

فصلنامه مطالعات تجربی حسابداری مالی  
سال نهم - شماره ۳۱ - پائیز ۱۳۹۰  
صص ۱-۳۱

## ارتباط بین اطلاعات مالی و غیرمالی با بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران

امید پورحیدری\*  
آزاده صادقی\*\*

### چکیده

این تحقیق به بررسی ارتباط برخی از اطلاعات استخراج شده از گزارشهای مالی همانند سود حسابداری، جریانهای نقدی، سود تقسیمی، نسبت P/E و نرخ رشد سود حسابداری، و اطلاعات غیرمالی مانند نوع صنعت با بازده سهام شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. این بررسی به صورت مقطعی در راستای بررسی روند تغییرات و همچنین به صورت داده‌های ترکیبی در راستای ارائه الگوی مناسب برای تبیین بازده با استفاده از اطلاعات صورتهای مالی و داده‌های بازار انجام شده است. دوره زمانی تحقیق از ابتدای سال ۱۳۷۸ تا پایان سال ۱۳۸۷ می‌باشد. نتایج حاصل از این مطالعه نشان داد که سود حسابداری، سود تقسیمی،

---

\* دانشیار دانشگاه شهید باهنر کرمان، دانشکده مدیریت و اقتصاد [opourheidari@uk.ac.ir](mailto:opourheidari@uk.ac.ir)

\*\* کارشناس ارشد حسابداری

جریانهای نقدی و نرخ رشد سود حسابداری برای مجموع سالهای تحقیق از جمله عوامل موثر بر بازده سهام می‌باشد و این متغیرها رابطه‌ای مثبت و معنادار با بازده سهام دارند ولی نسبت P/E و نوع صنعت رابطه معنی‌داری با بازده سهام ندارند و گویای آن است که سرمایه‌گذاران توجه چندانی به نوع صنعت و نسبت P/E ندارند.

واژه‌های کلیدی: بازده سهام، سود حسابداری، سود تقسیمی، جریانهای نقدی، نوع صنعت، نسبت P/E، نرخ رشد سود حسابداری.

### مقدمه

سرمایه‌گذاران و اعتبار دهندگان نیازمند شناسایی متغیرهای عمده‌ای می‌باشند که بازده سهام را تبیین می‌نماید. از جمله مهمترین متغیرهای اساسی بازتاب دهنده عملیات واقعی یک شرکت، سود حسابداری می‌باشد که شامل سود عملیاتی و سود خالص است. بال و بروان<sup>۱</sup> (۱۹۶۲) به بررسی تاثیر سود حسابداری بر بازده سهام پرداختند و دریافته‌اند که این متغیر بر بازده غیر عادی آتی سهام تاثیر گذارند.

از دیگر متغیرهای منعکس کننده بازده سهام، سود تقسیمی می‌باشد ولی نتایج مطالعات انجام شده در رابطه با ارتباط بین سود تقسیمی با بازده سهام بحث برانگیز بوده است. لیتزنبرگر و راماسمی<sup>۲</sup> (۱۹۷۹) به این نتیجه رسیدند که ارتباط مثبتی بین بازده سهام و سود تقسیمی وجود دارد اما بلک و شولز<sup>۳</sup> (۱۹۷۴) دریافته‌اند که بازده سهام ارتباطی با سود تقسیمی ندارد.

جریانهای نقدی نیز به عنوان یکی از متغیرهای تبیین کننده بازده سهام مورد توجه محققان زیادی قرار گرفته است. لیونات و زاروین<sup>۴</sup> (۱۹۹۰) دریافته‌اند که اطلاعات مربوط به صورت جریان وجوه نقد اطلاعات سودمندی را ارائه می‌نماید.

نسبت P/E نیز از دیگر متغیرهای است که اطلاعات سودمندی را برای استفاده کنندگان صورتهای مالی در پیش بینی بازده سهام فراهم می‌نماید. باسو<sup>۵</sup> (۱۹۷۷)

1- Ball and Brown  
2- Litzenger and Ramaswamy  
3- Black and Scholes  
4- Livnat and Zarowin  
5- Basu

دریافت که نسبت P/E با بازده سهام ارتباط معکوسی دارد و همچنین جفری، کیم و وسترفیلد<sup>۱</sup> (۱۹۸۹) نشان دادند که بین نسبت P/E با بازده سهام ارتباط معکوس و معناداری وجود دارد.

بر مبنای تحقیقات مختلف به غیر از عوامل ذکر شده عوامل دیگری نیز در تبیین بازده حائز اهمیت هستند که می‌توان به نوع صنعت و همچنین نرخ رشد شرکتها اشاره نمود. مارش و پفلیدر<sup>۲</sup> (۱۹۹۷) به بررسی تاثیر نوع صنعت بر بازده سهام پرداخته‌اند و دریافتند که عامل صنعت حدود ۱۰٪ تا ۳۰٪ تغییرات در بازده سهام را توضیح می‌دهد. کوپر و ماکروم<sup>۳</sup> (۲۰۰۱) ارتباط رشد سود با بازده غیر عادی سهام را بررسی و نتیجه گرفتند این متغیر بر بازده غیر عادی سهام موثر است.

این تحقیق به بررسی ارتباط بین بازده سهام و برخی متغیرهای اساسی تبیین کننده بازده سهام مانند سود خالص، سود عملیاتی، سود تقسیمی، جریان‌های نقدی، نوع صنعت، نسبت P/E و نرخ رشد سود حسابداری شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ می‌پردازد. هدف این مطالعه علاوه بر تعیین تاثیر متغیرهای مالی و غیرمالی بر بازده سهام می‌باشد در پی بررسی میزان تاثیرپذیری متغیرهای ذکر شده در طی سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ می‌باشد. نتایج حاصل از این مطالعه نشان می‌دهد که متغیرهای سود خالص، سود عملیاتی، سود تقسیمی، جریان‌های نقدی و نرخ رشد سود حسابداری از جمله عوامل موثر بر بازده سهام در ایران می‌باشند و رابطه‌ای مثبت با بازده سهام دارند. ولی بین نوع صنعت و نسبت P/E با بازده سهام ارتباط معنی داری وجود ندارد. همچنین نتایج این مطالعه نشان می‌دهد که با گذشت زمان توجه بازیگران بازار سرمایه به داده‌های مالی و غیرمالی افزایش یافته و نقش داده‌های مالی و غیرمالی در تبیین بازده بیشتر شده است.

در ادامه ابتدا به بررسی ارتباط تئوریک بین داده‌های حسابداری با بازده سهام خواهیم پرداخت. سپس روش تحقیق و جامعه و نمونه آماری تحقیق ارائه خواهد شد. پس از آن یافته‌های تحقیق بیان خواهد گردید و در آخر نیز نتیجه تحقیق و

1- Jaffrey and Westerfield

2- Marsh and Pfliderer

3- Cooper and Macrum

پیشنهادات ارائه خواهد شد.

### داده‌های حسابداری و بازده سهام

بر مبنای ادبیات نظری و تحقیقات تجربی انجام شده برخی از متغیرهای حسابداری در تبیین بازده سهام از نقش قابل توجهی برخوردارند که این متغیرها به شرح زیر می‌باشند:

#### الف) سود حسابداری

ارتباط بین سود و بازده سهام از جمله رایج‌ترین مطالعات حسابداری بوده و سود حسابداری معمولاً به عنوان مهمترین اطلاعات مالی برای سرمایه‌گذاران می‌باشد. نتایج بسیاری از تحقیقات مویید این مطلب است که سود خالص گزارش شده ارتباط و همبستگی مستقیمی با بازده سهام دارد و یکی از عوامل موثر در تبیین بازده سهام است. لو<sup>۱</sup> (۱۹۷۷) مطالعات انجام شده در رابطه با سود و بازده سهام را مورد بررسی قرار داد و نتیجه‌گیری کرد که سود حسابداری حدود ۵ درصد بازده سهام را تبیین می‌نماید. همچنین رونن و سدن<sup>۲</sup> (۱۹۸۱) با بررسی ارتباط عناصر پایدار و ناپایدار سود بر بازده سهام نشان دادند که بازار در تبیین بازده سهام بیشتر تحت تاثیر عناصر ماندگار و پایدار سود یعنی سود عملیاتی می‌باشد و کمتر به عناصر ناپایدار سود یعنی سود غیرعملیاتی توجه می‌نماید.

#### ب) سود تقسیمی

میلر و مودیلیانی<sup>۳</sup> (۱۹۶۱) بر مبنای سود تقسیمی الگوی را توسعه دادند که ارزش شرکت را با توجه به سودهای سهام پرداختی محاسبه می‌نمود. شرکتهایی که اطلاعاتی در رابطه با سود تقسیمی اعلام می‌کنند احتمالاً علامتی از سودآوری آتی شرکت ارسال می‌نمایند. بیور و همکاران<sup>۴</sup> (۱۹۸۰) بیان می‌نمایند که رابطه مثبتی بین سود تقسیمی و سود حسابداری وجود دارد. بنابراین، بازار ممکن است بطور مثبتی

1- Lev

2- Ronen and Sadan

3- Miller and Modigliani

4- Beaver, et al.

تحت تاثیر اطلاعات سود تقسیمی باشد. از آنجایی که سود تقسیمی اطلاعات مفیدی را در مورد سودهای آتی فراهم می‌آورد، در نتیجه باید رابطه مثبتی با بازده سهام داشته باشد.

کوری و اسمیت<sup>۱</sup> (۱۹۷۷) به این نتیجه رسیدند که توزیع سود تقسیمی بین سهامداران حائز اهمیت می‌باشد و با بازده سهام ارتباط مثبتی دارد ولی در مقایسه با سود حسابداری، محتوای اطلاعاتی سود تقسیمی برای تبیین بازده ضعیف‌تر است. وان و همکاران<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) رابطه بین بازده نقدی و نسبت P/E با بازده سهام در بورس اوراق بهادار مالزی را مورد آزمون قرار دادند و به بررسی رابطه بلندمدت و کوتاه‌مدت و همچنین قدرت توضیح‌دهندگی بازده نقدی و نسبت P/E بر بازده سهام پرداختند. یافته‌های آنان نشان داد که در کوتاه‌مدت، رابطه مثبت با قدرت توضیح‌دهندگی بالا بین بازده نقدی (D/P) و بازده سهام و رابطه منفی بین نسبت P/E و بازده سهام وجود دارد. بطور کلی، یافته‌های آنان نشان داد که بازده نقدی و نسبت P/E هر دو در پیش‌بینی بازده سهام نقش اساسی دارند.

### ج) جریان‌های نقدی

بون و همکاران<sup>۳</sup> (۱۹۸۷) مفید بودن اطلاعات صورت جریان وجوه نقد را در تبیین بازده مورد بررسی قرار دادند و نتیجه‌گیری نمودند که جریانهای نقدی عملیاتی ارتباط مثبتی با بازده سهام دارد. جریانهای وجوه نقد اطلاعات سودمندی را برای استفاده‌کنندگان صورتهای مالی در ارزیابی توان آن واحد اقتصادی در ایجاد وجوه نقد و توانایی موسسه در تولید وجه نقد کافی برای ادای تعهداتش در سررسید و سایر عملیات نقدی از جمله پرداخت سود نقدی سهام که موثر بر نگرش سرمایه‌گذاران نسبت به آن سهام و قیمت بازار و بازده سهام است، فراهم می‌کند. پژوهشگران دیگری مانند لورک و فینگر<sup>۴</sup> (۱۹۹۶) توان جریانهای نقدی عملیاتی را با استفاده از اطلاعات سریهای زمانی مورد مقایسه قرار دادند و نتیجه‌گیری کردند

1- Khoury and Smith  
2- Wan, et al.  
3- Bowen, et al.  
4- Lorek and Willinger

که جریانهای نقدی عملیاتی قدرت پیش‌بینی بهتری در تبیین بازده سهام نسبت به سود حسابداری دارد.

گامینگ<sup>۱</sup> (۲۰۰۹) اثر جریان وجوه نقد و برخی متغیرهای دیگر حسابداری همچون ریسک سهام ( $\beta$ )، اندازه شرکت و نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری را بر بازده سهام مورد بررسی قرار داد. نتایج مطالعه وی نشان داد که جریان وجوه نقد رابطه منفی با بازده سهام آتی دارد و این رابطه از لحاظ اقتصادی مفید و بلندمدت است و مدت رابطه آن به پنج سال نیز می‌رسد.

#### د) نسبت قیمت به سود (P/E)

طبق مبانی نظری موجود نسبت قیمت به سود یکی از عوامل اساسی تبیین بازده سهام می‌باشد. باسو<sup>۲</sup> (۱۹۷۷) با بررسی ارتباط بین نسبت قیمت به سود نشان داد که سهام‌هایی که نسبت قیمت به سود پایینی دارند، به صورت معناداری بازدهی بیشتر از سهام‌های با نسبت قیمت به سود بالا تحصیل می‌نمایند. وان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) رابطه بین نسبت قیمت به سود با بازده سهام برای دوره‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت مورد بررسی قرار دادند. یافته‌های آنان نشان داد که در کوتاه‌مدت رابطه منفی بین نسبت P/E و بازده سهام وجود دارد. همچنین جفری و وسترفیلد<sup>۴</sup> (۱۹۸۹) و استفانیس<sup>۵</sup> (۲۰۰۷) نیز به نتایج مشابهی دست یافتند. نتایج حاصل از این مطالعات نشان می‌دهد که بازدهی شرکتها تحت تاثیر نسبت قیمت به سود می‌باشد و با افزایش نسبت قیمت به سود بازدهی شرکتها کاهش می‌یابد.

#### ه) نوع صنعت

نوع صنعت یکی از متغیرهایی می‌باشد که می‌تواند بر بازدهی شرکتها اثر داشته باشد. مارش و پفلیدر<sup>۶</sup> (۱۹۹۷) نقش صنعت را بر بازده سهام مورد بررسی قرار دادند و دریافتند که عامل صنعت حدود ۲۰٪ تا ۳۰٪ تغییرات در بازده سهام را توضیح

1- Guming

2- Basu

3- Wan, et al.

4- Jaffrey and Westerfield

5- Stefanis

6 - Marsh and Pflleiderer

می‌دهد. عامل صنعت اطلاعات سودمندی را برای استفاده کنندگان صورتهای مالی فراهم می‌کند و همه عواملی که بر سودآوری یک صنعت موثرند به طریقی بر روند سودآوری شرکت مورد مطالعه نیز تاثیر خواهند گذاشت. لذا، سرمایه‌گذاران قبل از سرمایه‌گذاری در یک شرکت باید صنعت مذکور را مورد مطالعه قرار دهد و بر همین اساس نیز نرخ رشد آینده صنعت مذکور را پیش‌بینی کنند.

### و) نرخ رشد سود

نرخ رشد سود اطلاعات سودمندی را برای استفاده کنندگان صورتهای مالی در پیش‌بینی سودآوری آتی و عملکرد آتی شرکتها فراهم می‌آورد ولی تاثیرگذاری آن بر بازده سهام همواره مورد سوال و ابهام بوده است. کلارک<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) نقش رشد سود حسابداری را بر بازده سهام مورد بررسی قرار داد و به این نتیجه رسید که برخلاف تصور بسیاری از سرمایه‌گذاران و مفسران مالی که معتقدند نرخهای رشد سود حسابداری بالا با نرخهای بالای بازده مترادفند، نرخ رشد سود حسابداری بر بازده سهام تاثیر ندارد. استفانیس<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) اظهار داشت که نرخ رشد سود حسابداری اثر مثبتی بر بازده سهام دارد و با افزایش میزان رشد شرکتها بازده سهام نیز افزایش می‌یابد. بالا رفتن نرخ رشد سود به مفهوم بهبود عملکرد مدیریت و کسب بازدهی بالاتر می‌باشد و در نتیجه انتظار می‌رود که بازده سهام شرکتها ی با نرخ رشد سود مثبت افزایش یابد. با توجه به موارد ذکر شده می‌توان گفت ارتباط مثبت و معناداری بین نرخ رشد سود شرکتها و بازده سهام وجود دارد.

### روش تحقیق

#### جامعه و نمونه آماری

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که از سال ۱۳۷۸ لغایت ۱۳۸۷ در بورس فعال بوده‌اند. برای انتخاب نمونه از روش حذفی و با توجه به معیارهای زیر صورت گرفته است:

1- Clark  
2- Stefanis

۱. سال مالی شرکت پایان اسفندماه باشد،
  ۲. وقفه معاملاتی بیش از ۶ ماه نداشته باشند،
  ۳. حداقل یک سال قبل از دوره موردنظر (۱۳۷۷) در بورس اوراق بهادار تهران مورد پذیرش قرار گرفته باشد، و
  ۴. اطلاعات شرکت در دسترس باشد.
- برای حذف داده‌های پرت ابتدا داده‌های با توجه به بازده مرتب گردیده و یک درصد بالاترین و پایین‌ترین مشاهدات حذف گردیده است. بعد از مد نظر قرار دادن معیارهای ذکر شده تعداد ۶۲۰ سال - شرکت به عنوان نمونه تحقیق انتخاب گردید.
- الگوهای آزمون فرضیه‌های تحقیق
- ارتباط متغیرهای مورد نظر حسابداری و بازده سهام توسط رگرسیون تک متغیره و چند متغیره آزمون می‌شود که در این جا به این الگوها اشاره می‌کنیم:

$$RTN_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$RTN_{it} = b_0 + b_1 OI_{it} + \varepsilon_2 \quad (2)$$

$$RTN_{it} = c_0 + c_1 OI_{it} + c_2 NI_{it} + \varepsilon_3 \quad (3)$$

$$RTN_{it} = d_0 + d_1 D_{it} + \varepsilon_4 \quad (4)$$

$$RTN_{it} = e_0 + e_1 CFO_{it} + e_2 ROC_{it} + e_3 TOI_{it} + e_4 CFI_{it} + e_5 CFF_{it} + \varepsilon_5 \quad (5)$$

$$RTN_{it} = f_0 + f_1 I_{it} + \varepsilon_6 \quad (6)$$

$$RTN_{it} = g_0 + g_1 P/E_{it} + \varepsilon_7 \quad (7)$$

$$RTN_{it} = h_0 + h_1 EG_{it} + \varepsilon_8 \quad (8)$$

در این الگوها RTN، بازده سالانه سهام؛ NI سود خالص؛ OI، سود عملیاتی؛ D سود تقسیمی؛ CFO، جریانهای نقدی عملیاتی؛ ROC، بازده سرمایه‌گذاریها و جوه پرداختی بابت تامین مالی؛ TOI، مالیات بردرآمد؛ CFI، جریانهای نقدی سرمایه‌گذاری؛ و CFF، جریانهای نقدی تامین مالی می‌باشد که همه آنها با توجه به ارزش بازار اول دوره همگن شده و P/E نسبت قیمت به سود می‌باشد. I نوع صنعت و EG نرخ رشد سود می‌باشد که از تقسیم میزان تغییر سود سال جاری بر سود سال قبل حاصل شده است. همچنین متغیرهای  $\alpha$ ،  $b$ ،  $c$ ،  $d$ ،  $e$ ،  $f$ ،  $g$ ، و  $h$  ضرایب الگوها



و  $\epsilon$  مقدار خطای الگوها می باشد.

جدول ۱. آمار توصیفی متغیرهای تحقیق

متغیرها	علامت اختصاری	میانگین	انحراف معیار	حداکثر	حداقل
سود خالص	NI	۰/۲۲۱۸	۰/۱۷۹۹	۱/۹۳	-۰/۱۹
سود عملیاتی	OI	۰/۲۸۱۱	۰/۲۱۳۹	۲/۰۲	-۰/۰۷
سود تقسیمی	D	۰/۱۷۶۰	۰/۱۸۲۲	۲/۹۹	۰/۰۱
جریانهای نقدی عملیاتی	CFO	۰/۲۱۵۸	۰/۲۷۵۶	۲/۶۶	-۰/۶۵
بازده سرمایه گذارینها و وجوه پرداختی بابت تامین مالی	ROC	-۰/۱۳۰۹	۰/۱۲۲۴	۰/۰۳	-۱/۳۷
مالیات بردرآمد	TOI	-۰/۰۴۴۵	۰/۰۴۶۶	۰/۰۶	-۰/۴۱
جریانهای نقدی سرمایه گذاری	CFI	-۰/۱۳۱۸	۰/۳۳۸۲	۰/۵۲	-۴/۴۹
جریانهای نقدی تامین مالی	CFE	۰/۰۹۹۳	۰/۲۷۲۳	۲/۸۹	-۱/۰۸
نسبت قیمت به سود	P/E	۶/۹۹۵۹	۴/۶۹۹۲	۳۹/۰۰	-۱۹/۰۰
نرخ رشد سود	EG	۰/۳۱۴۴	۱/۲۴۳۰	۸/۲۸	-۱۷/۶۸
بازده سالانه سهام	RTN	۰/۴۱۷	۰/۷۸۰	۶/۵۸۴	-۰/۹۸۴

### آمار توصیفی

نتایج حاصل از آمار توصیفی در جدول شماره (۱) آورده شده است. همانطور که در جدول شماره (۱) ملاحظه می شود میانگین سود خالص به ارزش بازار (NI) شرکت های نمونه معادل ۲۲ درصد و انحراف معیار آنها معادل ۱۸ درصد می باشد. میانگین سود عملیاتی به ارزش بازار (OI) شرکت های نمونه نیز معادل ۲۸ درصد و انحراف معیار آنها معادل ۲۱ درصد می باشد. همچنین میانگین و انحراف معیار سود تقسیمی به ارزش بازار (D) شرکت های نمونه به ترتیب معادل ۱۷/۶ درصد و ۱۸ درصد می باشد. میانگین و انحراف معیار نسبت قیمت به سود (P/E) شرکت های نمونه به ترتیب معادل ۶/۹۹ مرتبه و ۴/۷ مرتبه می باشد. میانگین رشد سود (EG) شرکت های

نمونه نیز ۳۱/۴ درصد و انحراف معیار آن معادل ۱۲۴ درصد می‌باشد میانگین بازده سهام (RTN) شرکت‌های نمونه نیز ۴۱/۷ درصد و انحراف معیار آن معادل ۷۸ درصد می‌باشد. نتایج حاصل از آمار توصیفی بیانگر ترکیب مناسب شرکت‌های نمونه و تنوع قابل توجه آنها و در نتیجه امکان تعمیم نتایج نمونه به جامعه تحقیق می‌باشد.

### یافته‌های تحقیق

#### الف) سود حسابداری و بازده سهام

جدول شماره (۲) نتایج الگو شماره (۱) یعنی رابطه بین سود خالص و بازده سهام را نشان می‌دهد. ضریب متغیر سود خالص با توجه به داده‌های تجمعی معادل ۱۳۸/۳ و آماره آزمون (مقدار  $t$ ) ۶/۴ می‌باشد که در سطح اطمینان بیش از ۹۹٪ مورد تایید قرار می‌گیرد و می‌توان گفت بین سود خالص و بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معناداری وجود دارد و با افزایش سود خالص بازده سهام شرکتها نیز افزایش می‌یابد. این نتایج با یافته‌های لو<sup>۱</sup> (۱۹۷۷) و یافته‌های رونن و سدن<sup>۲</sup> (۱۹۸۱) سازگار می‌باشد.

نتایج حاصل از آزمون الگو با توجه به داده‌های سالانه نیز نشان می‌دهد که در اغلب سالهای مورد بررسی یعنی سالهای ۱۳۷۹، ۱۳۸۳، ۱۳۸۴، ۱۳۸۶، ۱۳۸۷ ارتباط معناداری بین سود خالص و بازده سهام وجود داشته است و با افزایش درصد سود خالص بازده سهام شرکتها نیز افزایش یافته است. ضریب تعیین الگو نیز برای سالهای مختلف متفاوت می‌باشد که بیشترین مقدار آن مربوط به سال ۱۳۸۶ و به میزان ۴۷/۸٪ می‌باشد که بیانگر آن است که در سال ۱۳۸۶ حدود ۴۸٪ تغییرات بازده بوسیله سود تبیین شده است. بررسی ارتباط بین سود خالص با بازده سهام در طی سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ نشان می‌دهد که با گذشت زمان توجه بازیگران بازار سرمایه مانند سرمایه‌گذاران، سهامداران، و تحلیل‌گران به سود خالص به عنوان یک قلم اطلاعاتی حائز اهمیت افزایش یافته است و نقش این متغیر در تبیین بازده بیشتر شده است. لازم به ذکر است علامت ضریب متغیر نیز مثبت می‌باشد که با علامت پیش‌بینی شده سازگار می‌باشد.

1- Lev

2- Ronen and Sadan

جدول ۲. نتایج آزمون الگوی شماره (۱)

$RTN_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{it} + \varepsilon_{it}$				
سال	مقدار ثابت	ضریب متغیر	R <sup>2</sup> (%)	D-W
۱۳۷۸	۶۸,۳۶ (۲,۰۷**)	۱۲۴,۴۴ (۱,۳۹)	۴,۶	۲,۲۰
۱۳۷۹	۲۳,۵۱ (۱,۱۱)	۱۷۹,۸۱ (۲,۲۴**)	۱۰,۹	۱,۶۹
۱۳۸۰	۶۲,۱۵ (۱,۷۸*)	۱,۸۴ (۰,۰۱)	۰,۰	۱,۶۳
۱۳۸۱	۳۸,۵۴ (۲,۴۲**)	۹۰,۹۳ (۱,۳۸)	۵,۰	۱,۵۲
۱۳۸۲	۸۰,۸۷ (۱,۹۵*)	-۴۴,۰۲ (-۰,۲۲)	۱,۰	۱,۷۶
۱۳۸۳	۱۴,۴۱ (۰,۷۶)	۱۳۸,۰۹ (۱,۹۱*)	۹,۷	۱,۸۳
۱۳۸۴	-۱۶,۸۱ (-۲,۶۸**)	۵۶,۹۰ (۱,۹۶*)	۹,۰	۱,۷۲
۱۳۸۵	۹,۴۱ (۰,۷۰۲)	۷۱,۲۲ (۱,۴۵)	۳,۹	۱,۷۹
۱۳۸۶	-۲۱,۴۶ (-۲,۳۹**)	۱۷۳,۶۶ (۶,۹۷**)	۴۷,۸	۲,۱۰
۱۳۸۷	-۱۵,۶۵ (-۲,۱۹**)	۸۹,۱۱ (۳,۲۲**)	۱۶,۶	۱,۸۲
تجمعی	۱۱,۶۸ (۱,۹۴*)	۱۳۸,۲۳ (۶,۴۲**)	۸,۷	۱,۵۲

\*\*\*, \*\* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار است. اعداد داخل پرانتز مقادیر آماره t می باشند.

جدول (۳) نتایج الگوی شماره (۲) یعنی ارتباط بین سود عملیاتی و بازده سهام را نشان می‌دهد. ضریب متغیر سود عملیاتی با توجه به داده‌های تجمعی معادل  $109/8$  و مقدار  $t$  معادل  $6/1$  می‌باشد که در سطح اطمینان بیش از  $99\%$  ارتباط بین سود عملیاتی و بازده سهام مورد تایید قرار می‌گیرد و می‌توان گفت بین سود عملیاتی و بازده سهام ارتباط معناداری وجود دارد. همچنین ضریب تعیین الگو با توجه به داده‌های تجمعی معادل  $8$  درصد می‌باشد. علامت ضریب الگو نیز مثبت می‌باشد که با علامت پیش‌بینی شده سازگار می‌باشد.

جدول ۳. نتایج آزمون الگوی شماره (۲)

$RTN_{it} = b_0 + b_1 OI_{it} + \varepsilon_2$				
سال	مقدار ثابت	ضریب متغیر	R <sup>2</sup> (%)	D-W
۱۳۷۸	۵۹,۰۴ (۱,۸۵*)	۱۱۶,۱۵ (۱,۷۶*)	۷,۲	۲,۳۱
۱۳۷۹	۵۰,۹۶ (۲,۳۳**)	۴۴,۸۹ (۰,۷۴)	۱,۳	۱,۷۶
۱۳۸۰	۱۰۰,۴۶ (۴,۰۸**)	-۱۳۷,۱۴ (-۱,۷۱*)	۸,۰	۱,۸۲
۱۳۸۱	۵۱,۲۸ (۳,۱۵۱**)	۱۸,۰۳ (۰,۳۷)	۴,۰	۱,۵۶
۱۳۸۲	۷۰,۵۰۱ (۱,۸۹*)	۹,۳۳ (۰,۷۱)	۰,۰	۱,۷۵
۱۳۸۳	-۸,۵۹ (-۰,۳۳)	۲۴۲,۹۲ (۲,۳۴**)	۱۴,۶	۱,۸۳
۱۳۸۴	-۲۱,۲۸ (-۲,۸۱**)	۷۷,۶۰ (۲,۱۵**)	۱۰,۶	۱,۸۱
۱۳۸۵	۲,۵۲۱ (۰,۱۴)	۸۹,۲۷ (۱,۹۱*)	۶,۵	۱,۸۵
۱۳۸۶	-۳۰,۷۶ (-۳,۱۴**)	۱۶۵,۱۱ (۷,۳۷**)	۵۰,۶	۲,۰۰
۱۳۸۷	-۱۴,۵۲ (-۲,۱۷**)	۵۹,۶۸ (۳,۳۶**)	۱۸,۴	۲,۰۴
تجمعی	۱۱,۳۷ (۱,۸۰*)	۱۰۹,۸۴ (۶,۱۲**)	۸,۰	۱,۵۴

\*\*،\* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار. اعداد داخل پرانتز مقادیر آماره t می باشند.

به منظور بررسی بیشتر، الگوی شماره (۲) با توجه به داده‌های سالانه نیز مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل از آزمون الگو با توجه به داده‌های سالانه حاکی از تایید الگو برای سالهای ۱۳۷۸، ۱۳۸۰، ۱۳۸۳، ۱۳۸۴، ۱۳۸۵، ۱۳۸۶ و ۱۳۸۷ می‌باشد. حداکثر ضریب تعیین الگو مربوط به سال ۱۳۸۶ و معادل ۵۰/۶٪ می‌باشد. نتایج حاصل از داده‌های سالانه حاکی از ارتباط مثبت بین سود عملیاتی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد که با علامت پیش‌بینی شده سازگار می‌باشد. بررسی ارتباط بین سود عملیاتی با بازده سهام در طی سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ نشان می‌دهد که از سال ۱۳۸۳ به بعد توجه سرمایه‌گذاران و سهامداران به سود عملیاتی به عنوان یک قلم اطلاعاتی حائز اهمیت در تبیین بازده سهام افزایش یافته است. این نتیجه می‌تواند گویای آن باشد که در سالهای اخیر توجه به داده‌های مالی و ارزیابی سهام با استفاده از اطلاعات مالی افزایش یافته و حرکات احساسی سرمایه‌گذاران کاهش یافته است.

جدول ۴. نتایج آزمون الگوی شماره (۳)

$RTN_{it} = C_0 + C_1 OI_{it} + C_2 NI_{it} + \varepsilon_3$					
سال	مقدار ثابت	NI	OI	R <sup>2</sup> (%)	D-W
۱۳۷۸	۵۹,۴۳ (۱,۷۵*)	-۵,۸۴ (-۰,۰۴)	۱۱۹,۶۹ (۱,۰۴)	۷,۲	۲,۳۱
۱۳۷۹	۳۲,۸۹ (۱,۶۷)	۶۰۲,۸۲ (۳,۷۱**)	-۳۴۰,۹۹ (-۲,۹۲**)	۲۶,۶	۱,۸۲
۱۳۸۰	۷۰,۴۴ (۲,۱۱**)	۲۳۹,۲۴ (۱,۳۱)	-۲۱۵,۲۳ (-۲,۱۷**)	۱۲,۵	۱,۸۵
۱۳۸۱	۴۴,۰۱ (۲,۹۱**)	۴۴۸,۱۳ (۲,۸۱**)	-۲۷۷,۱۰ (-۲,۴۳**)	۱۸,۷	۱,۸۱
۱۳۸۲	۷۹,۱۱ (۱,۸۸*)	-۱۴۵,۳۳ (-۰,۴۶)	۷۷,۶۲ (۰,۴۱)	۶,۰	۱,۸۰۶۱
۱۳۸۳	-۸,۵۳ (-۰,۳۱)	۰,۹۵ (۰,۰۱)	۲۴۱,۸۲ (۱,۳۵)	۱۴,۶	۱,۸۳
۱۳۸۴	-۲۱,۳۸ (-۲,۸۰**)	۲۶,۰۶ (۰,۶۳)	۵۴,۲۲ (۱,۰۴)	۱۱,۵	۱,۷۷
۱۳۸۵	-۲,۲۸ (-۰,۱۵)	۳۹,۲۱ (۰,۷۳)	۷۳,۲۷ (۱,۴۱)	۷,۵	۱,۸۴
۱۳۸۶	-۳۲,۱۱ (-۳,۳۸**)	۸۴,۳۷ (۲,۱۲**)	۱۰۲,۱۴ (۲,۷۸**)	۵۴,۶	۱,۹۸
۱۳۸۷	-۱۶,۴۲ (-۲,۱۱**)	۴۱,۵۸ (۰,۸۶)	۳۷,۸۸ (۱,۳۱)	۱۸,۴	۱,۸۷
کل	۷,۹۲ (۱,۲۳)	۸۸,۱۶ (۲,۶۲**)	۵۳,۷۲ (۱,۹۴*)	۹,۴	۱,۵۳

\*\*\*, \*\* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار. اعداد داخل پرانتز مقادیر آماره t می باشند.

به منظور بررسی دقیق‌تر ارتباط بین سودآوری و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط بین سود خالص و سود عملیاتی با بازده سهام با استفاده از الگوی شماره (۳) مورد آزمون قرار گرفته است. نتایج حاصل از آزمون الگوی شماره (۳) در جدول شماره (۴) آورده شده است. نتایج رگرسیون الگوی شماره (۳) نشان می‌دهد که رابطه مثبتی بین سود خالص، سود عملیاتی، و بازده سهام وجود دارد. ضریب سود خالص و سود عملیاتی با توجه به داده‌های تجمعی به ترتیب معادل  $۸۸/۲$  و  $۵۳/۷$  و مقدار آماره آزمون برای دو متغیر ذکر شده به ترتیب برابر  $۲/۶۲$  و  $۱/۹۴$  می‌باشد که در سطح اطمینان بیش از  $۹۹\%$  و  $۹۵\%$  مورد تایید قرار می‌گیرند و می‌توان گفت از دیدگاه سرمایه‌گذاران و سهامداران هر دو متغیر سود عملیاتی و سود خالص بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران موثر می‌باشد. به عبارت دیگر، گزارش هر دو رقم ذکر شده اطلاعات مفیدی را جهت ارزیابی سهام در اختیار سرمایه‌گذاران قرار می‌دهد. همچنین ضریب تعیین الگو نیز بین  $۶\%$  تا  $۵۵\%$  می‌باشد که نسبت به الگوهای قبلی افزایش دارد و بیانگر اهمیت هر دو متغیر در تصمیمات سرمایه‌گذاری سهامداران، سرمایه‌گذاران و تحلیل‌گران می‌باشد. نتایج این تحقیق با یافته‌های ثقفی و سلیمی (۱۳۸۴) سازگار می‌باشد.

#### ب) سود تقسیمی و بازده سهام

جدول شماره (۵) نتایج الگو شماره (۴) یعنی رابطه بین سود تقسیمی و بازده سهام را نشان می‌دهد. ضریب متغیر سود تقسیمی با توجه به داده‌های تجمعی معادل  $۳۸/۹$  و مقدار  $t$  معادل  $۱/۷۹$  می‌باشد که در سطح اطمینان بیش از  $۹۵\%$  می‌توان گفت بین سود تقسیمی و بازده سهام ارتباط مثبتی وجود دارد. همچنین ضریب تعیین الگو با توجه به داده‌های تجمعی معادل  $۸\%$  می‌باشد. نتایج حاصل از داده‌های تجمعی نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به سود تقسیمی توجه می‌نمایند و سود تقسیمی یکی از متغیرهای حائز اهمیت در تبیین بازده می‌باشد.

نتایج حاصل از آزمون الگوی شماره (۴) با توجه به داده‌های سالانه نیز نشان می‌دهد که در اغلب سالهای مورد بررسی یعنی سالهای ۱۳۷۸، ۱۳۸۱، ۱۳۸۵، ۱۳۸۶



و ۱۳۸۷ ارتباط معناداری بین سود تقسیمی و بازده سهام وجود دارد و این ارتباط به استثنای سال ۱۳۷۸ برای بقیه سالها مثبت می‌باشد که بیانگر آن است که با افزایش درصد سود تقسیمی بازده سهام شرکتها نیز افزایش می‌یابد. در واقع این نتایج نشان می‌دهد که از دید سرمایه‌گذاران تقسیم سود حائز اهمیت می‌باشد و مدیران شرکتها و سازمان بورس اوراق بهادار باید به این موضوع توجه ویژه‌ای داشته باشند. لازم به ذکر است که صریب تعیین الگوی شماره (۴) از سال ۱۳۸۵ به بعد افزایش قابل توجهی یافته است که بیانگر توجه سرمایه‌گذاران به سود تقسیمی به عنوان یکی از متغیرهای حائز اهمیت در تبیین بازده در سالهای اخیر می‌باشد. این نتایج نشان می‌دهد که در سالهای اخیر توجه به داده‌های مالی در ارزیابی سهام افزایش یافته است.

جدول ۵. نتایج آزمون الگوی شماره (۴)

$RTN_{it} = d_0 + d_1 D_{it} + \varepsilon_4$				
سال	مقدار ثابت	ضریب متغیر	$R^2$ (%)	D-W
۱۳۷۸	۱۷۱,۶۶ (۵,۰۶۵**)	-۱۹۶,۹۵ (-۱,۷۰*)	۷,۴	۲,۲۵
۱۳۷۹	۸۲,۸۲ (۳,۸۴**)	-۸۵,۳۳ (-۱,۰۶)	۲,۸	۱,۷۹
۱۳۸۰	۶۴,۲۱ (۴,۸۲**)	-۷,۱۱ (-۰,۲۹)	۳,۰	۱,۵۹
۱۳۸۱	۲۴,۴۸ (۱,۴۲)	۱۸۹,۱۸ (۲,۰۷**)	۱۰,۷	۱,۴۴
۱۳۸۲	۱۰۰,۵۰ (۳,۲۱**)	-۱۶۹,۳۰ (-۱,۰۴)	۲,۸	۱,۸۸
۱۳۸۳	۲۰,۸۸ (۰,۶۸)	۱۹۴,۶۳ (۰,۷۴)	۱,۵	۱,۷۰
۱۳۸۴	-۲,۷۳ (-۰,۲۰)	-۲۳,۷۰ (۰,۲۱)	۲,۰	۲,۲۲
۱۳۸۵	-۱,۳۰ (-۰,۱۰)	۲۰۵,۶۴ (۲,۵۶**)	۱۲,۳	۱,۵۵
۱۳۸۶	۰,۵۶ (۰,۰۳)	۱۶۸,۲۵ (۲,۴۱**)	۱۰,۵	۲,۲۲
۱۳۸۷	-۱۳,۲۲ (-۱,۷۶*)	۱۰۱,۲۳ (۲,۷۸**)	۱۳,۴	۲,۱۲
تجمعی	۳۸,۷۵ (۷,۰۸**)	۳۸,۹۹ (۱,۷۱*)	۸,۰	۱,۵۸

\*\*\*،\*\* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار. اعداد داخل پرانتز مقادیر آماره t می باشند.

جدول ۶. آماره‌های الگو رگرسیون خطی جریانهای نقدی و بازده سهام

$$RTN_{it} = e_0 + e_1 CFO_{it} + e_2 ROC_{it} + e_3 TOI_{it} + e_4 CFI_{it} + e_5 CFF_{it} + e_5$$

سال	مقدار ثابت	CFO	ROC	TOI	CFI	CFF	R <sup>2</sup> (%)	D-W
۱۳۷۸	-۷,۱۸ (-۰,۱۶)	۹۰,۷۱ (۰,۲۴)	-۱۸۱,۸۱ (-۰,۴۸)	-۵۸۵,۸۶ (-۱,۴۲)	-۸۰,۳۹ (-۰,۲۳)	-۶,۶۶ (-۰,۰۲)	۱۳,۷	۱,۷۹
۱۳۷۹	۱۰۱,۴۰ (۳,۳۸**)	-۱۰۴,۸۲ (-۰,۶۶)	۱۴,۴۸ (۰,۰۷)	۴۶,۷۳ (۰,۲۱)	-۱۱۷,۵۳ (-۰,۶۹)	-۲۰۲,۹۱ (۱,۴۹)	۰,۵	۲,۴۰
۱۳۸۰	۱۳۴,۳۷ (۳,۵۶**)	۱۰۴,۵۱ (۱,۲۶)	۶۳۳,۵۰ (۲,۹۷**)	۳۱۳,۱۸ (۰,۷۵)	-۱۶,۳۹ (-۰,۹۷)	-۵۰,۳۰ (-۰,۵۱)	۲۲,۰	۲,۰۵
۱۳۸۱	۵۰,۷۵ (۳,۱۹**)	۲۹۰,۹۴ (۱,۳۹)	۴۰۳,۴۱ (۱,۲۴)	-۲۰۷,۸۶ (-۱,۰۱)	۲۳۰,۸۵ (۱,۰۰)	۱۰۳,۸۱ (۰,۴۵)	۹,۵	۱,۸۷
۱۳۸۲	۴۷,۱۸ (۳,۹۲**)	-۵۶,۱۰ (-۰,۳۸)	-۲۵۷,۵۱ (۰,۶۶)	۴۳۶,۸۳ (۳,۲۵**)	-۴۹۳,۳۵ (-۱,۵۱)	-۴۰۹,۴۲ (-۱,۳۲)	۱۸,۵	۱,۹۱
۱۳۸۳	۲۲,۸۴ (۱,۱۹)	۲۸,۵۴ (۰,۳۷)	-۱۹,۴۸ (-۰,۱۴)	۱۱۴,۵۷ (-۰,۲۱)	-۳۰,۹۷ (-۰,۲۵)	-۲,۲۱ (-۰,۰۳)	۱۴,۱	۱,۲۷
۱۳۸۴	-۱۸,۶۷ (-۱,۹۵*)	۲۸,۱۳ (۱,۳۰)	-۵۴,۰۷ (-۰,۷۵)	-۱۱۵,۸۶ (-۰,۹۳)	-۲۷,۲۱ (-۰,۶۷)	-۴۴,۲۹ (-۱,۱۱)	۷,۳	۱,۷۲
۱۳۸۵	۲۰,۰۳ (۱,۰۹)	۱,۵۴ (۰,۰۶)	-۴۶,۵۷ (-۰,۴۴)	-۱۰۶,۳۹ (-۰,۴۷)	۱۷,۰۴ (۰,۲۰)	-۱۷,۹۹ (-۰,۳۱)	۸,۱	۱,۷۹
۱۳۸۶	-۰,۷۸ (-۰,۰۷)	-۱۲,۳۸ (-۰,۴۸)	-۱۰۲,۰۵ (-۱,۹۱*)	-۶۴,۱۵ (-۰,۵۲)	-۲۵,۲۰ (-۰,۶۲)	۹,۴۷ (۰,۲۶)	۵,۶	۲,۱۴
۱۳۸۷	-۷,۹۶ (-۱,۰۲)	-۱۱۲,۶۲ (-۱,۱۲)	-۱۰۲,۹۸ (-۱,۰۹)	-۴۶۰,۳۷ (-۲,۲۹**)	-۱۱۷,۹۷ (-۱,۰۶)	-۱۰۰,۱۱ (-۰,۹۳)	۲,۳	۲,۲۶
تجمعی	۲۶,۰۸ (۳,۷۸**)	۱۴,۳۷ (۰,۷۸)	۱۶,۹۳ (۰,۴۸)	۳۲۰,۹۲- (-۴,۰۶**)	۱۵,۴۰- (-۱,۰۳)	۲۴,۹۳- (-۱,۳۱)	۴,۲	۱,۴۹

\*\*\*،\*\* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار. اعداد داخل پرانتز مقادیر آماره t می باشند.

### ج) جریانهای نقدی و بازده سهام

یکی دیگر از متغیرهایی که در تبیین بازده از اهمیت زیادی برخوردار می باشد

جریان‌های نقدی است. جدول شماره (۶) نتایج الگو شماره (۵) یعنی ارتباط بین جریان‌های نقدی با بازده سهام را نشان می‌دهد. نتایج حاصل از داده‌های تجمعی با توجه به ضریب متغیرها و آماره  $t$  نشان می‌دهد که تنها بین متغیر مالیات بر درآمد با بازده سهام ارتباط وجود دارد و بین جریان‌های نقدی عملیاتی، بازده سرمایه‌گذاریها و وجوه پرداختی بابت تأمین مالی، جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی با بازده سهام رابطه معناداری وجود ندارد. همچنین مقدار ضریب تعیین تعدیل شده الگو حدود ۴ درصد می‌باشد که قابل توجه نیست و می‌توان گفت متغیرهای مربوط به صورت جریان وجوه نقد چندان در تبیین بازده سهام نقشی ندارند. این نتایج نشان می‌دهد که در محیط اقتصادی ایران سرمایه‌گذاران و سهامداران توجه چندانی به داده‌های صورت جریان وجه نقد ندارند و کمتر به داده‌های این صورت توجه می‌کنند.

بررسی ارتباط بین متغیرهای صورت جریان وجوه نقد (جریان‌های نقدی عملیاتی، بازده سرمایه‌گذاریها و وجوه پرداختی بابت تأمین مالی، مالیات بر درآمد، جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری و جریان‌های نقدی ناشی از فعالیت‌های تأمین مالی) با بازده سهام با توجه به داده‌های سالانه حاکی از عدم ارتباط بین متغیرهای یاد شده با بازده سهام در طی سالهای ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۷ می‌باشد. نتایج حاصل از داده‌های سالانه و تجمعی حاکی از عدم ارتباط بین متغیرهای صورت جریان وجوه نقد و بازده سهام می‌باشد که با یافته‌های تحقیق چو<sup>۱</sup> (۱۹۹۷) سازگار نیست. این نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران ایرانی در ارزیابی سهام توجه چندانی به داده‌های صورت جریان وجوه نقد ندارند. با توجه به نتایج حاصل از الگوی شماره (۵) به سرمایه‌گذاران پیشنهاد می‌گردد در تبیین بازده به داده‌های صورت جریان وجه نقد توجه نمایند.

#### د) نوع صنعت و بازده سهام

جدول شماره (۷) نتایج الگوی شماره (۶) یعنی رابطه بین نوع صنعت و بازده

سهام را نشان می‌دهد. ضریب متغیر نوع صنعت با توجه به داده‌های تجمعی معادل ۵/۸۹۷- و آماره آزمون (مقدار  $t$ ) ۰/۶۴۶- می‌باشد که در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ مورد تایید قرار نمی‌گیرد و می‌توان گفت که در بورس اوراق بهادار تهران بین نوع صنعت و بازده سهام ارتباط معناداری وجود ندارد. این نتایج با یافته‌های مطالعه مارش و پفلیدر (۱۹۹۷) سازگار نمی‌باشد و نشان می‌دهد که در محیط اقتصادی ایران سرمایه‌گذاران و سهامداران به عامل صنعت به عنوان یکی از ویژگی‌های خاص شرکتها توجه چندانی ندارند. نوع صنعت می‌تواند اطلاعات سودمندی در رابطه با سودآوری آتی شرکت برای سهامداران و سرمایه‌گذاران فراهم کند که این عامل در دوره مورد بررسی توسط سرمایه‌گذاران و سهامداران لحاظ نشده است.

جدول ۷. نتایج آزمون الگوی شماره (۶)

$$RTN_{it} = f_0 + f_1 I_{it} + \varepsilon_6$$

سال	مقدار ثابت	ضریب متغیر	$R^2$ (%)	D-W
۱۳۷۸	۱۰۵,۸۳ (۷,۸۶**)	۲,۳۴ (۰,۰۶)	۰,۰	۲,۱۵
۱۳۷۹	۶۱,۱۸ (۴,۸۷**)	۱۵,۱۳۹ (۰,۶۱)	۰,۹	۱,۸۵
۱۳۸۰	۷۰,۶۸ (۵,۹۵**)	-۴۸,۷۷ (-۱,۶۸)	۷,۶	۱,۶۰
۱۳۸۱	۵۰,۹۷ (۴,۶۶**)	۱۱,۵۸ (۰,۵۳)	۰,۷	۱,۵۸
۱۳۸۲	۸۲,۵۹ (۳,۹۷**)	-۴۷,۶۷ (-۰,۹۳)	۲,۰	۱,۸۳
۱۳۸۳	۲۳,۰۹ (۱,۷۷*)	۶۴,۶۷ (۲,۱۳**)	۸,۸	۱,۹۷
۱۳۸۴	-۸,۴۹ (-۱,۸۴*)	-۵,۸۶ (-۰,۵۱)	۰,۵	۲,۰۴
۱۳۸۵	۲۷,۶۹ (۳,۷۱**)	-۶,۳۱ (-۰,۳۸)	۰,۲	۱,۷۵
۱۳۸۶	۲۹,۷۷ (۳,۰۷**)	-۲۲,۲۰ (-۱,۰۲)	۱,۹	۲,۳۱
۱۳۸۷	۶,۳۷ (۱,۴۱)	-۲۰,۸۷ (-۲,۴۷**)	۷,۲	۱,۹۷
کل	۴۲,۸۱ (۱۰,۸۳**)	-۵,۹۰ (-۰,۶۵)	۰,۱	۱,۵۱

\*\*\*،\*\* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار. اعداد داخل پرانتز مقادیر آماره t می باشند.

نتایج حاصل از آزمون الگوی شماره (۶) با توجه به داده‌های سالانه نیز نشان می‌دهد که تنها در سالهای ۱۳۸۳ و ۱۳۸۷ ارتباط معناداری بین نوع صنعت و بازده سهام وجود داشته است و در بقیه سالها ارتباطی مشاهده نشده است. ضریب تعیین الگو برای سالهای ۱۳۸۳ و ۱۳۸۷ به ترتیب معادل ۸,۸٪ و ۷,۲٪ می‌باشد که بیانگر ارتباط نسبتاً پایین بازده با نوع صنعت در بورس اوراق بهادار تهران می‌باشد. نتایج آزمون نوع صنعت با توجه به داده‌های مقطعی نشان می‌دهد که عامل صنعت در تبیین بازده در بخش اعظم سالهای مورد بررسی مورد غفلت قرار گرفته است.

جدول ۸. نتایج آزمون الگوی شماره (۷)

$RTN_{it} = g_0 + g_1 P / E_{it} + \varepsilon_7$				
سال	مقدار ثابت	P/E	$R^2$ (%)	D-W
۱۳۷۸	۹۰,۴۱ (۳,۴۱**)	۲,۵۸ (۰,۶۷)	۹,۰	۲,۱۳
۱۳۷۹	۳۷,۵۸ (۱,۳۶)	۴,۱۳ (۱,۰۹)	۲,۸	۱,۷۰
۱۳۸۰	-۱۴,۷۷ (۰,۶۸)	۱۱,۲۰ (۳,۹۴**)	۳۲,۰	۲,۱۷
۱۳۸۱	۴۵,۵۶ (۲,۴۷**)	۰,۸۰ (۰,۵۷)	۱,۱	۱,۷۴
۱۳۸۲	۷۶,۲۰۳ (۲,۱۰**)	-۲,۱۰ (۰,۵۷)	۱,۱	۱,۵۲
۱۳۸۳	۵۶,۹۸ (۱,۹۵*)	-۱,۱۶ (-۰,۶۰)	۱,۰	۱,۹۳
۱۳۸۴	-۷,۴۳ (-۰,۸۸)	-۰,۵۶ (۰,۵۶)	۰,۷	۱,۹۹
۱۳۸۵	۲۶,۲۶ (۱,۹۳*)	۰,۴۳ (۰,۲۳۱)	۰,۱	۱,۸۵
۱۳۸۶	۳۲,۲۵ (۱,۵۶)	-۰,۹۳ (-۰,۲۵)	۰,۱	۲,۲۶
۱۳۸۷	-۳,۲۳ (-۰,۵۱)	۱,۹۲ (۱,۶۱)	۵,۰	۱,۷۶
تجمعی	۳۴,۸۹ (۵,۳۸**)	۱,۱۲ (۱,۴۲)	۰,۵	۱,۵۵

\*\*\*, \*\* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار. اعداد داخل پرانتز مقادیر آماره t می باشند.



### ه) نسبت قیمت به سود (P/E) و بازده سهام

نتایج آزمون الگوی شماره (۷) در جدول شماره (۸) آورده شده است. ضریب نسبت P/E با توجه به داده‌های تجمعی معادل  $1/124$  و مقدار  $t$  معادل  $1/416$  می‌باشد که در سطح اطمینان بیش از ۹۵٪ می‌توان گفت بین نسبت P/E و بازده سهام ارتباط معناداری وجود ندارد. همچنین ضریب تعیین الگو نیز با توجه به داده‌های تجمعی معادل ۰٫۵٪ می‌باشد که می‌توان گفت هیچ ارتباطی بین دو متغیر ذکر شده وجود ندارد. این نتایج با یافته‌های باسو<sup>۱</sup> (۱۹۷۷)، استفانیس<sup>۲</sup> (۲۰۰۷)، و وان و همکاران<sup>۳</sup> (۲۰۰۷) سازگار نمی‌باشد. از آنجایی که نسبت قیمت به سود نشان‌دهنده رشد و ریسک یک شرکت می‌باشند، در نتیجه می‌توان این برداشت را نمود که در بورس اوراق بهادار تهران سرمایه‌گذاران توجه چندانی به دو عامل ذکر شده ندارند. نتایج حاصل از آزمون الگوی شماره (۷) با توجه به داده‌های سالانه نیز نشان می‌دهد که تنها در سال ۱۳۸۰ ارتباط معناداری بین نسبت P/E و بازده سهام وجود داشته و این ارتباط مثبت بوده است. نتایج حاصل از الگوی شماره (۷) با توجه به داده‌های سال ۱۳۸۰ بیانگر آن است که با افزایش درصد نسبت P/E بازده سهام شرکتها نیز افزایش یافته است. در واقع با افزایش رشد شرکتها بازده سهام شرکتها نیز افزایش یافته است. بطور کلی، نتایج حاصل از آزمون الگو شماره (۷) نشان می‌دهد که از دید سرمایه‌گذاران نسبت P/E در تبیین بازده سهام شرکتها پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران چندان حائز اهمیت نمی‌باشد.

### و) نرخ رشد سود و بازده سهام

جدول شماره (۹) نتایج الگوی شماره (۸) یعنی رابطه بین نرخ رشد سود و بازده سهام را نشان می‌دهد. ضریب متغیر نرخ رشد سود با توجه به داده‌های تجمعی معادل  $15/55$  و آماره آزمون (مقدار  $t$ )  $4/78$  می‌باشد که در سطح اطمینان بیش از ۹۹٪ مورد تایید قرار می‌گیرد و می‌توان گفت که در بورس اوراق بهادار تهران بین

1- Basu  
2- Stefanis  
3- Wan, et al

نرخ رشد سود و بازده سهام ارتباط مثبت و معناداری وجود دارد. این نتایج با یافته‌های کلارک<sup>۱</sup> (۲۰۰۰) و استیفاینس<sup>۲</sup> (۲۰۰۷) سازگار می‌باشد. نتایج حاصل از آزمون الگو با توجه به داده‌های سالانه نیز نشان می‌دهد که در اغلب سالهای مورد بررسی یعنی سالهای ۱۳۷۹، ۱۳۸۰، ۱۳۸۱، ۱۳۸۲، ۱۳۸۳، ۱۳۸۴، و ۱۳۸۶ ارتباط مثبت و معناداری بین نرخ رشد سود حسابداری و بازده سهام وجود داشته است. این نتایج نشان می‌دهد که سرمایه‌گذاران توجه ویژه‌ای به رشد شرکتها داشته و با افزایش رشد انتظارات سرمایه‌گذاران نیز در خصوص بازده تغییر می‌یابد و در واقع با رشد مثبت، بازده افزایش و با نرخ رشد منفی بازده کاهش می‌یابد.

---

1- Clark  
2- Stefanis

جدول ۹. نتایج آزمون الگوی شماره (۸)

$RTN_{it} = h_0 + h_1 EG_{it} + \varepsilon_8$				
سال	مقدار ثابت	EG	R <sup>2</sup> (%)	D-W
۱۳۷۸	۹۲,۲۶ (۷,۰۲**)	۱۱,۰۳ (۱,۱۳)	۲,۹	۲,۲۸
۱۳۷۹	۴۵,۶۸ (۴,۶۴**)	۹۲,۳۷ (۴,۵۵**)	۳۳,۶	۲,۲۱
۱۳۸۰	۴۸,۸۶ (۳,۸۵**)	۳۸,۲۲ (۱,۹۹*)	۱۰,۵	۱,۶۱
۱۳۸۱	۴۸,۶۸ (۴,۹۳**)	۲۲,۲۱ (۱,۷۷*)	۷,۸	۱,۵۶
۱۳۸۲	۴۶,۳۸ (۲,۵۷**)	۹۰,۲۵ (۴,۳۵**)	۳۳,۹	۲,۱۹
۱۳۸۳	۲۸,۰۸ (۲,۱۳**)	۳۸,۸۶ (۲,۹۹**)	۱۸,۳	۱,۹۲
۱۳۸۴	-۱۲,۲۹ (-۳,۰۶**)	۸,۹۰ (۱,۹۷*)	۹,۱	۱,۷۱
۱۳۸۵	۲۸,۱۴ (۳,۶۷**)	-۴,۴۵ (-۰,۹۷)	۱,۷	۱,۷۷
۱۳۸۶	۱۹,۸۵ (۲,۲۴**)	۱۰,۸۳ (۲,۰۰*)	۷,۰	۲,۱۴
۱۳۸۷	۰,۸۲ (۰,۱۹)	۵,۱۹ (۱,۱۶)	۲,۵	۱,۷۵
تجمعی	۳۵,۶۹ (۹,۵۵**)	۱۵,۵۵ (۴,۷۸**)	۱۴,۹	۱,۵۵

\*\*،\* به ترتیب در سطح ۱٪ و ۵٪ معنادار. اعداد داخل پرانتز مقادیر آماره t می باشند.

### نتیجه‌گیری و پیشنهادات

این مطالعه به بررسی ارتباط بین اطلاعات استخراج شده از گزارشات مالی همانند سود خالص، سود عملیاتی، جریانهای نقدی عملیاتی، بازده سرمایه‌گذاریها و وجوه پرداختی بابت تامین مالی، مالیات بر درآمد، جریانهای نقدی ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، جریانهای نقدی ناشی از فعالیت‌های تامین مالی، سود تقسیمی، نوع صنعت، نرخ رشد سود حسابداری، و نسبت P/E با بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران می‌پردازد. این بررسی با استفاده از داده‌های سالانه و همچنین داده‌های تجمعی انجام شده است.

نتایج این مطالعه نشان داد که سود عملیاتی، سود خالص، سود تقسیمی، و نرخ رشد سود حسابداری از جمله عوامل موثر بر بازده سهام می‌باشند و هر چهار متغیر ذکر شده رابطه مثبت و معناداری با بازده سهام دارند. این نتایج نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران و سهامداران ایرانی اهمیت ویژه‌ای را برای عناصر صورت سود و زیان در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری قائل می‌باشند و بیشترین توجه خود را معطوف اطلاعاتی چون سود عملیاتی، سود خالص، سود تقسیمی و رشد سود می‌نمایند. بنابراین، به سازمان بورس اوراق بهادار به عنوان نهاد ناظر و سیاست‌گذار پیشنهاد می‌گردد که شرکتها را ملزم به ارائه این اطلاعات در مقاطع سه‌ماهه و حتی ماهانه نماید.

نتایج این بررسی نشان داد که جریانهای نقدی عملیاتی، بازده سرمایه‌گذاریها و وجوه پرداختی بابت تامین مالی، جریانهای نقدی ناشی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری، و جریانهای نقدی ناشی از فعالیت‌های تامین مالی از جمله عوامل موثر بر بازده سهام نمی‌باشند. این نتایج نشان می‌دهند که سرمایه‌گذاران توجه چندانی به صورت جریان وجوه نقد به عنوان یکی از صورت‌های مالی اساسی و صورتی که انعطاف‌پذیری مالی موسسه را نشان می‌دهد ندارند. عدم توجه سرمایه‌گذاران به این صورت خطای تصمیم‌گیری آنان را افزایش خواهد داد، در نتیجه پیشنهاد می‌گردد سرمایه‌گذاران، سهامداران و تحلیل‌گران در اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری خود به اطلاعات این صورت توجه نمایند. همچنین نتایج این تحقیق

نشان داد که در بورس اوراق بهادار تهران هیچ گونه ارتباطی بین نوع صنعت، و نسبت قیمت به سود (P/E) با بازده سهام وجود ندارد. بی توجهی سرمایه گذاران به نوع صنعت و ریسک مستتر در نسبت قیمت به سود (P/E) می تواند بیانگر انجام تحلیل های سطحی و نه تحلیل های عمیق و کارشناسانه توسط سرمایه گذاران، سهامداران و تحلیل گران باشد. در نتیجه، به سرمایه گذاران، سهامداران و تحلیل گران پیشنهاد می گردد در اتخاذ تصمیمات سرمایه گذاری با در نظر گرفتن کلیه اطلاعات، بویژه اطلاعات غیر مالی نظیر نوع صنعت، و ارزیابی گزینه های سرمایه گذاری از ابعاد مختلف اقدام به تصمیم گیری نمایند.

بررسی ارتباط بین متغیرهای مالی و غیر مالی یعنی سود خالص، سود عملیاتی، سود تقسیمی، جریان های نقدی، نرخ رشد سود، نوع صنعت و نسبت قیمت به سود با بازده سهام با توجه به داده های مقطعی نشان داد که نگاه سرمایه گذاران، سهامداران و تحلیل گران به متغیرهای مالی و غیر مالی در تبیین بازده سهام در طی سالهای گذشته تغیر یافته و میزان توجه سرمایه گذاران به داده های مالی نظیر سود خالص و سود عملیاتی در سالهای اخیر افزایش قابل توجهی داشته است. بطور کلی، نتایج حاصل از بررسی ارتباط بین متغیرهای مالی و غیر مالی با بازده سهام با توجه به داده های مقطعی نشان می دهد که تحلیلهای مالی در بازار سرمایه در سالهای اخیر افزایش یافته است و تداوم این روند می تواند منجر به افزایش کارایی بازار سرمایه ایران گردد.

## منابع و مأخذ

۱. ثقفی، علی و محمد جواد سلیمی. (۱۳۸۴). «متغیرهای بنیادی حسابداری و بازده سهام»، مجله علوم اجتماعی دانشگاه شیراز، دوره بیست و دوم، شماره دوم.
2. Ball, R. and Brown, R. (1968), "An empirical evaluation of accounting income numbers," *Journal of Accounting Research*, Vol. 6, pp. 159-178.
3. Basu, S., (1977), "Investment Performance of Common Stocks in Relation to Their Price-Earnings Ratios: A test of the Efficient Market Hypothesis," *Journal of Finance*, Vol. 32, pp.663-682.
4. Beaver, W., Lambert R. and Morse, D., (1993), "The Information Content of Security Prices," *Journal of Accounting and Economics*, July, pp.139-157.
5. Black, F. and Sholes, M., (1974), "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns." *Journal of Financial Economics*, May, pp. 1-22.
6. Bowen, R., Burgtashler, D. and Daley, A., (1987), "The Incremental Information Content of Accrual versus Cash flows." *The Accounting Review*, Vol. 62, pp.723-747.
7. Clark, T.A., (2000), "Earnings Growth and Stock Returns," August <http://www.honorvise.com>.
8. Chu, E. (1997), "Impact of Earnings, Dividends and Cash Flows on Stock Returns: Case of Taiwan's Stock Market," *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 9, pp. 181-202.
9. Cooper, G. and Macrum, J. (2001), "On the predictability of stock returns in real time," *Journal of Business*, November, 2001.
10. Guoming, H. A., (2009), "The Cross Section of Cash flow Volatility and Expected Stock returns", *Journal of Empirical Finance*, Vol. 16, pp.409-429.
11. Jeffrey, J. Westerfield, R. (1989), "Earnings Yields, Market Values, and Stock Returns", *Journal of Finance*, Vol. 44, pp.135-148.
12. Khoury, N. and Smith, K. (1977), "Dividend Policy and the Capital Gains Tax in Canada." *Journal of Business Administration*, Spring.
13. Lev, B., (1977), "The Usefulness of Earnings: Lessons and Directions from two Decades of Empirical Research", *Journal of Accounting Research*. pp. 153-192.
14. Liew, J., and Vassalou. M., (2000), "Can book-to market, size and Momentum be risk factors that Predict Economic Growth" *Journal of Financial Economics*, Vol.57, pp. 221-245.

15. Livnat, J. and P. Zarowin, (1990), "The Incremental Information content of Cash-Flow Components." *Journal of Accounting and Economics*, pp.1–22.
16. Litzenberger, R. H. and Ramaswamy, K. (1979), "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence." *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, 163–195.
17. Lorek, K. and G. L. Willinger, (1996), "A Multivariate Time-Series Prediction Model for Cash Flow Data." *The Accounting Review*, Vol. 71, 81–102.
18. Marsh, T. and Pflleiderer, P., (1997), "The role of country and industry effects in explaining global stock returns," *Working Paper*, Berkeley and Stanford University.
19. Miller, M. and Modigliani, F. (1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares." *Journal of Business*, Vol. 34, 411–433.
20. Ronen, J and S. Sadan, (1981), *Smooth Income Number*, Addison Wesley Publishing Company.
21. Stefanis, L. (2007), "Testing the Relation between Price-To- Earnings Ratio and Stock Returns in the Athens Stock Exchange," *Journal of Financial Economics*, Vol. 87, pp. 123-156.
22. Wan. M., Wan. M., and Fatah, A., (2007), "Multivariate Casual Estimates of Dividend Yields, Price Earning Ratio and Expected Stock Returns: Expected Stock Returns: Experince from Malasia". <http://mpra.ub.uni-munchen.de/14614/>

