تاثیر گذار است.

دستگیر و خداینده (۱۳۸۱) تحقیقی با عنوان "بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت گردش وجه نقد با بازده سهام" انجام دادند که فرضیه اصلی آن روابط بین تغییرات اجزای اصلی صورت گردش وجه نقد با تغییرات بازده سهام را مورد رسیدگی قرار می‌دهد. فرضیه اصلی خود به سه فرضیه فرعی تقسیم می‌شود که در این فرضیه‌ها تغییرات وجه نقد حاصل از فعالیت‌های عملیاتی، وجه نقد حاصل از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و وجه نقد حاصل از فعالیت‌های تامین مالی با تغییرات بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته است.

علی پناهی (۱۳۸۰) در تحقیق خود به بررسی ارتباط بین تغییرات اقلام صورت حساب سود و زیان با تغییرات بازده سهام می‌پردازد او بیان می‌دارد که ممکن است گزارش سود به تنهایی حامل اطلاعات موجود در داده‌های حسابداری در زمینه ارزیابی سودآوری نباشد. لذا تفکیک سود به اجزائی معین و گزارش این اجزاء در صورت سود و زیان توان پیش‌بینی سود را افزایش می‌دهد به همین دلیل استانداردهای حسابداری، شرکتها را وادار می‌سازد که سود خالص خود را به اجزای معینی تفکیک و گزارش کنند. در این تحقیق رابطه تغییرات اجزای صورت سود و زیان به عنوان متغیرهای مستقل (فروش، بهای تمام شده کالای فروش رفته، هزینه عملیاتی، هزینه‌های مالی، سایر هزینه‌ها، سایر درآمدها، سود خالص) با تغییرات بازده سهام به عنوان متغیر وابسته بر روی ۵۳ شرکت نمونه از شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در دوره زمانی ۷۲ تا ۷۷ مورد آزمون قرار گرفته است و نتیجه به این نحو بوده است که توانایی تبیین تغییرات بازده سهام توسط چند متغیر مستقل بیشتر از تبیین تغییرات بازده سهام، توسط تک تک متغیرهای مستقل میباشد.

### روش‌شناسی پژوهش

این پژوهش از نوع پژوهش‌های کاربردی است. پژوهش کاربردی، پژوهشی است که نظریه‌ها، قانونمندی‌ها، اصول و فنون را برای حل مسائل واقعی به کار می‌گیرد. همچنین این پژوهش از نوع پژوهش‌های همبستگی است، زیرا به دنبال یافتن ارتباط بین چندین متغیر است. روش‌شناسی پژوهش حاضر از نوع پس‌رویدادی است، بدین معنی که انجام پژوهش براساس اطلاعات گذشته انجام می‌شود. در این پژوهش به منظور انجام آزمون فرضیه‌ها از روش رگرسیون چندمتغیره و مدل‌های اقتصادسنجی بهره گرفته شده است. تحلیل‌های آماری از طریق نرم‌افزار آماری ایویوز انجام پذیرفت.

قلمرو زمانی این پژوهش، برای یک دوره شش‌ساله از سال ۱۳۹۵ لغایت ۱۴۰۰ تعیین شده و قلمرو مکانی آن نیز کلیه شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است که کلیه شرایط زیر را داشته باشند:

- ۱- اطلاعات صورت مالی آن‌ها از سال ۱۳۹۵ به‌طور کامل و پیوسته در دسترس باشد.
  - ۲- جزو شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گری مالی و بیمه‌ای نباشند، زیرا ماهیت این شرکت‌ها با سایر شرکت‌های عضو بورس متفاوت است.
  - ۳- همه داده‌های متغیرهای پژوهش برای شرکت‌های موردنظر قابل دسترس باشد.
  - ۴- شرکت طی بازه زمانی پژوهش سال مالی خود را تغییر نداده باشد.
- با توجه به شرایط فوق، از بین شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، ۱۱۰ شرکت به‌عنوان نمونه انتخاب شد. بنابراین مشاهدات ما برابر با ۶۶۰ سال - شرکت خواهد بود.

### فرضیه پژوهش

فرضیه اول: میزان همبستگی بین سودهای گوناگون با بازده سهام بیشتر از همبستگی بین جریان‌های نقدی مختلف با بازده سهام می‌باشد.

فرضیه دوم: میزان همبستگی بین بازده سهام و سودهای گوناگون با افزایش اقلام تعهدی یا معوق نسبت به همبستگی جریانات نقدی با بازده سهام افزایش می یابد.

## متغیرهای پژوهش

### متغیر وابسته

متغیر وابسته در این تحقیق بازده سهام شرکت می باشد و عبارت است از: بازده ناشی از خرید و نگهداری سهام شرکت (شامل سود نقدی) در یک دوره زمانی یکساله که چهار ماه بعد از آغاز سال مالی شروع می گردد.

ضمناً محاسبه بازده بر اساس فرمول زیر انجام شده است:

$$R_{it} = \frac{P_t - P_{t-1} + (1 + X_{it})D_t + X_{it}(P_{it} - M_{it})}{P_{t-1}}$$

که در این فرمول

Rit = بازدهی یک سهم در دوره t.

Pit-1 = قیمت سهم شرکت در اول دوره.

Pit = قیمت سهم شرکت در پایان دوره.

Dit = منافع مالکیت سهم شرکت در دوره.

Xit = درصد افزایش سرمایه.

Mit = مبلغی که بابت هر سهم جدید پرداخت شده است.

### متغیرهای مستقل

۱- سود قبل از مالیات و بهره هر سهم (EBIT)

این متغیر بیان کننده سود ناشی از فعالیتهای عادی قبل از محاسبه مالیات و هزینه های مالی می باشد. طبق استاندارد حسابداری شماره ۶ ایران فعالیتهای عادی عبارتند از: "فعالیهای معمول، تکرار شونده یا منظم واحد تجاری (فعالیهای تجاری) و همچنین فعالیتهای مرتبطی است که به تبعیت و در جهت پیشبرد فعالیتهای فوق یا در نتیجه آنها توسط واحد تجاری انجام می شود. چنانچه وقوع برخی رویدادها، صرف نظر از ماهیت غیر معمول یا تناوب آن، در محیط حاکم بر عملیات واحد تجاری (اعم از اقتصادی، مقرراتی، جغرافیایی و غیره) مورد انتظار باشد، آثار آنها بر عملیات واحد تجاری در زمره فعالیتهای عادی تلقی می شود."

۲- سودخالص بعد از مالیات و قبل از اقلام غیر مترقبه هر سهم (NPATABS)

تفاوت این متغیر با متغیر قبلی، محاسبه سود خالص با در نظر گرفتن هزینه های مالی و مالیات می باشد. اما در این متغیر نیز همانند متغیر قبلی از اقلام غیر مترقبه و همچنین اثر مالیاتی آنها صرف نظر شده است. استاندارد حسابداری شماره ۶ ایران اقلام غیر مترقبه را چنین تعریف می کند: "اقلام غیر مترقبه، اقلامی با اهمیت و بسیار غیر معمول است که منشأ آن رویدادهای خارج از فعالیتهای عادی شرکت می باشد و انتظار نمی رود به طور مکرر یا منظم واقع شود."

۳- سود خالص بعد از مالیات هر سهم (NPAT)

این متغیر بیان کننده سود خالص نهایی شرکت پس از کسر کلیه هزینه ها و درآمد های عادی، غیر عادی، غیر مترقبه و مالیات می باشد که در پایان صورت سود و زیان ارائه می شود.

۴- جریان های نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی هر سهم (OPCF)

فعالیت های عملیاتی عبارت از فعالیت های اصلی مولد درآمد عملیاتی واحد است. فعالیت های مزبور متضمن تولید و فروش کالا و ارائه خدمات است و هزینه ها و درآمدهای مرتبط با آن در تعیین سود یا زیان عملیاتی در صورت سود و زیان منظور می شود. جریان های نقدی ناشی از فعالیت های عملیاتی اساسا در برگیرنده جریان های ورودی و خروجی نقدی مرتبط با فعالیت های مزبور است. البته باید توجه داشته باشیم که طبق استاندارد حسابداری شماره ۲ ایران جریان های نقدی که ماهیتا جزء هیچکدام از پنج سرفصل صورت جریان وجوه نقد نباشند، تحت سرفصل جریان های نقدی ناشی از فعالیت های عملیاتی طبقه بندی می شود.

۵- جریان های نقد ناشی از بازده سرمایه گذاری ها و سود پرداختی بابت تامین مالی هر سهم (RETCF)

این متغیر شامل دریافت های حاصل از مالکیت سرمایه گذاریها و سود دریافتی بابت سپرده های سرمایه گذاری بلند مدت و کوتاه مدت و نیز پرداخت های انجام شده به تامین کنندگان منابع مالی است. این متغیر شامل مواردی که طبق استاندارد حسابداری شماره ۲ ایران (بندهای ۱۹، ۳۳ و ۳۵) صریحا تحت سرفصل های "فعالیت های عملیاتی"، "فعالیت های سرمایه گذاری" و "فعالیت های تامین مالی" می آیند، نمی شود.

۶- جریان های نقد ناشی از مالیات بر درآمد هر سهم (TCF)

جریان های نقد ناشی از مالیات بر درآمد منحصر به پرداختها یا علی الحساب پرداختی از بابت مالیات بردرآمد و یا استرداد مبالغ پرداختی از همین بابت است و در برگیرنده جریان های نقدی مربوط به سایر انواع مالیاتها که درآمد مربوط جزء درآمد مشمول مالیات تلقی نمی شود (از قبیل مالیات های تکلیفی و مالیات های وضع شده بر تولید و فروش) نیست. جریان های نقدی مربوط به مالیات های اخیر الذکر بر حسب مورد تحت سایر سرفصل های اصلی در صورت جریان وجوه نقد ارائه می شود.

۷- جریانان های نقد ناشی از فعالیت های سرمایه گذاری هر سهم (INVCF)

جریان های نقدی ناشی از فعالیت های سرمایه گذاری مشتمل بر جریان های مرتبط با تحصیل و فروش سرمایه گذاری های کوتاه مدت، سرمایه گذاری های بلند مدت و دارایی های ثابت مشهود و دارایی های نامشهود و نیز پرداخت و وصول تسهیلات اعطائی به اشخاص مستقل از واحد تجاری جز کارکنان می باشد. فعالیت های سرمایه گذاری گاه جهت حفظ سطح جاری عملیات واحد تجاری و گاه جهت بسط یا محدود کردن حجم عملیات انجام می شود.

۸- جریان های نقد ناشی از فعالیت های تامین مالی هر سهم (FINCF)

جریان های نقدی ناشی از فعالیت های تامین مالی شامل دریافت های نقدی از تامین کنندگان منابع مالی خارج از واحد تجاری (شامل صاحبان سرمایه) و باز پرداخت اصل آن است.

۹- کل جریان های نقدی هر سهم (NCF)

این متغیر حاصل جمع جبری پنج بخش اصلی صورت گردش وجوه نقد می باشد.

## یافته های پژوهش

به منظور بررسی مشخصات عمومی متغیرها و تجزیه و تحلیل دقیق آنها، آشنایی با آمار توصیفی مربوط به متغیرها لازم است. جدول (۱)، آمار توصیفی داده های مربوط به متغیرهای مورد استفاده در پژوهش را نشان می دهد.

جدول (۱): آمار توصیفی

پنل متغیرهای پیوسته						
مشاهدات	چارک سوم	چارک اول	انحراف معیار	میانه	میانگین	متغیر
۶۶۰	۰/۴۸۹	-۰/۰۹۵	۱/۰۲۶	۰/۱۲۱	۰/۳۹۵	RETURN
۶۶۰	۰/۲۸۲	۰/۰۹۶	۰/۳۱۳	۰/۱۷۵	۰/۲۰۶	EBIT
۶۶۰	۰/۱۸۶	۰/۰۵۷	۰/۲۸۹	۰/۱۱۷	۰/۱۰۲	NPATABS
۶۶۰	۰/۱۸۶	۰/۰۵۷	۰/۲۸۹	۰/۱۱۷	۰/۱۰۲	NPAT
۶۶۰	۰/۱۵۷	۰/۰۰۰	۰/۴۱۹	۰/۰۵۸	۰/۱۵۲	FINCF
۶۶۰	۰/۲۰۵	۰/۰۲۴	۰/۴۰۱	۰/۰۹۶	۰/۰۹۴	OPCF
۶۶۰	-۰/۰۱۹	-۰/۱۲۵	۰/۱۷۶	-۰/۰۵۱	-۰/۰۹۲	INVCF
۶۶۰	-۰/۰۳۳	-۰/۱۴۲	۰/۱۶۳	-۰/۰۷۶	-۰/۱۱۲	RETCF
۶۶۰	-۰/۰۰۶	-۰/۰۴۱	۰/۰۴۱	-۰/۰۱۸	-۰/۰۳۱	TCF
۶۶۰	۰/۰۲۱	-۰/۰۱۰	۰/۱۱۵	۰/۰۰۲	۰/۰۱۰	NCF

میانگین بازده سهام (۰,۳۹۵) به میزان قابل توجهی از میانه بازده سهام (۰,۱۲۱) بیشتر می باشد. (شرکت های با بازده بسیار بزرگ نسبت به شرکت های دارای بازده منفی بسیار کوچک بیشتر می باشد)، در حالی که میانگین سود خالص بعد از مالیات (۰,۱۰۲) کمتر از میانه آن (۰,۱۱۷) می باشد. علت تفاوت میان شاخص های بازده و سود خالص بعد از مالیات، افزایش حبابی قیمت ها در برخی از سال های مورد تحقیق بخصوص در سال ۱۳۸۲ و تاثیر این افزایش قیمت در بازده سهام می باشد.

همبستگی بین متغیرها

جدول (۲) همبستگی مابین متغیرهای مورد استفاده در این تحقیق را نمایش می دهد. در این جدول جهت بیان همبستگی بین متغیرها از ضریب همبستگی پیرسون استفاده شده است.

جدول (۲): آزمون همبستگی

	EBIT	NPATABS	NPAT	FINCF	OPCF	INVCF	RETCF	TCF	NCF
EBIT	۱/۰۰۰	۰/۷۸۸	-۰/۷۸۹	۰/۰۹۳	-۰/۲۷۷	-۰/۲۴۲	-۰/۶۱۲	-۰/۱۵۶	۰/۰۰۵۳
NPATABS		۱/۰۰۰	۱/۰۰۰	-۰/۳۷۲	۰/۵۰۵	-۰/۱۲۷	-۰/۱۹۳	۰/۰۴۲	-۰/۰۱۳
NPAT			۱/۰۰۰	-۰/۳۷۲	۰/۵۰۵	-۰/۱۲۸	-۰/۱۹۳	۰/۰۴۲	-۰/۰۱۳
FINCF				۱/۰۰۰	-۰/۵۷۹	-۰/۱۸۲	-۰/۴۱۲	-۰/۱۶۴	۰/۰۸۵
OPCF					۱/۰۰۰	-۰/۲۸۹	-۰/۱۰۴	۰/۰۱۵	۰/۲۱۹
INVCF						۱/۰۰۰	۰/۱۶۶	۰/۰۶۲	۰/۰۱۱
RETCF							۱/۰۰۰	۰/۱۵۶	-۰/۱۲۵
TCF								۱/۰۰۰	۰/۰۰۱
NCF									۱/۰۰۰

تجزیه و تحلیل نتایج حاصل از برآورد مدل

جدول (۳) نتایج حاصل از آزمون فرضیه اول پژوهش را با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده های ترکیبی نشان می دهد.

جدول (۳): نتیجه آزمون فرضیه اول

	Intercept	Co-efficient	Adj. R2	F	نوع رابطه	معنی دار بودن در سطح ۵ درصد
EBIT	-۰/۴۰۴	۲/۰۶۶	٪۱۴,۵	۸۱/۰۲	مستقیم	تایید
NPATABS	-۰/۲۹۹	۲/۲۸۲	٪۱۷,۱	۹۵/۵۴	مستقیم	تایید
NPAT	-۰/۲۹۹	۲/۲۸۴	٪۱۷,۱	۹۵/۸۱	مستقیم	تایید
FINCF	۰/۰۰۱	-۰/۳۰۲	٪۰,۵	۳/۰۶	معکوس	رد
OPCF	-۰/۱۰۴	۰/۶۵۹	٪۲,۹	۱۴/۱۴	مستقیم	تایید
INVCF	-۰/۰۶۶	-۰/۳۵۱	٪۰,۳	۲/۵۴	معکوس	رد
RETCF	-۰/۰۷۴	-۰/۴۳۲	٪۰,۲	۱/۷۵	معکوس	رد
TCF	۰/۱۲۰	-۳/۲۰۴	٪۱,۲	۶/۳۸	معکوس	تایید
NCF	-۰/۰۴۲	۰/۹۶۵	٪۰,۵	۳/۰۰	مستقیم	رد

مقادیر R2 تعدیل شده و F برای سه متغیر مربوط به صورت سود و زیان: EBIT، NPATABS و NPAT برابر ۱۴,۵٪ (۸۱,۰۲)، ۱۷,۱٪ (۹۵,۵۴) و ۱۷,۱٪ (۹۵,۸۱) می باشد، در حالی که این مقادیر برای متغیرهای مربوط به صورت گردش وجوه نقد: OPCF، RETCF، TCF، INVCF، FINCF و NCF برابر ۲,۹٪ (۱۴,۱۴)، ۰,۲٪ (۱,۷۵)، ۰,۳٪ (۶,۳۸)، ۰,۵٪ (۳,۰۶) و ۰,۵٪ (۳) می باشد. به طور آشکاری می توان ملاحظه نمود که همبستگی بین متغیرهای مربوط به صورت سود و زیان با بازده سهام بیشتر از همبستگی بین متغیرهای مربوط به صورت گردش وجوه نقد با بازده می باشد، پس نمی توان این فرضیه را رد نمود.

جدول (۴) نتایج حاصل از آزمون فرضیه دوم پژوهش را با استفاده از مدل رگرسیون چندگانه مبتنی بر داده‌های ترکیبی نشان می‌دهد.

جدول (۴): نتیجه آزمون فرضیه دوم

	Intercept	Co-efficient	Adj. R2	F	نوع رابطه	معنی دار بودن در سطح ۵ درصد
EBIT	-۰/۲۰۲	-۱/۰۲۳	٪۵,۲	۳/۳۴	معکوس	رد
NPATABS	-۰/۴۳۳	-۱/۳۸۲	٪۹,۲	۵/۳۷	معکوس	تایید
NPAT	-۰/۶۱۵	-۲/۰۷۷	٪۲۵,۴	۱۵/۰۰	معکوس	تایید
FINCF	-۰/۱۷۸	۰/۴۱۴	٪۷,۲	۴/۱۸	مستقیم	تایید
OPCF	-۰/۱۰۴	۰/۶۵۹	٪۲,۹	۱۴/۱۴	مستقیم	تایید
INVCF	-۰/۰۵۹	-۰/۶۴۰	٪۰,۶	۱/۲۳	معکوس	رد
RETCF	-۰/۲۳۰	-۱/۴۲۶	٪۳,۳	۲/۳۹	معکوس	رد
TCF	۰/۰۹۰	۶/۶۵۸	٪۲,۰	۱/۸۳	مستقیم	رد
NCF	-۰/۰۴۱	۰/۶۵۸	٪۱,۸	۱/۷۵	مستقیم	رد

با توجه به جدول (۴) مشاهده می شود که مقدار Adj.R2 برای متغیرهای مربوط به صورت سود و زیان از پنجک اول به دوم کاهش یافته ولی از پنجک دوم به سوم بی نظمی مشاهده می شود به شکلی که همبستگی EBIT افزایش یافته ولی برای NPAT و NPATABS کاهش مشاهده می شود، از پنجک سوم به چهارم مجدداً افزایش همبستگی برای کلیه متغیرهای صورت سود و زیان مشاهده گردید ولی مجدداً از پنجک چهارم به پنجم بی نظمی مشاهده می شود.

### بحث، نتیجه گیری و پیشنهادها

سرمایه گذاران در سهام شرکت ها باید مبنایی برای پیش بینی عملکرد شرکت ها داشته باشند، در این تحقیق ما در پی کمک به سرمایه گذاران برای تصمیم گیری بهتر در مورد خرید یا نگهداری سهام شرکت ها بودیم. بازدهی به عنوان معیار عملکرد شرکت در نظر گرفته شده است و میزان همبستگی آن با برخی اقلام صورت سود و زیان و صورت گردش وجوه نقد مورد بررسی قرار گرفت. واتسون و ولز نیز در تحقیق خود از همین متغیرها استفاده نمودند، آنها معتقدند که صورت سود و زیان نسبت به صورت گردش وجوه نقد همبستگی بیشتری با بازدهی سهام دارد و در نتیجه این صورت مالی تبیین کننده بهتری برای عملکرد شرکت نسبت به صورت گردش وجوه نقد می باشد. همچنین آنها به این نتیجه رسیدند که شرکت هایی که دارای اقلام تعهدی و معوق افزاینده سود می باشند چنانچه اقلام تعهدی و معوق افزایش یابد همبستگی بین صورت سود و زیان با بازدهی سهام نسبت همبستگی صورت گردش وجوه نقد با بازدهی سهام افزایش می یابد و این موضوع نشانه این است که در حسابداری تعهدی صورت سود و زیان تبیین کننده بهتری می باشد. ما در این تحقیق به بررسی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی سالهای ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۰ پرداختیم و فرضیه اول تحقیق تایید گردید بدین معنا که بر اساس نتایج این تحقیق همبستگی سود های مختلف با بازده سهام نسبت به همبستگی قسمت های مختلف صورت گردش وجوه نقد با بازده سهام بیشتر می باشد. برای بررسی بیشتر سال / شرکت ها را بر مبنای سودده یا زیان ده بودن آنها به دو دسته تقسیم نمودیم و مجدداً فرضیه اول را در مورد هریک از آنها بررسی نمودیم این فرضیه در مورد شرکت های زیان ده مورد تایید قرار نگرفت در واقع می توان بیان نمود که در مورد شرکت های زیان ده هیچکدام از صورت های مالی مورد بررسی، تبیین کننده بازده سهام نمی باشند. اما این فرضیه در مورد شرکت های سود ده رد نگردید.

فرضیه دوم این تحقیق به دو روش مورد بررسی قرار گرفت. برای تقسیم شرکت ها به پنجک ها در روش اول از حجم تعهدی ها (سود عملیاتی هر سهم منهای خالص گردش وجوه نقد ناشی از فعالیت های عملیاتی هر سهم) استفاده نمودیم که با حرکت بین پنجک های مختلف به تغییر منظمی در ضرایب محاسبه شده دست نیافتیم، و در نتیجه این فرضیه طبق روش اول تایید نگردید.

در راستای پژوهش انجام شده و نتایج به دست آمده از آن برخی از پیشنهادهای پژوهش به شرح زیر بیان می شود: نقش تحلیلگران حرفه ای مالی و سرمایه گذاران متخصص در رفتار بازار سهام انکار ناپذیر است. استفاده از اقلام صورت سود و زیان یا اقلام صورت گردش وجوه نقد بصورت منفک می تواند باعث اشتباه در تفسیر وضعیت یک شرکت شود. با توجه به نتایج این تحقیق و تحقیقات مشابه پیشنهاد می شود که در بررسی وضعیت شرکت ها در درجه اول به اقلام صورت سود و زیان و در درجه دوم به اقلام صورت گردش وجوه نقد توجه شود.

برای پژوهش های آتی نیز پیشنهادهای زیر ارائه می گردد:

۱- پیشنهاد می شود که تحقیق فعلی به تفکیک صنایع مختلف انجام شود تا درجه اهمیت متغیرهای این تحقیق در صنایع مختلف مورد بررسی قرار گیرد.

۲- پیشنهاد می شود این تحقیق با توجه به اندازه شرکت ها بررسی شود.

- ۳- پیشنهاد می شود که تحقیق فعلی به تفکیک شرایط مختلف اقتصادی / سیاسی در سال های مختلف انجام شود.  
۴- پیشنهاد می شود که تحقیق فعلی به تفکیک هر سال انجام شود.

### منابع

- ✓ بهرامفر، نقی، شمس عالم، سید حسام، (۱۳۸۳)، بررسی تاثیر متغیرهای حسابداری بر بازده غیرعادی آتی سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، شماره ۳۷، صص ۱۲۳.
- ✓ پور آذر، سید هاشم، (۱۳۷۴)، تحقیقات اثباتی در حسابداری، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۳، شماره ۱۲، صص ۱-۱۷.
- ✓ ثقفی، علی، (۱۳۷۲)، فرضیه بازار مؤثر اوراق بهادار تهران و تاثیر آن در حسابداری، مجموعه مقالات حسابرس، شماره ۱، صص ۱-۱۲.
- ✓ جهانخانی، علی، پارسایان، علی، (۱۳۷۴)، بورس اوراق بهادار. انتشارات دانشکده مدیریت دانشگاه تهران، چاپ اول.
- ✓ خواجوی، شکراله، ناظمی، امین، (۱۳۸۴)، بررسی ارتباط بین کیفیت سود و بازده سهام با تاکید بر نقش ارقام تعهدی در بورس اوراق بهادار تهران، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۱۲، شماره ۲، صص ۲۱-۳۵.
- ✓ دستگیر، محسن، خداینده، رامین، (۱۳۸۲). بررسی ارتباط بین محتوای اطلاعاتی اجزای اصلی صورت گردش وجه نقد با بازده سهام، مجله علوم اجتماعی و انسانی دانشگاه شیراز، دوره ۱۹، شماره ۲، صص ۱۰۱-۱۱۲.
- ✓ علی پناهی، خدیجه، (۱۳۸۰)، بررسی تحلیلی ارتباط بین تغییرات اقلام صورت حساب سود و زیان با تغییرات بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس.
- ✓ فرقاندوست حقیقی، کامبیز، وفادار، عباس، (۱۳۷۶)، صورت گردش وجه نقد از لحاظ تئوری، بررسی های حسابداری و حسابرسی، دوره ۵، شماره ۲۰، صص ۳۴-۶۲.
- ✓ Watsom, Jodi & Peter Wells. (2005). The Association between various earning and cash flow measures of firm performance and stock returns: some Australian evidence. School of Accounting, university of technology, Sydney.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی