

# ارتباط میان سود و جریانات نقدی با بازده سهام با توجه به ویژگیهای خاص شرکتهای

دکتر امیر پور حیدری

عضو هیئت علمی دانشگاه باهنر کرمان

محمود کهنسال

عضو هیئت علمی دانشگاه آزاد واحد اراک

## چکیده

یکی از اساسی‌ترین مسائل اقتصادی افراد، واحدهای تجاری و دولتها تخصیص بهینه منابع است. تخصیص بهینه منابع زمانی امکانپذیر است که منابع به سمت سرمایه‌گذاریهای پر بازده و با ریسک منطقی هدایت شوند. با توجه به ضرورت سرمایه‌گذاری در جهت نیل به توسعه اقتصادی، رایج راهکارهایی در جهت بهینه‌سازی ترکیب سرمایه‌گذاری می‌تواند گامی مثبت در جهت تشویق سرمایه‌گذاری و فعالتر شدن بازار سرمایه باشد. در فرایند تصمیم‌گیری

سرمایه‌گذاری توسط سرمایه‌گذاران، مدیران، تحلیل‌گران مالی و سایر گروه‌های استفاده‌کننده از اطلاعات یکی از فاکتورهای مهم برای تصمیم‌گیری پیش‌بینی بازده سهام می‌باشد.

در سالهای اخیر جهت پیش‌بینی بازده سهام علاوه بر اطلاعات حسابداری ویژگیهای خاص شرکتها نیز مورد توجه قرار گرفته است. این تحقیق به جهت کمک به سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان در فرایند تصمیم‌گیری، ارتباط میان سود و جریان‌ات نقدی با بازده سهام را با توجه به ویژگیهای خاص شرکتها از لحاظ اندازه، سطح بدهی و چرخه عمر مورد ارزیابی قرار می‌دهد. هدف اصلی مقاله بررسی میزان ارتباط سود، تغییرات سود و جریان‌ات نقدی با بازده سهام با توجه به ویژگیهای خاص شرکتها می‌باشد. نتایج این تحقیق نشان داد که سود اطلاعات مربوطتری جهت پیش‌بینی بازده سهام برای شرکت‌های بزرگ، شرکت‌های با سطح بدهی بالا و شرکت‌های فاقد رشد ارائه می‌کند. علاوه بر این نتایج این تحقیق نشان داد که تغییرات سود اطلاعات مربوطتری برای شرکت‌های کوچک، شرکت‌های با سطح بدهی پایین و شرکت‌های فاقد رشد ارائه می‌نماید. همچنین نتایج نشان داد که جریان‌ات نقدی اطلاعات افزایشی بیشتری جهت پیش‌بینی بازده سهام برای هر دو دسته شرکت‌های کوچک و بزرگ، شرکت‌های با سطح بدهی بالا و پایین و شرکت‌های فاقد رشد و در حال رشد ارائه نمی‌کند.

**کلید واژه‌ها:** سود، تغییرات سود، جریان‌ات نقدی، بازده سهام، ویژگیهای خاص شرکتها، شرکت‌های کوچک، شرکت‌های بزرگ، شرکت‌های با سطح بدهی بالا، شرکت‌های با سطح بدهی پایین، شرکت‌های فاقد رشد، شرکت‌های در حال رشد.

#### مقدمه

برای پیش‌بینی بازده سرمایه‌گذاران نیاز به ابزاری دارند که بتوانند بازده یک سرمایه‌گذاری را پیش‌بینی کنند. این نیاز موجب بوجود آمدن مدل‌هایی برای پیش‌بینی بازده سرمایه‌گذاری گردیده است.

یکی از معروف‌ترین این مدل‌ها، مدل قیمت‌گذاری دارایی‌های سرمایه‌ای (CAPM) می‌باشد. نتایج تحقیقات انجام شده در دو دهه گذشته در آمریکا و ژاپن نشان داد که مدل CAPM به تنهایی توانایی لازم برای پیش‌بینی بازده سهام را ندارد. از جمله این تحقیقات می‌توان به تحقیق (Martinez و Atiase ۱۹۸۷) اشاره نمود. نتایج تحقیق این دو محقق نشان داد که قیمت سهام تحت تأثیر چند متغیر حسابداری نظیر سود، جریان‌های نقدی و حقوق صاحبان سهام می‌باشد. آنان همچنین به این نتیجه رسیدند که ویژگی‌های خاص شرکتها نیز در پیش‌بینی بازده سهام موثر است.

در تحقیق حاضر تأثیر ویژگی‌های خاص شرکتها بر ارتباط میان سود و جریان‌های نقدی با بازده سهام مورد بررسی قرار گرفته که در این تحقیق منظور از شرایط خاص شرکتها، اندازه، سطح بدهی و چرخه عمر شرکتها می‌باشد. شرکت‌های با اندازه بزرگ در مقابل شرکت‌های با اندازه کوچک، شرکت‌های با اهرم مالی بالا در مقابل شرکت‌های با اهرم مالی پایین و شرکت‌های توسعه یافته (فاقد رشد) در مقابل شرکت‌های در حال توسعه (در حال رشد) قرار گرفته تا تحت هر کدام از این شرایط ارتباط میان ارقام حسابداری (سود، جریان‌های نقدی) با بازده سهام ارزیابی و آزمون گردد. نتیجه این تحقیق مشخص خواهد نمود که سطح جاری سود، تغییرات در سطح سود و جریان‌های نقدی کدامشان اطلاعات مربوط تری را آشکار خواهند ساخت.

### بررسی پیشینه تحقیق

تلاش‌های زیادی توسط محققان و تحلیل‌گران مالی بعمل آمد تا با استفاده از ارقام حسابداری نظیر سود و جریان‌های نقدی بتوان بازده سهام را پیش‌بینی نمود. نخستین تلاشها توسط Ball و Brown در سال ۱۹۶۸ انجام شد. آنها نشان دادند که سودهای غیرمنتظره سهام مربوط به بازده‌های غیرعادی سهام می‌باشد. به دنبال تحقیقات Ball و Brown مطالعات تجربی زیادی انجام شد که در آن ارتباط خطی و غیرخطی میان ارقام حسابداری (سود و جریان‌های نقدی) با بازده سهام مورد ارزیابی قرار گرفت. از جمله این تحقیقات می‌توان به تحقیق Martinez اشاره نمود. در این تحقیق مشخص شد که برای شرکت‌های با اندازه کوچک، اهرم مالی بالا و در حال

بزرگ، با اهرم مالی پایین و توسعه یافته دارای ثبات سود بیشتری بوده و بیشتر قابل پیش بینی می باشد. سرمایه گذاران نیز برای سهام شرکتی ارزش بیشتری قایلند که تداوم سود دهی آن به نحو روشن تری به اثبات برسد.

تحقیقات بعمل آمده توسط Hodgson & Clark در سال ۲۰۰۰ ارتباط میان سود و جریانات نقدی با بازده سهام را تحت تاثیر اندازه شرکت مورد بررسی قرار داده است. در این تحقیق مشاهده شد که:

۱- ارتباط غیرخطی میان بازده سهام با سود و جریانات نقدی دارای قدرت تشریحی بالاتری نسبت به مواقعی است که این ارتباط به صورت خطی مورد بررسی قرار می گرفت.

۲- جریانات نقدی اطلاعات اضافی بیشتری را برای شرکت های با اندازه بزرگ نسبت به شرکت های با اندازه کوچک ارائه می نمود.

۳- نتایج تحقیق نشان می دهد که شرکت های کوچکتر نسبت به شرکت های بزرگتر دارای اجزاء سود ناپایدارتر و بی ثبات تر می باشند.

۴- در این تحقیق همچنین نشان داده شده که همبستگی متقابل سود و جریانات نقدی برای شرکت های بزرگ نسبت به شرکت های کوچک در سطح پایین تری است.

تحقیق انجام شده توسط Charitou و Andreou ، Clubb به بررسی ارتباط میان سود و جریانات نقدی عملیاتی با بازده سهام در کشور ژاپن مربوط می گردد. جامعه آماری تحقیق آنها شرکت های ژاپنی و دوره تحقیق سالهای ۱۹۸۵ تا ۱۹۹۳ بوده است. نتایج تحقیق آنان نشان داد زمانی که سود دارای حالت ناپایدار و بی ثبات می باشد جریانات نقدی دارای نقش با اهمیت تری جهت تعیین بازده می باشد.

تحقیقاتی نیز توسط Freeman در سال ۱۹۹۸ و Harris و Easton در سال ۱۹۹۱ انجام شد که همگی حاکی از آن است که سود نسبت به جریانات نقدی دارای محتوای اطلاعاتی بالاتری است.

## فرضیات تحقیق

باتوجه به اهداف تحقیق و با تبیین نه فرضیه ذیل قصد داریم مشخص سازیم که با توجه به ویژگیهای خاص شرکتها (اندازه، سطح بدهی، چرخه عمر) سطح جاری سود، تغییرات در سود و جریان‌های نقدی کدامشان اطلاعات مربوطتری را به منظور پیش‌بینی بازده سهام آشکار خواهند ساخت.

لذا فرضیه‌های تحقیق باتوجه به ویژگیهای مذکور در سه گروه ارائه می‌شوند:

### گروه الف - فرضیه‌های تحقیق با توجه به ویژگی اندازه شرکتها:

۱- برای شرکت‌های کوچک، سود مربوط‌ترین متغیر حسابداری جهت پیش‌بینی بازده سهام می‌باشد.

۲- برای شرکت‌های بزرگ، تغییرات سود مربوط‌ترین متغیر حسابداری جهت پیش‌بینی بازده سهام می‌باشد.

۳- جریان‌های نقدی، اطلاعات افزایشی بیشتری را برای شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک ارائه می‌کند.

### گروه ب - فرضیه‌های تحقیق با توجه به ویژگی سطح بدهی شرکتها:

۴- برای شرکت‌های با اهرم مالی بالا، سود مربوط‌ترین متغیر حسابداری برای پیش‌بینی بازده سهام می‌باشد.

۵- برای شرکت‌های با اهرم مالی پایین، تغییرات سود مربوط‌ترین متغیر حسابداری برای پیش‌بینی بازده سهام می‌باشد.

۶- جریان‌های نقدی، اطلاعات افزایشی بیشتری را برای شرکت‌های با اهرم مالی بالا نسبت به شرکت‌های با اهرم مالی پایین ارائه می‌کند.

### گروه ج - فرضیه‌های تحقیق با توجه به ویژگی چرخه عمر شرکتها:

۷- برای شرکت‌های در حال رشد، سود مربوط‌ترین متغیر حسابداری برای پیش‌بینی بازده سهام می‌باشد.

۸- برای شرکت‌های فاقد رشد، تغییرات سود مربوط‌ترین متغیر حسابداری برای پیش‌بینی بازده سهام می‌باشد.

۹- جریان‌های نقدی، اطلاعات افزایشی بیشتری را برای شرکت‌های در حال رشد نسبت

فرضیات فوق در جدول یک به صورت خلاصه نشان داده شده است.

جدول ۱- خلاصه فرضیه‌ها

اطلاعات افزایشی متاثر از جریان‌های نقدی	مربوط‌ترین متغیر	ثبات سودآوری	گروه شرکتها
پایین تر	سود	پایین	شرکت‌های با اندازه کوچک
بالا تر	تغییرات سود	بالا	شرکت‌های با اندازه بزرگ
بالا تر	سود	پایین	شرکت‌های با سطح بدهی بالا
پایین تر	تغییرات سود	بالا	شرکت‌های با سطح بدهی پایین
بالا تر	سود	پایین	شرکت‌های در حال رشد
پایین تر	تغییرات سود	بالا	شرکت‌های فاقد رشد

### روش تحقیق

در این تحقیق تعداد ۵۲ شرکت که از ابتدای سال ۱۳۷۸ تا پایان ۱۳۸۲ در بورس اوراق بهادار تهران فعال می‌باشند انتخاب گردید. شرکت‌های انتخاب شده دارای فعالیت‌های مختلف بغیر از واسطه‌گری مالی می‌باشند، همچنین سال مالی شرکت‌های انتخاب شده پایان اسفند ماه بوده تا اطلاعات بدست آمده از شرکت‌ها یکنواخت‌تر باشد.

روش انجام تحقیق به صورت شبه تجربی می‌باشد. جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها از روش رگرسیون خطی چند متغیره و ساده استفاده شده است. در این تحقیق اندازه شرکت، سطح بدهی و چرخه عمر به ترتیب با شاخص‌های حجم فروش شرکت‌ها، حاصل تقسیم بدهی کل به دارایی کل و نسبت ارزش بازار سهام به ارزش دفتری سهام محاسبه می‌گردد.

### مدل‌های آزمون

با توجه به جامعه آماری تحقیق و اطلاعات بدست آمده جهت انجام آزمون هر یک از فرضیه‌ها، تحقیق با استفاده از ضریب تعیین تعیین تعارض یافته بین متغیرهای

متغیر مستقل و وابسته سنجیده می‌شود، در این تحقیق با استفاده از معادلات رگرسیون خطی ساده و چند متغیره با ارائه چهار مدل میزان ارتباط سود و جریان‌ات نقدی (متغیر مستقل) با بازده سهام (متغیر وابسته) محاسبه شده تا با توجه به نتایج بدست آمده فرضیات تحقیق نیز مورد آزمون قرار گیرد.

مدل‌های ۱ تا ۳ ارائه شده در این تحقیق جزء معادلات رگرسیون خطی ساده و مدل ۴ ارائه شده معادله رگرسیون خطی چند متغیره می‌باشد. مدل‌های مزبور به شرح ذیل می‌باشد:

#### مدل ۱

$$R_{it} = a + b_1(EBT_{it}) + e_i$$

جاییکه:

$$R_{it} = \text{بازده شرکت } i \text{ در زمان } t$$

$$EBT_{it} = \text{سود قبل از مالیات شرکت در زمان } t \text{ نسبت به ارزش بازار شرکت } i \text{ در زمان } (t-1)$$

#### مدل ۲

$$R_{it} = a + b_2(\Delta EBT_{it}) + e_i$$

جاییکه:

$$\Delta EBT = \text{تغییرات سود قبل از مالیات شرکت در زمان } t \text{ نسبت به ارزش بازار شرکت } i \text{ در زمان } t-1$$

#### مدل ۳

$$R_{it} = a + b_3(CFPS_{it}) + e_i$$

جاییکه:

$$CFPS_{it} = \text{جریان‌ات نقدی شرکت در زمان } t \text{ نسبت به ارزش بازار شرکت } i \text{ در زمان } (t-1)$$

#### مدل ۴

$$R_{it} = a + C_1(EBT_{it}) + C_2(\Delta EBT_{it}) + C_3(CFPS_{it}) + e_i$$

## تجزیه و تحلیل اطلاعات

## نتایج آزمون فرضیات مربوط به ویژگی اندازه شرکت

با توجه به مدل ۱ در جداول ۲ و ۳ مشاهده می‌شود که  $\beta$  های محاسبه شده با سطح اطمینان بالای ۹۹٪ برای شرکت‌های بزرگ و شرکت‌های کوچک قابل اتکاء می‌باشد، با توجه به اینکه ضریب تعیین تعدیل یافته برای شرکت‌های کوچک ۰/۱۱۶ و برای شرکت‌های بزرگ ۰/۲۰۵ می‌باشد، لذا سود اطلاعات مربوطتری را برای شرکت‌های بزرگ نسبت به شرکت‌های کوچک جهت پیش‌بینی بازده سهام ارائه می‌کند، در نتیجه فرض  $H_0$  تحقیق رد و فرض مقابل  $H_1$  تأیید می‌شود.

با توجه به مدل ۲ ارائه شده در جداول ۲ و ۳ تحقیق، مشاهده می‌شود که با سطح اطمینان بالای ۹۹٪،  $\beta$  های محاسبه شده برای شرکت‌های بزرگ و کوچک قابل اتکاء می‌باشد. با توجه به ضریب تعیین تعدیل یافته که برای شرکت‌های کوچک ۰/۲۴۳ و برای شرکت‌های بزرگ ۰/۱۶۷ است، تغییرات سود اطلاعات مربوطتری را برای شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ جهت پیش‌بینی بازده سهام ارائه می‌کند، بنابراین فرض  $H_0$  مردود و فرض مقابل  $H_1$  تأیید می‌گردد.

جدول شماره ۲- ضرایب رگرسیون و ضریب تعیین برای شرکتهای کوچک

Durbin-Wa	Fisher	Adj R. Sq	R squar	c3	c2	c1	b3	b2	b1	
1.92	17.857	0.116	0.122						33.7	
2.012	42.323	0.243	0.248					162.0		مدل ۲
1.95	1.527	0.004	0.012				9.2			مدل ۳
2.062	20.081	0.307	0.323	-30.8	111.9	52.5				مدل ۴
				-2.46	4.064	3.53	1.236	6.506	4.226	t
					42.1		47.1	44.3	41.3	a
				0.015	0.000	0.001	0.219	0.000	0.000	sig

جدول شماره ۳- ضرایب رگرسیون و ضریب تعیین برای شرکتهای بزرگ

Durbin-Wa	Fisher	Adj R. Sq	R squar	c3	c2	c1	b3	B2	b1	
1.84	34.187	0.205	0.211						241.2	مدل ۱
1.816	26.827	0.167	0.173					289.2		مدل ۲
1.727	0.626	-0.003	0.005				10.3			مدل ۳
1.824	12678	0.214	0.232	13.4	133.7	166.5				مدل ۴
				1.139	1.646	2.155	0.791	5.185	5.842	t
					23.7		61.5	54.0	17.7	a
				0.257	0.104	0.008	0.430	0.000	0.000	sig



با توجه به مدل ۲ ارائه شده در جداول ۲ و ۳ تحقیق، مشاهده می‌شود که با سطح اطمینان بالای ۹۹٪،  $\beta$  های محاسبه شده برای شرکت‌های بزرگ و کوچک قابل اتکاء می‌باشد. با توجه به ضریب تعیین تعدیل یافته که برای شرکت‌های کوچک ۰/۲۴۳ و برای شرکت‌های بزرگ ۰/۱۶۷ است، تغییرات سود اطلاعات مربوطتری را برای شرکت‌های کوچک نسبت به شرکت‌های بزرگ جهت پیش‌بینی بازده سهام ارائه می‌کند، بنابراین فرض  $H_0$  مردود و فرض مقابل  $H_1$  تأیید می‌گردد.

با توجه به مدل سه و چهار ارائه شده در جداول ۲ و ۳ تحقیق مشاهده می‌شود که  $\beta$  های محاسبه شده دارای سطح خطای ۲۱/۹٪ برای شرکت‌های کوچک و ۴۳٪ برای شرکت‌های بزرگ می‌باشد، لذا با توجه به سطح اطمینان پائینی که برای  $\beta$  های محاسبه شده وجود دارد، نتایج تحقیق جهت پیش‌بینی اینکه جریان‌های نقدی برای کدام دسته از شرکت‌های بزرگ یا کوچک اطلاعات افزایشی بیشتری را ارائه می‌کند قابل اتکاء نمی‌باشد.

### نتایج آزمون فرضیات مربوط به ویژگی سطح بدهی شرکت‌ها

در جدول شماره ۴ و ۵ نتایج مربوط به آزمون فرضیه‌های گروه دوم آورده شده است.

جدول شماره ۴- ضرایب رگرسیون و ضریب تعیین برای شرکت‌های با اهرم مالی بالا										
Durbin-Wa	Fisher	Adj. R. Sq	R. squar	c3	c2	c1	b3	B2	b1	
1 981	22 695	0 144	0 155						100 4	مدل ۱
1 871	3 488	0 019	0 027					60 9		مدل ۲
1 801	0 003	-0 008	0				0 403			مدل ۳
1 976	7 781	0 136	0 156	-0 774	-35 13	114 4				مدل ۴
				-0 102	-0 92	4 387	0 05	1 867	4 764	t
					35 75		49 70	48 55	36 56	a
				0 919	0 359	0 000	0 960	0 064	0 000	sig
جدول شماره ۵- ضرایب رگرسیون و ضریب تعیین برای شرکت‌های با اهرم مالی پایین										
Durbin-Wa	Fisher	Adj. R. Sq	R. squar	c3	c2	c1	b3	B2	b1	
2 18	8 787	0 057	0 064						38 7	مدل ۱
2 13	78 268	0 375	0 379					356 7		مدل ۲
2 135	2 479	0 011	0 019				19 1			مدل ۳
2 162	26 251	0 37	0 385	-12 61	334 8	24 79				مدل ۴
				-0 352	6 678	0 603	1 575	8 847	2 964	t
					43 8		58 9	46 9	52 2	a
				0 726	0 000	0 548	0 118	0 000	0 004	sig

با توجه به مدل یک ارائه شده در جداول ۴ و ۵ تحقیق مشاهده می‌شود که  $\beta$ های محاسبه شده با سطح اطمینان بالای ۹۵٪ برای شرکت‌های با سطح بدهی بالا و سطح بدهی پائین قابل اتکاء می‌باشد. لذا، با توجه به ضریب تعیین تعدیل یافته که برای شرکت‌های با سطح بدهی بالا ۰/۱۴۴ و برای شرکت‌های با سطح بدهی پایین ۰/۵۵۷ می‌باشد، می‌توان نتیجه گرفت سود اطلاعات مربوطتری را برای شرکت‌های با سطح بدهی بالا ارائه می‌کند، بنابراین فرض  $H_0$  تحقیق پذیرفته می‌شود.

با توجه به مدل دو ارائه شده در جداول ۴ و ۵ تحقیق، مشاهده می‌شود که  $\beta$ های محاسبه شده با سطح اطمینان تقریبی ۹۵٪ برای شرکت‌های با سطح بدهی بالا و با سطح اطمینان ۹۹٪ برای شرکت‌های با سطح بدهی پائین قابل اتکاء می‌باشد. لذا، با توجه به ضریب تعیین تعدیل یافته که برای شرکت‌های با سطح بدهی بالا ۰/۰۱۹ و برای شرکت‌های با سطح بدهی پایین ۰/۳۷۵ است مشخص می‌شود که تغییرات سود اطلاعات مربوطتری را برای شرکت‌های با سطح بدهی پائین ارائه می‌کند. بنابراین، فرض  $H_0$  پذیرفته می‌شود.

با توجه به مدل ۳ و ۴ ارائه شده در جداول ۴ و ۵ تحقیق مشاهده می‌شود. که  $\beta$  محاسبه شده برای شرکت‌های با سطح بدهی بالا دارای سطح خطای معادل ۹۶٪ و برای شرکت‌های با سطح بدهی پائین دارای سطح خطای معادل ۱۲٪ می‌باشد، با توجه به سطح اطمینان بسیار پائینی که برای  $\beta$ های محاسبه شده وجود دارد، نتایج تحقیق جهت پیش‌بینی اینکه جریان‌ات نقدی برای کدام دسته از شرکت‌های با سطح بدهی بالا و پائین اطلاعات افزایشی بیشتری ارائه می‌کند قابل اتکاء نمی‌باشد. بنابراین، فرض  $H_0$  تحقیق رد و فرض مقابل  $H_1$  تأیید می‌گردد.

### نتایج آزمون فرضیات مربوط به ویژگی چرخه عمر

در جدول شماره ۶ و ۷ نتایج مربوط به آزمون فرضیات گروه سوم آورده شده

است.

جدول شماره ۶- ضرایب رگرسیون و ضریب تعیین برای شرکتهای درحال رشد

Durbin-Wa	Fisher	Adj.R.Sq	R.squar	c3	c2	c1	b3	b2	b1	
1.745	11.727	0.077	0.084						18.55	مدل ۱
1.605	0.399	-0.005	0.003					14.96		مدل ۲
1.636	1.939	0.007	0.015				5.37			مدل ۳
1.775	4.314	0.072	0.093	-5.72	-1058	24.58				مدل ۴
				-1.12	-0.43	3.22	1.39	0.632	3.42	T
				22.116			23.003	24.94	21.32	A
				0.264	0.663	0.002	0.166	0.529	0.001	Sig

جدول شماره ۷- ضرایب رگرسیون و ضریب تعیین برای شرکتهای فاقد رشد

Durbin-Wa	Fisher	Adj.R.Sq	R.squar	c3	c2	c1	b3	b2	b1	
1.802	80.504	0.381	0.386						300.5	مدل ۱
1.942	52.385	0.285	0.29					308.9		مدل ۲
1.97	9.205	0.06	0.067				93.7			مدل ۳
1.82	28.654	0.391	0.406	51.30	-3.036	289.3				مدل ۴
				1.979	-0.034	3.82	3.034	7.238	8.972	T
				4.063			68.15	66.56	12.61	A
				0.050	0.973	0.000	0.003	0.000	0.000	Sig

با توجه به مدل یک ارائه شده در جداول ۶ و ۷ تحقیق مشاهده می‌شود که  $\beta$ های محاسبه شده با سطح اطمینان ۹۹٪ برای شرکتهای در حال رشد و فاقد رشد قابل اتکاء می‌باشد. لذا، با توجه به ضریب تعیین تعدیل یافته که برای شرکتهای در حال رشد ۰/۰۷۷ و برای شرکتهای فاقد رشد ۰/۳۸۱ است مشخص می‌شود که سطح جاری سود اطلاعات مربوط تری را برای شرکتهای فاقد رشد ارائه می‌کند. لذا، فرض  $H_0$  تحقیق رد و فرض مقابل  $H_1$  تأیید می‌گردد.

با توجه به مدل دو ارائه شده در جداول ۶ و ۷ تحقیق مشاهده می‌شود که  $\beta$ های محاسبه شده برای شرکتهای در حال رشد دارای سطح خطایی معادل ۵۳٪ و برای شرکتهای فاقد رشد دارای سطح اطمینان بالاتر از ۹۹٪ می‌باشد. لذا، نتایج بدست

ضریب تعیین تعدیل یافته نیز برای شرکت‌های فاقد رشد ۰/۲۸۵ است. لذا، فرض  $H_0$  تحقیق پذیرفته می‌شود.

با توجه به مدل ۳ و ۴ ارائه شده در جداول ۷ و ۶ تحقیق مشاهده می‌شود که در مدل ۳  $\beta$  های محاسبه شده برای شرکت‌های در حال رشد با سطح خطای ۱۷٪ و شرکت‌های فاقد رشد نیز دارای سطح خطایی معادل ۳٪ می‌باشد و در مدل ۴ نیز سطح خطای بالایی برای  $\beta$  های محاسبه شده وجود دارد. لذا، با توجه به سطح اطمینان پایین نتایج تحقیق جهت پیش‌بینی اینکه جریان‌ات نقدی برای کدام دسته از شرکت‌های در حال رشد و فاقد رشد اطلاعات افزایشی بیشتری ارائه می‌کند موجود نمی‌باشد. بنابراین، فرض  $H_0$  تحقیق رد و فرض مقابل  $H_1$  تأیید می‌شود.

با توجه به اینکه در این تحقیق از روش رگرسیون استفاده گردیده ممکن است برخی متغیرها با یکدیگر خود همبستگی داشته باشند که از طریق نتایج حاصل از آزمون Durbin-Watson مشخص است که خود همبستگی بسیار ضعیفی بین متغیرها وجود دارد.

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیات تحقیق در بورس اوراق بهادار تهران مشخص شد که اکثر فرضیات تحقیق رد شده است. در رابطه با رد فرضیات تحقیق در بورس تهران می‌توان دلایل زیر را برشمرد:

۱- در تحقیق حاضر ارتباط سود و جریان‌ات نقدی با بازده سهام به صورت خطی مورد بررسی قرار گرفته است، چنانچه ارتباط میان متغیر مستقل (سود و جریان‌ات نقدی) و متغیر وابسته (بازده سهام) تحقیق یک ارتباط وابستگی باشد، مدل‌های در نظر گرفته شده توانایی لازم جهت پیش‌بینی این ارتباط را نخواهند داشت.

۲- همان طور که می‌دانیم تحقیقات بازار سرمایه غالباً آزمون مشترکی از کارایی بازار و محتوای اطلاعاتی ارقام حسابداری است. چنانچه کارایی بازار سرمایه مورد تأیید باشد می‌توان دربارهٔ بود یا نبود محتوای اطلاعاتی ارقام حسابداری نتیجه‌گیری کرد. اما، چنانچه بازار سرمایه کار آمد نباشد نمی‌توان به آسانی دربارهٔ محتوای اطلاعاتی ارقام حسابداری قضاوت کرد. لذا می‌توان علت عدم پذیرش فرضیات تحقیق را ناکارایی بازار سرمایه تهران دانست.

### پیشنهادهای تحقیق

این تحقیق به دنبال رابطه‌ای بین سود و جریان‌ات نقدی با بازده سهام با توجه به ویژگی‌های خاص شرکت‌ها بود که با توجه به نتایج بدست آمده:

- ۱- به سرمایه‌گذاران و سایر استفاده‌کنندگان از اطلاعات پیشنهاد می‌گردد جهت پیش‌بینی بازده سهام علاوه بر توجه به سود و جریان‌ات نقدی ویژگی‌های خاص شرکت نظیر اندازه، ساختار مالی و چرخه عمر شرکت را نیز مد نظر قرار دهند.
- ۲- به بورس اوراق بهادار تهران پیشنهاد می‌شود با تدوین دستورالعمل‌هایی شرکتها را ملزم به ارائه اطلاعات مربوط و به موقع نماید. این امر می‌تواند تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران و سهامداران را تسهیل بخشد.

### توصیه‌هایی برای تحقیقات آتی

- ۱- مطالعه‌ای جامع برای پیش‌بینی بازده سهام صورت گیرد تا آثار متغیرهای دیگر از قبیل نسبت قیمت به درآمد هر سهم، بازده حقوق صاحبان سهام، بازده سرمایه‌گذاری، سود بعد از کسر مالیات و... بر روی بازده سهام مورد بررسی قرار گیرد.
- ۲- ارتباط میان سود و جریان‌ات نقدی با بازده سهام با توجه به ویژگی‌های خاص دیگری از قبیل نوع صنعت، ترکیب دارایی‌ها و سرمایه‌گذاری‌ها و غیره مورد بررسی قرار گیرد.
- ۳- تحقیقی صورت پذیرد تا ارتباط غیرخطی میان سود و جریان‌ات نقدی با بازده سهام تحت ویژگی‌های خاص شرکتها مورد تجزیه و تحلیل قرار گیرد تا به نحوی مطلوبتر فرضیات تحقیق مورد بررسی واقع شود.

### محدودیت‌های تحقیق

این تحقیق نیز همانند سایر تحقیقات دارای محدودیت‌هایی است که تعمیم‌پذیری نتایج را مشکل می‌سازد. برخی از این محدودیت‌ها عبارتند از:

- ۱- تعمیم روند گذشته بر آینده در صورتی معقول است که همان شرایطی که در

صورتی می‌توان برای پیش‌بینی بازده سهام استفاده کرد که همان شرایط موجود در گذشته در آینده نیز ثابت باشد مثلاً شرایط سیاسی و اقتصادی، و الزامات قانونی موجود بر روی شرکت‌ها.

۲- از روش رگرسیون خطی برای آزمون فرضیات تحقیق استفاده شد، رگرسیون خطی فقط رابطه خطی بین متغیر وابسته و مستقل را بیان می‌کند. بنابراین، امکان دارد در صورت استفاده از روش‌های غیر خطی به نتایج بهتری دست یافت.

۳- تا آنجا که بتوان این ۵۲ شرکت نمونه را نماینده واقعی کل شرکت‌های موجود در بورس اوراق بهادار تهران دانست. نتایج بدست آمده قابل تعمیم به دیگر شرکت‌ها می‌باشد.

۴- یکی دیگر از محدودیت‌هایی که تعمیم نتایج را با مشکل مواجه می‌کند محدود بودن دوره زمانی تحقیق می‌باشد.

۵- عدم بررسی سایر فاکتورها و نسبت‌هایی که بر پیش‌بینی بازده سهام مؤثر می‌باشد.

## منابع و مأخذ

### منابع لاتین

- 1-Atiase, R.K. (1987), "Market Implications of Predisclosure Information: Size and Exchange Effects ", **Journal of Accounting Research** , Vol 25,PP168-176.
- 2-Ball, R.J. and Brawn, P., (1968), "Emperical Evaluation of Accounting Income numbers", **Journal of Accounting Research** , Automne ,pp.158-178.
- 3-Chritou, A. Clubb, C. and Andreou, A., (2001),"The Effect of Earnings Permanence ,Growth and firm size on usefulness of Cash flow and Earning in Explaining security returns: Emperical evidence for the UK", **Journal of Business finance and Accounting** ,june/july,pp563-594
- 4- Clubb. C, Andreou, A. Chariton, A.,(2000),"The Value Relevance of Earnings and Cash flow: Empirical Evidence for Japan ", **Journal of International Financial Management And Accounting** , Vol 22 ,PP.1-21.
- 5-Easton, p. Harris.T and Ohlson.J, (1992), "Aggregate Accounting Earnings can Explain most of Security Returns: The Case of long Return Intervals",**Journal of Accounting and Economics**,pp.119-12.
- 6-FASB, "Discussion Memorandum: An Analiysis of Issues Related to Reporting Funds Flow".
- 7-Hodgson, A. and Stevenson, C.P. , (2000), "**Earnings, Cash flow and Returns: Functional Relations and the Impact of Firm size, Accounting and finance**" , pp51-73.
- 8-Ingram, R. and A.Lee, (1977), "**Information Provided by Cash Flow Measures of Operating** ", Abucuse, September, PP.168-185.
- 9- Martinez, I.,(2003), "The Impact of Firm Specific Attributes on Relevance in Earnings and Cash flow ", **Review of Accounting and Finance**, vol 2, Number 1,.
- 10-Johin, L.(1965), "Security Price Riske and Maximal Gains from Diversification ", **Journal of Finance**, Vol 20 des.
- 11-Sharp,W. (1963), "Capitale Assets Price of Equilium under condition of Risk", **Journal of Finance** , Sep 1963.
- 12-SFAC.NO.1, "**Objective of Financial Reporting by Business**

