

# اجزای اصلی صورت جریان وجه نقد ارتباط بین محتوای اطلاعاتی بازارده سهام

انتخاب این تحقیق شناسایی رفتار قیمت و بازده سهام در بازار بورس اوراق بهادار تهران و شناسایی شرایط مربوط به آن می باشد هر گونه اقدامی که منجر به شناسایی این ویژگی ها گردد، در تصمیم گیری استفاده کنندگان مفید واقع می شود. از جمله این ویژگی ها اقلام مربوط به جریانات نقدی می باشد که اثر آن بر روی بازده سهام و قیمت سهام، به طور آشکار از اهمیت قابل توجهی برخوردار است.

چنانچه تغییر در قیمت و بازده سهام نشان دهنده اطلاعات ناشی از جریانات نقدی باشد، پس واضح است که هرگونه تغییر در اقلام و جریانات نقدی را می توان از بررسی ارتباط بین بازده سهام و جریانات نقدی استنتاج کرد. اگر اقلام جریانات نقدی پیش بینی بازده سهام را تسهیل نماید، حوزه ارتباط اجزاء جریانات نقدی و بازده واقعی می تواند معیار با اهمیتی از فواید این صورت های مالی باشد.

برای تعیین میزان و نوع ارتباط اجزاء جریانات نقدی با بازده و ارزش اوراق بهادار، همچنین میزان توجه سرمایه گذاران به اجزاء جریانات نقدی و نیز جهت آشنایی بیشتر با بورس و ویژگی های آن و آرایه کمکی ناچیز در شناساندن آن به دیگران، موضوع کنونی به عنوان موضوع تحقیق برگزیده شده است.

## واژه های کلیدی

**بازده:** عبارت از کل عایدی یا ضرر (بازده منفی) حاصل از سرمایه گذاری در یک دوره معین به سرمایه ای که برای به دست آوردن آن در ابتدای دوره سرمایه گذاری مصرف شده است.

**وجه نقد:** صرفاً به موجودی نقد و سپرده های دیداری نزد بانک ها و مؤسسات مالی اعم از ریالی و ارزی اطلاق می گردد.

**جریان های نقدی حاصل از فعالیت های عملیاتی:** تمامی فعالیت هایی که در صورت گردش وجوه نقد تحت سرفصل فعالیت های عملیاتی انعکاس می یابد در واقع مصرف آثار گردش وجوه نقد رویدادها، معاملات و عملیات مؤثر بر تعیین سود خالص است.

**جریان نقدی حاصل از سرمایه گذاری:** این فعالیت ها اساساً بر رویدادها و مبادلات مربوط به دارایی ها تأکید دارد و مشتمل بر جریان ورود و خروج وجه نقد ناشی از این رویدادها و مبادلات است.

**جریان نقدی حاصل از تأمین مالی:** این فعالیت اساساً بر رویدادها و مبادلات مربوط به استقراض ها و سایر بدهی های بلند مدت و حقوق صاحبان سهام تأکید دارد و مستقل بر جریان ورود و خروج وجه نقد ناشی از این رویدادها و مبادلات است.

## مقدمه

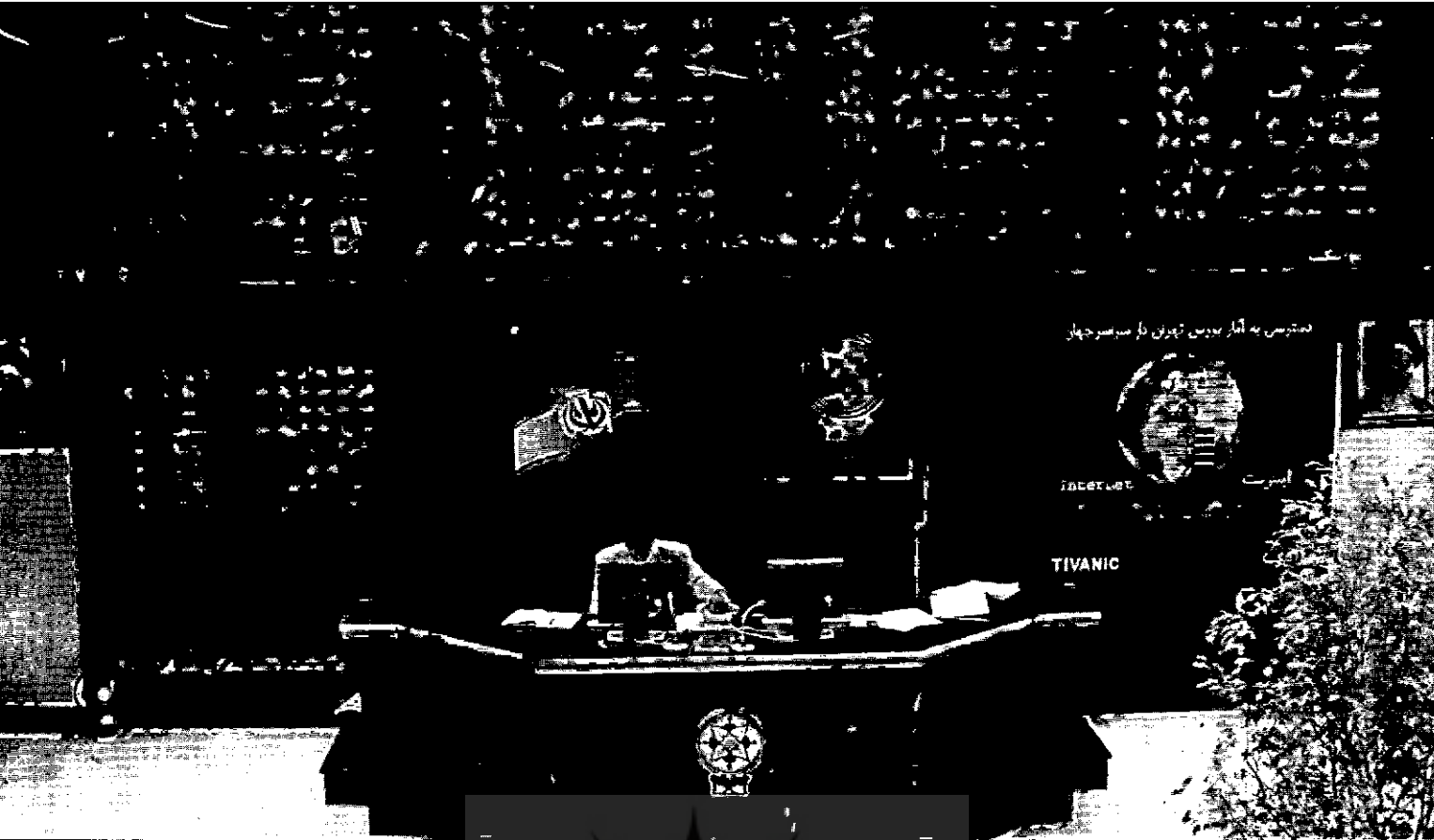
وجه نقد از منابع مهم و حیاتی در هر واحد انتفاعی است و ایجاد توازن بین وجوه نقد در دسترس و نیازهای نقدی مهم ترین عامل سلامت اقتصادی هر واحد انتفاعی است. وجه نقد از طریق عملیات عادی و سایر منابع تأمین مالی به واحد انتفاعی وارد می شود و برای اجرای عملیات، پرداخت سود، با پرداخت بدهی ها و گسترش واحد انتفاعی بازتاب تصمیم گیری های

رامین خداپنده<sup>۱</sup>

محسن دستگیر<sup>۲</sup>

## چکیده مقاله

وجود بورس یکی از علایم توسعه اقتصادی است و فعال بودن آن موجب سهولت تأمین مالی شرکت ها، هدایت سرمایه های کوچک سرمایه داران در مسیر تولید و جلوگیری از راکد ماندن احتمالی سرمایه های کوچک و کسب درآمد برای عموم و سایر مزایای مربوط به بازار بورس خواهد بود. از جمله دلایلی که باعث گرایش مردم به سرمایه گذاری می گردد افزایش ثروت می باشد که یکی از راه های این افزایش، کسب بازده مناسب از محل سرمایه گذاری های قبلی است.



دسترس به آمار بورس تهران را سه برابر

تأمین منابع مالی شرکت های پذیرفته شده، از طریق افزایش سرمایه و تأمین آن ها در بازار سرمایه خواهد شد.

از آن جایی که بورس اوراق بهادار تهران به عنوان سازمانی در جهت تجهیز پس اندازها و هدایت پس اندازها به طرف سرمایه گذاران مولد و مفید به حال جامعه و اقتصاد کشور مطرح می باشد مطالعه پیرامون موضوعات مرتبط با این سازمان از اهمیت ویژه ای برخوردار است.

سرمایه گذاران هنگام سرمایه گذاری در سهام عادی باید بررسی های وسیعی انجام دهند. به عبارت دیگر آن ها باید عوامل زیادی را در هنگام سرمایه گذاری مد نظر قرار دهند. چون آن ها نقدترین دارایی خود را به سهام عادی تبدیل می کنند. اگر سرمایه گذاران بدون توجه به یک سری از عوامل اقدام به سرمایه گذاری نمایند، نتایج مطلوبی از سرمایه گذاری عاید آن ها نخواهد شد و در کشورهایی که بورس اوراق بهادار آن ها کارایی دارد، احتیاج به بررسی های وسیع در مورد اوراق بهادار نیست. زیرا قیمت بازار سهام نزدیک به ارزش ذاتی (واقعی) آن اوراق است. به عبارت بهتر، قیمت بازار اوراق بهادار شاخص مناسبی از ارزش واقعی اوراق بهادار است.

برای اتخاذ تصمیم در بازار سرمایه نیاز به مبنای تصمیم گیری یعنی اطلاعات است. گزارش های مالی محصول فرآیند سیستم اطلاعاتی حسابداری است که بخشی از این اطلاعات مورد نیاز طیف وسیعی از استفاده کنندگان را فراهم می سازد.

از بین گزارش های مالی، صورت های مالی اساسی شامل ترازنامه، صورت حساب سود و زیان، صورت جریان وجوه نقد و یادداشت های توضیحی، هر یک از این گزارشات در جای خود از اهمیت و جایگاه خاصی برخوردار است.

یکی از عناصر مهم صورت های مالی اساسی اطلاعات مربوط

مدیریت در مورد برنامه های کوتاه و بلندمدت عملیاتی و طرح های سرمایه گذاری و تأمین مالی است.

توان و امکان دسترسی هر واحد انتفاعی به وجه نقد، مبنای بسیاری از تصمیم گیری ها و قضاوت ها درباره آن واحد است. به بیان دیگر، اطلاعات مربوط به جریان ورود و خروج وجه نقد در یک واحد انتفاعی شالوده بسیاری از تصمیم گیری ها و مبنای بسیاری از قضاوت های سرمایه گذاران، اعتبار دهندگان و برخی دیگر از گروه های استفاده کننده از اطلاعات مالی را تشکیل می دهد. سرمایه گذاران و اعتبار دهندگان برای برآورد گردش آتی وجوه نقد در یک واحد انتفاعی مشخصاً به تأثیر عملیات عادی و فعالیت های تأمین مالی و سرمایه گذاری بر گردش وجوه نقد اهمیت می دهند.

اگر چه اطلاعات مربوط به گردش وجوه نقد در مقایسه با اطلاعات مربوط به سودآوری که بر اساس حسابداری تعهدی اندازه گیری و ارایه می شود از لحاظ ارزیابی عملکرد واحد انتفاعی و مدیریت آن سودمندی کمتری دارد اما به تجربه نشان داده شده که رقم مربوط به سود نیز نمی تواند نشانه کامل و دقیقی از علایم حیاتی یک مؤسسه و ملاکی برای پیش بینی وضعیت آتی آن باشد و چون اغلب استفاده کنندگان از اطلاعات مالی به توانایی واحد تجاری در ایجاد جریان های نقدی مساعد، علاقه مندند لذا ضرورت تهیه صورت جریانات نقدی با هدف ارزیابی اطلاعات مرتبط درباره دریافت ها و پرداخت های نقدی یک مؤسسه در طی یک دوره زمانی مطرح گردید.

بورس اوراق بهادار در حکم یک بازار، تسهیلات لازم را برای خریداران و فروشندگان سهام فراهم می نماید. به نحوی که آن ها بتوانند در هر زمان پول خرد را به اوراق بهادار یا بالعکس تبدیل نمایند و از طرفی دیگر سازمان بورس تحت شرایطی موجب

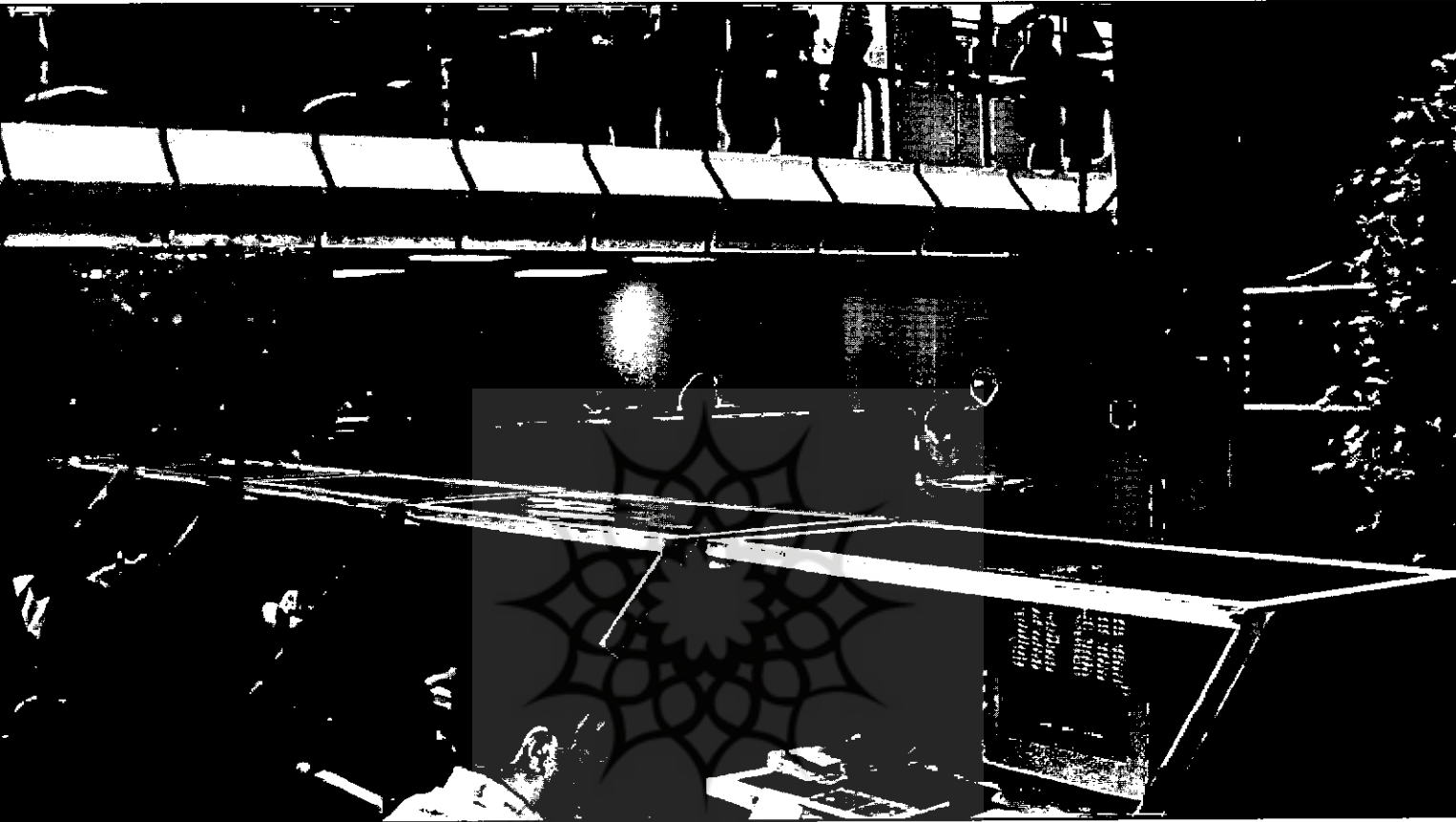
قلمرو تحقیق: قلمرو تحقیق حاضر دوره زمانی پنج ساله از سال ۱۳۷۵ لغایت ۱۳۷۹ و قلمرو مکانی آن شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد.

#### سوابق تحقیق

الف) تحقیقات انجام شده توسط محققین در مورد جریان های نقدی شامل:

۱- محققین خارجی

به اجزای صورت جریان های نقدی است که در این تحقیق ارتباط بین تغییرات اقلام تشکیل دهنده صورت جریان های نقدی و تغییرات بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار می گیرد. به عبارت دیگر در تحقیق حاضر سعی می شود ارتباط و همبستگی بین برخی از تغییرات جریان های نقدی با تغییرات بازده سهام تعیین شود تا میزان تأثیر تغییرات جریان های نقدی گزارش شده در صورت جریان و جوه



نقد و بازده سهام را مشخص نمود. - شواهدی در زمینه ارتباط میان سود و اندازه های مختلف جریان نقدی، بوئن و همکاران (۱۹۸۶) \*

آن ها در این تحقیق می خواستند بدانند که:

۱) آیا بین اندازه گیری سستی جریان های نقدی (سود خالص + استهلاک) و سایر اندازه گیری های جریان های نقدی همبستگی وجود دارد؟

۲) آیا بین سود حسابداری تعهدی و جریان های نقدی همبستگی وجود دارد.

نتیجه این بررسی ها حاکی از آن بود که اندازه گیری سستی جریان های نقدی (یعنی سود خالص به علاوه استهلاک) دارای همبستگی شدیدی با سود تعهدی، می باشد در حالی که همبستگی سایر اندازه گیری جریان های نقدی با سود ضعیف می باشد. و این بدان معناست که اطلاعات فراهم شده بر اساس جریان های نقدی سستی در کنار صورت های مالی، اطلاعات بیشتری منعکس نمی نماید. از طرف دیگر، وجود همبستگی ضعیف بین سایر اندازه گیری ها و جریان های نقدی با سود تعهدی به مفهوم این

فرضیه های تحقیق

#### فرضیه های تحقیق

این تحقیق به بررسی روابط بین تغییرات اجزای جریان های نقدی و تغییرات بازده سهام می پردازد. به عبارت دیگر آیا متغیرهای مستقل، جریان های نقدی، توانایی توضیح و تبیین متغیر وابسته، بازده سهام را دارند یا خیر. این هدف با آزمون فرضیه های ذیل عملی می شود:

**فرضیه اعم:** بین تغییرات اجزای اصلی صورت گردش وجه نقد با تغییرات بازده سهام رابطه وجود دارد.

#### فرضیه های اخص

**فرضیه اول:** بین تغییرات جریان وجه نقد حاصل از فعالیت های عملیاتی با تغییرات بازده سهام رابطه وجود دارد.

**فرضیه دوم:** بین تغییرات جریان وجه نقد حاصل از فعالیت های سرمایه گذاری با تغییرات بازده سهام رابطه وجود دارد.

**فرضیه سوم:** بین تغییرات جریان وجه نقد حاصل از فعالیت های تأمین مالی با تغییرات بازده سهام رابطه وجود دارد.

است که بر اساس سود حسابداری (تعهدی) فراهم گردیده است. اطلاعات متفاوتی منعکس می کنند. این امر نشان دهنده محتوای اطلاعاتی افزاینده اطلاعات به دوروش نسبت به یکدیگر می باشد.

**- همراهی و وجه نقد حاصل از عملیات و ارقام تعهدی با بازده سهام<sup>۱</sup> (رابرن ۱۹۸۶)**

به نظر رابرن از آن جا که علاقه اولیه و اصلی استفاده کنندگان متوجه ارقامی است که عملکرد مؤسسه را نشان می دهد و همچنین متوجه ارزیابی این است که چه اطلاعاتی راجع به جریان های نقدی آتی به وسیله ارقام تعهدی در فرایند تعیین سود فراهم می شود، لذا تمرکز اصلی تحقیق وی به جای آن که بر جمع جریان های نقدی باشد، بر جریان های نقدی عملیاتی است.

نتایج تحقیق رابرن نشان داد که هم میان بازده سهام و جریان نقدی عملیاتی هماهنگی دیده می شود و هم میان بازده و جمع ارقام تعهدی این همراهی وجود دارد. وی در تحقیق خود به این نتیجه رسید که جریان های نقدی عملیاتی، تجمعی از ارقام تعهدی جاری مرتبط و سازگار با مجموعه اطلاعاتی است که برای ارزش گذاری سهام استفاده می شود. ضمناً نتایج تحقیق او قایل شدن نقشی ویژه برای ارقام تعهدی در فرایند ارزشیابی را مجاز نمی شمارد. و اعتقاد رابرن در رابطه با فایده صورت جریان نقدی در ارزیابی عواملی همچون نقدینگی مؤسسه، انعطاف پذیری مالی، سودآوری و ریسک است.

**- محتوای افزاینده اطلاعاتی سود - سرمایه در گردش حاصل از عملیاتی و جریان های نقدی - عاشق علی (۱۹۹۴)<sup>۲</sup>**

عاشق علی در مقدمه گزارش تحقیقی خود پیرامون محتوای افزاینده اطلاعاتی ارقام تعهدی و نقدی به این نکته اشاره دارد که تحقیقات قبلی در این زمینه محتوای افزاینده اطلاعاتی سود برای قیمت سهام را مستقلاً نشان دادند اما شواهد متقنی در زمینه محتوای افزاینده اطلاعاتی سرمایه در گردش و وجه نقد حاصل از عملیات ارائه نکردند. به نظر عاشق علی مطالعات قبلی صرفاً بر روابط خطی بین بازده غیرنرمال و اطلاعات حسابداری بسنده کرده اند. اما او در مقاله ای کار اضافه تری انجام داده و آن استفاده از روابط و معادلات غیرخطی بین بازده و هر یک از سه متغیر اصلی عملکرد (یعنی سود، سرمایه در گردش حاصل از عملیات و جریان های نقدی) بوده است.

عاشق علی در این تحقیق برای کاربرد مدل غیرخطی، شرکت های نمونه را به دو گروه تقسیم کرده است:

۱- گروه دارای قدر مطلق اختلاف سود، سرمایه در گردش و جریان های نقدی با گردش زیاد.

۲- گروه باقیمانده شرکت ها برای گروه دارای قدر مطلق زیاد در عناصر سه گانه اصلی مقدار اختلاف آن ها برابر یک بقیه شرکت های مساوی صفر قرار داده شده است.

از نتایج مدل غیرخطی چنین استنباط می شود که سود دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی در هر دو گروه مورد مطالعه می باشد. همچنین سرمایه در گردش حاصل از عملیات نیز در هر دو گروه

دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی است و بالاخره وجه نقد حاصل از عملیات در گروهی که دارای تغییرات کمتر در CFO هستند دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی است اما در گروهی که تغییرات CFO بزرگتری داشته اند، CFO محتوای افزاینده اطلاعاتی ندارد.

**- محتوای افزاینده اطلاعاتی اجزای تعهدی و نقدی سود بر محتوای اطلاعاتی سود - ویلسون (۱۹۸۷)<sup>۳</sup>**

تحقیق پیرامون ویلسون در زمینه محتوای افزاینده اطلاعاتی اجزای سود تعهدی و نقدی سود یکی از تحقیقات مهم و شناخته شده در این زمینه است که برنده جایزه بهترین مقاله سال ۱۹۸۶ شده است. این تحقیق به نوشته خود ویلسون در صدد بررسی این امر است که آیا اجزای تعهدی و نقدی سود دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی بر محتوای اطلاعاتی خود سود سهام هستند یا نه.

ویلسون در تحقیق خود دریافت که بین بازده سهام شرکت ها و اجزای تعهدی و نقدی سود همراهی و هماهنگی وجود دارد. به نظر ویلسون نتیجه تحقیق او دلالت بر آن دارد که حداقل یکی از این اجزای تعهدی و مربوط به جریان وجه نقد دارای بار اطلاعاتی است.

**~ محققین داخلی**

- شواهدی درباره رابطه بین سود حسابداری و اندازه گیری جریان های نقدی در ایران - محمد رعیت کاشانی (۱۳۷۲)<sup>۴</sup>  
در این تحقیق به بیان مطالبی در مورد جریان های نقدی و سود حسابداری تعهدی پرداخته شده است که نتیجه ذیل حاصل گردیده:

بین سود تعهدی<sup>۱۱</sup> (NIBEI) و جریان های وجوه قدیمی (NIDPR)<sup>۱۲</sup> (WCFO) رابطه خطی قوی وجود دارد ولی همین عامل با جریان های نقدی عملیاتی<sup>۱۳</sup> (CFO) رابطه قوی ندارد ضمن این که نتایج تحقیق مذکور حاکی از این است که بین WCFO و CFO نیز رابطه خطی قوی وجود ندارد. در نتیجه سود تعهدی نمی تواند تفسیری روشن در مورد روند جریان های نقدی و همچنین اطلاعاتی درباره آن ارائه نماید. به علاوه به علت عدم وجود رابطه بین سرمایه در گردش و جریان های نقدی عملیاتی نتیجه می گیریم که سرمایه در گردش نیز نمی تواند خلاء اطلاعاتی ناشی از فقدان صورت جریان های نقدی را پر نماید. پس تهیه صورت جریان های نقدی به منظور تکمیل فرایند گزارشگری مالی لازم و ضروری می باشد.

**- محتوای افزاینده اطلاعاتی جریان های نقدی تعهدی - محمد عرب مازاریزی (۱۳۷۴)<sup>۱۴</sup>**

در این رساله محقق می خواهد به این سؤالات پاسخ دهد:

۱- آیا داده های جریان نقدی محتوای افزایش دهنده اطلاعاتی نسبت به محتوای اطلاعاتی داده های جریان های تعهدی حسابداری دارد؟

۲- آیا داده های جریان های تعهدی حسابداری محتوای افزایش دهنده اطلاعاتی نسبت به محتوای اطلاعات داده های جریان های نقدی دارد؟

مجموعه نتایج به دست آمده از آزمون فرضیات تحقیق



نشانگر آن است که داده های جریان های نقدی دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی نسبت به داده های جریان های نقدی دارای محتوای افزاینده اطلاعاتی نسبت به داده های جریان های تعهدی نیست. یعنی رابطه معنی داری میان تغییرات غیرمنتظره بازده سهام شرکت ها و تغییرات غیرمنتظره جریان های نقدی حاصل از عملیات وجود نداشت. در مقابل مجموعه شواهد به دست آمده در این تحقیق و نتایج آزمون ها اولاً بیانگر رابطه معنی دار میان تغییرات غیرمنتظره سود و تغییرات غیرمنتظره بازده سهام است و نهایتاً حکایت از محتوای افزاینده سود و هر دو متغیر جریان های تعهدی (سود و سرمایه در گردش حاصل از عملیات به همراه هم) بر محتوای جریان های نقدی حاصل از عملیات دارد.

در ایران تحقیقاتی نیز در رابطه با ارتباط بین اطلاعات حسابداری مندرج در صورت های مالی و بازده سهام انجام گرفته است که از آن جمله می توان به دو تحقیق زیر اشاره نمود:

**الف) بررسی تحلیل ارتباط بین تغییرات ارقام ترازنامه با تغییرات بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران - علی باباییان (۱۳۷۹)<sup>۱۱</sup>**

در این تحقیق ارقام ترازنامه به عنوان متغیر مستقل انتخاب شده اند که عبارتند از:

تغییرات دارایی های جاری، تغییرات دارایی های بلند مدت، تغییرات بدهی های جاری، تغییرات بدهی های بلند مدت و تغییرات ارزش ویژه بوده است که نتیجه تحقیق انجام شده حاکی از آن است که: "در سطح اطمینان ۹۵ درصد هیچ گونه ارتباط معنی داری بین تغییرات نرخ بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای دوره زمانی ۱۳۷۷-۱۳۷۲ و تغییرات ارقام ترازنامه وجود ندارد."

**ب) رابطه بین تغییرات اجزای صورت سود و زیان و تغییرات بازده سهام - علی صحرائی - ۱۳۷۹<sup>۱۲</sup>**

نتیجه تحقیق انجام شده برای دوره مالی بین سال های ۱۳۷۴-۱۳۷۸ حاکی از آن است که:

۱- رابطه خطی میان درصد تغییرات اجزای صورت سود و زیان (فروش، سود ناویژه، سود عملیاتی و سود قبل از مالیات) و درصد تغییرات بازده در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید گردید.

۲- ضریب همبستگی بین درصد تغییرات اجزای صورت سود و زیان با تغییرات بازده به میزان ۲۳٪ می باشد که بیانگر ارتباط خطی ضعیف بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته می باشد.

۳- با توجه به نتایج آزمون آماری فرضیه (ضریب همبستگی، ۲۳ درصد و ضریب تشخیص  $R^2$ ، ۵/۵ درصد) اگرچه رابطه معناداری بین تغییرات اجزای صورت سود و زیان با تغییرات بازده وجود دارد ولی رابطه مذکور ضعیف می باشد. به عبارت دیگر می توان گفت که با توجه به ضریب تعیین  $R^2$  تنها ۵/۵ درصد تغییرات بازده را می توان ناشی از تغییرات اجزای صورت سود و زیان دانست و در این تحقیق با در نظر گرفتن هر چه بیشتر سال های جاری این رابطه قوی تر شده که نشانگر استفاده بیشتر استفاده کنندگان از اطلاعات صورت های مالی می باشد.

تحقیق حاضر نیز به بررسی رابطه بین تغییرات یکی دیگر از اجزای صورت های مالی (صورت جریان های نقدی) به تغییرات بازده سهام می پردازد.

### جامعه و نمونه آماری و روش نمونه گیری

جامعه آماری این تحقیق کلیه شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قبل از سال ۱۳۷۵ می باشند که دارای ویژگی های زیر باشند:

۱- کلیه شرکت ها به جز شرکت های سرمایه گذاری و واسطه مالی باشد.

۲- حداکثر تا ابتدای سال ۱۳۷۵ یا قبل از آن در بورس اوراق بهادار تهران پذیرفته شده و تا پایان سال ۱۳۷۹ سهام آن ها مورد معامله قرار گرفته است.

جامعه آماری این تحقیق با توجه به دو محدودیت فوق الذکر تعداد ۱۶۷<sup>۱۳</sup> شرکت واجد شرایط جهت بررسی می باشند. از میان ۱۶۷ شرکت مذکور، اطلاعات مورد نیاز ۴۳ شرکت از میان ۱۶۷ شرکت واجد شرایط بدین شرح می باشد که ابتدا شرکت ها بر حسب صنایع مختلف به ۱۶ گروه طبقه بندی می شدند و سپس از هر صنعت متناسب با تعداد شرکت های موجود آن صنعت، نمونه هایی با عناصر کافی انتخاب گردید. روش نمونه گیری مورد استفاده، روش نمونه گیری تصادفی طبقه بندی شده است.

### روش های جمع آوری اطلاعات

جمع آوری اطلاعات برای هر نوع پژوهشی از اهمیت ویژه ای برخوردار است. اطلاعات مورد نیاز این تحقیق به روش کتابخانه ای و عمدتاً از روی صورت های مالی شرکت های نمونه، سالنامه های بورس اوراق بهادار و سیستم کامپیوتری بورس استفاده شده است.

اطلاعات مورد نیاز جهت انجام تحقیق شامل قیمت های اول





دوره مالی و پایان دوره مالی (اول دوره مالی بعد)، سود نقدی، سود سهمی، افزایش سرمایه و زمان تصویب آن، وجوه ناشی از عملیات، وجوه ناشی از سرمایه گذاری و وجوه ناشی از تأمین مالی برای هر یک از سال های دوره تحقیق می باشد. نحوه محاسبه متغیرهای تحقیق به شرح زیر می باشد:

**الف) متغیرهای مستقل:**

برای محاسبه مستقل تحقیق درصد تغییر هر یک از اقلام مورد بررسی (درصد تغییرات وجوه ناشی از عملیات، درصد تغییرات وجوه ناشی از سرمایه گذاری و درصد تغییرات وجوه ناشی از تأمین مالی) از یک سال نسبت به سال ماقبل آن محاسبه شده است. این تغییرات ممکن است منفی، مثبت و یا صفر باشند.

برای مثال درصد تغییرات وجوه ناشی از عملیات سال ۷۵ یک شرکت به شرح زیر می باشد:

$$\text{درصد تغییرات وجوه ناشی از عملیات} = \frac{S_{75} - S_{74}}{S_{74}} \times 100$$

**ب) متغیر وابسته:**

با توجه به اینکه متغیر وابسته تحقیق تغییرات بازده می باشد، نحوه محاسبه بازده را تشریح کنیم.

بازده عبارت است از نسبت کلی عایدی (ضرر) حاصل از سرمایه گذاری در یک دوره معین به سرمایه ای که برای به دست آوردن فایده در ابتدایی دوره کسب عایدی، مصرف گردیده است.

با توجه به اینکه تحقیق حاضر بر روی سهام عادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران انجام می گیرد، برای محاسبه بازده سهام شرکت های مورد بررسی، فاکتورهای افزایش سرمایه، منبع افزایش سرمایه و زمان افزایش سرمایه باید مد نظر قرار گیرند. برای محاسبه بازده با توجه به فاکتورهای فوق از فرمول های زیر استفاده شده است:

**۱- شرکت افزایش سرمایه نداده باشد در این صورت**

$$R = \frac{(P_1 - P_0) + D_{ps}}{P_0}$$

R: بازده سهام عادی شرکت

$P_1$ : قیمت بازار شرکت در پایان سال مالی

$P_0$ : قیمت بازار سهام شرکت در ابتدای سال مالی (پایان سال مالی قبل)

$D_{ps}$ : سود نقدی هر سهم تعلق گرفته به هر سهم شرکت طی دوره مالی

**۲- افزایش سرمایه از محل اندوخته ها:**

در این صورت با توجه به زمان افزایش سرمایه دو حالت ممکن است اتفاق بیفتند:

**حالت اول:** افزایش سرمایه قبل از مجمع عمومی عادی باشد.

$$R = \frac{(1 + \alpha) + (P_1 + D) - P_0}{P_0}$$

$\alpha$ : درصد افزایش سرمایه

**حالت دوم:** افزایش سرمایه بعد از مجمع عمومی عادی باشد.

**۳- افزایش سرمایه شرکت از محل مطالبات و آورده نقدی**  
با توجه به زمان افزایش سرمایه مانند مورد ۲، حالت های زیر را خواهیم داشت:

**حالت اول -** افزایش سرمایه قبل از مجمع عمومی عادی باشد.

$$R = \frac{(1 + \alpha)(P_1 + D) - P_0 - \alpha(1000)}{P_0 + \alpha(1000)}$$

**حالت دوم -** افزایش سرمایه بعد از مجمع عمومی عادی باشد.

$$R = \frac{(1 + \alpha)P_1 + D - P_0 - \alpha(1000)}{P_0 + \alpha(1000)}$$

$\alpha$ : درصد افزایش سرمایه

(۱۰۰۰): ارزش اسمی هر سهم

**۴- افزایش سرمایه از محل اندوخته ها، مطالبات و آورده**

**نقدی سهامداران**

که در این حالت نیز دو وضعیت ممکن است اتفاق بیافتد:

**حالت اول -** افزایش سرمایه قبل از مجمع عمومی عادی باشد:

$$R = \frac{(1 + \alpha_1 + \alpha_2)(P_1 + D) - P_0 - \alpha_1(1000)}{P_0 + \alpha(1000)}$$

$\alpha_1$ : درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی

$\alpha_2$ : درصد افزایش سرمایه از محل اندوخته ها

(۱۰۰۰): درصد افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی

به ارزش اسمی هر سهم (۱۰۰۰ ریال)

**حالت دوم -** افزایش سرمایه بعد از مجمع عمومی عادی باشد

$$R = \frac{(1 + \alpha_1 + \alpha_2)P_1 + D - P_0 - \alpha_1(1000)}{P_0 + \alpha_1(1000)}$$

**روش های آماری آزمون فرضیات تحقیق**

در تحقیق حاضر به منظور آزمون فرضیه های تحقیق که به دنبال مطالعه رابطه میان تغییرات اجزای جریان های نقدی و تغییرات بازده سهام می باشد، از تحلیل رگرسیون ساده و چند متغیره به منظور بررسی رابطه خطی معنادار و مشخص نمودن میزان تأثیر متغیرهای مستقل درصد تغییرات وجوه ناشی از تغییر نرخ بازده سهام به ترتیب از آزمون تحلیل واریانس (آماره F) و ضریب  $R^2$  استفاده شده است.

با توجه به فرضیات تحقیقات آزمون مورد استفاده (تحلیل واریانس) از مدل تحلیل رگرسیون چند متغیره، استفاده شده است.

در تحلیل رگرسیون چند متغیره، تأثیر نقش چند متغیر مستقل (درصد تغییرات وجوه ناشی از عملیات، سرمایه گذاری و تأمین مالی) بر روی متغیر وابسته (تغییرات بازده سهام) مورد ارزیابی قرار می گیرد. معامله رگرسیونی مرتبط برای متغیرهای مستقل  $X_1$ ،  $X_2$  و متغیر وابسته  $Y$  با فرض اینکه رابطه بین آن ها کامل نیست و یک خطای تصادفی وجود دارد به صورت زیر می باشد:

$$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + e_i \quad e_i = Y - \hat{Y}$$

$\alpha$ : محل تقاطع خط و محور  $Y$  را نشان می دهد. (عرض از مبدأ)

$\beta_1$ : شیب خط مستقیم که رابطه بین  $Y$  و  $X_1$  را نشان می دهد.

$\beta_2$ : شیب خط مستقیم که رابطه بین  $Y$  و  $X_2$  را نشان می دهد.

$\beta$ : شیب خط مستقیم که رابطه بین  $X$  را نشان می دهد.  
 $\epsilon$ : خطای تصادفی است که ارزش مورد انتظار آن صفر است.

### روش تجزیه و تحلیل داده ها

جهت انجام تحقیق حاضر، جهت محاسبه بازده سهام و تغییرات متغیر مستقل و وابسته از برنامه EXCEL استفاده شده است و جهت انجام آزمون های آماری، برآورد ضرایب و به دست آوردن مفادیر لازم برای توجیه و تحلیل آماری از قبیل آماره آزمون های  $T$  و  $F$  و غیره از نرم افزار SPSS استفاده و مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته است. برای این که انتقال مطلب راحت تر صورت گیرد، هر یک از مدل ها (فرضیه ها) به صورت جداگانه مورد بررسی قرار گرفته است. برای هر یک از مدل ها جدولی تشکیل داده (جدول ۱ الی ۴) که برای منسجم بودن اطلاعات مورد نیاز جهت تجزیه و تحلیل می باشد. در این جدول اطلاعات زیر گنجانده شده است.

۱- هر یک از سال های ۱۳۷۶ تا ۱۳۷۹ و دوره های چهار ساله، سه ساله و دو ساله به صورت جداگانه مورد تجزیه و تحلیل قرار گرفته (برای رابطه سرمایه گذاری با بازده سرمایه گذاری با بازده یک سال بعد و دو سال بعد نیز آمده است)

۲- مقدار ثابت مدل رگرسیون برآوردی یا عرض از مبدأ مدل است (خطای معیار)

۳- ضریب همبستگی ( $R$ ) شدت رابطه و همچنین نوع رابطه، مستقیم یا معکوس را نشان می دهد.

۴- ضریب تعیین  $(R^2)$  ضریب تعیین مهم ترین معیاری است که با آن می توان رابطه بین دو متغیر  $X$  و  $Y$  را توضیح داد. به عبارتی چه مقدار از تغییرات بازده سهام را می توان به تغییرات متغیرهای اجزای جریان نقدی نسبت داد.

۵- آزمون  $F$ ،  $F$  محاسبه شده توسط نرم افزار SPSS می باشد. از این  $F$  برای تعیین وجود ارتباط خطی معنادار بین تغییرات اجزای جریان نقدی (متغیرهای مستقل) و تغییرات بازده سهام (متغیر وابسته) استفاده می شود.  $F$  در واقع همان آماره این آزمون می باشد.

۶- سطح معنی دار "جهت رد یا قبول کردن فرضیه با توجه به سطح اطمینان. برای آزمون فرضیه کلی و تعیین نوع رابطه از لحاظ خطی و غیر خطی بودن از آزمون تحلیل واریانس استفاده گردید و بدین منظور فرضیه زیر مطرح گردید.

$$\text{میان } X_1, X_2, X_3 \text{ و } Y \text{ رابطه خطی وجود ندارد: } H_0: (H_0: \beta = 0)$$

$$\text{میان } X_1, X_2, X_3 \text{ و } Y \text{ رابطه خطی وجود ندارد: } H_0: (H_0: \beta \neq 0)$$

به منظور آزمون فرضیه فوق، آماره آزمون  $F$  برای سال های ۱۳۷۶ تا ۱۳۷۹ محاسبه و با جدول توزیع فیشر ( $F$ ) در سطح اطمینان ۹۵ درصد مقایسه و برای تعیین میزان تغییرات نرخ بازده سهام که از تغییر اجزای صورت وجوه نقد ناشی می شود، ضریب تعیین  $R^2$  محاسبه گردیده است که نتایج آزمون فرضیه اصلی در جدول شماره یک و آزمون فرضیات فرعی در جدول شماره های

دو الی چهار آورده شده است.

### آزمون فرضیات تحقیق

#### ۱- آزمون فرضیه اصلی تحقیق برای دوره ۱۳۷۶-۱۳۷۹

۱-۱- رابطه خطی میان درصد تغییرات اجزای جریان نقدی (عملیاتی، سرمایه گذاری و تأمین مالی) و درصد تغییرات بازده در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید گردید.

۱-۲- ضریب همبستگی بین درصد تغییرات جریان نقدی با تغییرات بازده به میزان ۲۷/۵ درصد می باشد که بیانگر ارتباط خطی ضعیف بین متغیرهای مستقل و متغیر وابسته می باشد.

۱-۳- با توجه به نتایج آزمون آماری فرضیه (ضریب همبستگی ۲۷/۵ درصد و ضریب تعیین ۷/۵ درصد) اگرچه رابطه معناداری بین تغییرات اجزای جریان نقدی با تغییرات بازده وجود دارد، ولی رابطه مذکور ضعیف می باشد. به عبارت دیگر می توان گفت با توجه به ضریب تعیین ( $R^2$ ) تنها ۷/۵ درصد تغییرات بازده را می توان ناشی از تغییرات اجزای جریان نقدی دانست.

#### ۲- آزمون فرضیه اصلی تحقیق برای دوره ۱۳۷۷-۱۳۷۹

۲-۱- وجود رابطه خطی میان درصد تغییرات اجزای جریان نقدی و درصد تغییرات بازده در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید نشد.

۲-۲- ضریب همبستگی بین تغییرات اجزای جریان نقدی با تغییرات بازده به میزان ۱۴/۶ درصد می باشد.

۲-۳- با توجه به نتایج آزمون آماری فرضیه ها و نتایج آن، ضریب تعیین ۲ درصد محاسبه گردید که نشان دهنده رابطه بسیار ضعیف می باشد به عبارتی تنها ۲ درصد تغییرات بازده را از طریق تغییرات اجزای جریان نقدی در تحقیق می توان بیان نمود.

۲-۴- مقایسه نتایج آزمون فرضیه در دوره فوق الذکر با نتایج آزمون دوره ۱۳۷۶-۱۳۷۹ نشان می دهد که با حذف سال ۱۳۷۶ از دوره زمانی آزمون، میزان همبستگی بین تغییرات اجزای جریان نقدی با تغییرات بازده کاهش یافته که نتایج آزمون فرضیه در سال ۱۳۷۶ (به شرح جدول شماره ۱) که نشان دهنده وجود رابطه خطی میان متغیرها می باشد، مؤید این موضوع است.

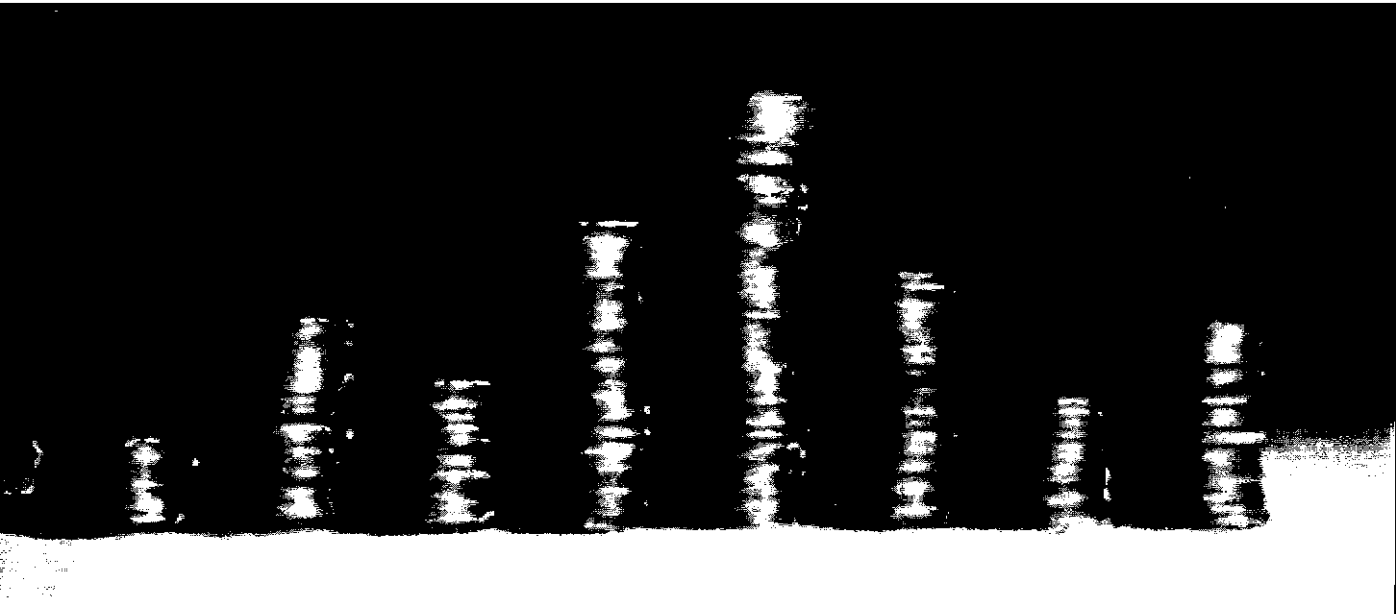
#### ۳- آزمون فرضیه اصلی تحقیق برای دوره ۱۳۷۸-۱۳۷۹

۳-۱- وجود رابطه خطی میان درصد تغییرات اجزای جریان نقدی و درصد تغییرات بازده در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید نگردید.

۳-۲- ضریب همبستگی بین تغییرات اجزای جریان نقدی با تغییرات بازده به میزان ۲۳/۷ درصد می باشد.

۳-۳- با توجه به نتایج آزمون آماری فرضیه ها و نتایج آن ضریب تعیین ۵/۶ درصد محاسبه گردید که نشان دهنده رابطه بسیار ضعیف می باشد. به عبارتی تنها ۵/۶ درصد تغییرات بازده را از طریق اجزای جریان نقدی در حقیقی می توان بیان نمود.

۳-۴- مقایسه نتایج آزمون فرضیه در دوره فوق الذکر با نتایج آزمون با دوره های قبل نشان می دهد که با حذف سال های ۱۳۷۶ و



### نتایج آزمون فرضیات

همان طور که آزمون فرضیه‌ها نشان می‌دهد فرضیه اصلی تحقیق (جدول شماره ۱) در کلیه سال‌ها به استثناء سال ۷۹ تأیید نگردیده و یا در سطح ضعیف تأیید گردیده است و تنها در سال ۷۹ در سطح بسیار خوب تأیید گردیده است.

بررسی اجزای جریان نقدی نشان می‌دهد که دلایل اصلی عدم تأیید فرضیات به دلیل خنثی نمودن اثرات اجزاء توسط همدیگر می‌باشد. بدین صورت که روابط معکوس اجزاء با یکدیگر "افزایش جریان نقدی ناشی از عملیات در اکثر موارد باعث کاهش جریان نقدی ناشی از تأمین مالی و افزایش در سرمایه گذاری می‌گردد که این امر در منفی بودن ضریب همبستگی در فعالیت سرمایه گذاری و مثبت بودن ضریب همبستگی در فعالیت‌های عملیاتی نمایان می‌باشد" اثرات آن را بر تغییرات بازده کاهش می‌دهد.

تأیید فرضیه اصلی در سال ۱۳۷۹ نشان می‌دهد که در سال مذکور از یک طرف بهبود کیفیت سود شرکت‌ها باعث افزایش جریان نقدی ناشی از فعالیت‌های عملیاتی و از طرف دیگر کاهش سیاست انقباضی بانک‌ها باعث افزایش در تأمین مالی شرکت‌ها توسط بانک‌ها شده است که این عوامل منجر به افزایش وجه نقد در این سال گردیده، بنابراین تغییرات اجزای جریان نقدی با بازده سهام در سال ۷۹ رابطه معنی‌دار پیدا کرده است.

نتایج حاصل از فرضیات فرعی اول تحقیق (جدول شماره ۲) نشان می‌دهد که به استثناء سال ۷۷ در تمامی سال‌ها تغییرات جریان نقدی حاصل از عملیات و تغییرات بازده سهام رابطه معنی‌داری وجود دارد که در سال ۱۳۷۸، ۱۳۷۹ رابطه قوی تری می‌گردد به طوری که ضریب تشخیص  $R^2$  نشان می‌دهد در سال ۷۸ و ۷۹ به ترتیب ۲۸/۶ و ۱۵/۳ درصد تغییرات بازده ناشی از تغییرات جریان نقدی حاصل از عملیات می‌باشد.

نتایج فوق‌الذکر نشان‌دهنده روند افزایش رابطه جریان نقدی ناشی از عملیات با بازده سهام در سال‌های اخیر است و با در نظر گرفتن این که جریان نقدی ناشی از عملیات عمدتاً تحت تأثیر تغییرات سود (زیان) شرکت‌ها و نشان‌دهنده کیفیت سود شرکت می‌باشد، این تحقیق نشان‌دهنده این امر است که سرمایه‌گذاران در سال‌های گذشته (۷۶ و ۷۷) به صورت حساب سود و زیان

۱۳۷۷ میزان همبستگی بین تغییرات جریان نقدی با تغییرات بازده نسبت به سال ۱۳۷۶ کاهش ولی نسبت به سال ۱۳۷۷ افزایش یافته است که نتایج آزمون فرضیه در سال‌های ۱۳۷۶ و ۱۳۷۷ (به شرح جدول شماره ۱) که در سال ۱۳۷۶ وجود رابطه خطی میان متغیرها و در سال ۱۳۷۷ عدم وجود رابطه خطی بین متغیرهای آزمون شاهدهی بر این مدعا است.

در مرحله بعد آزمون فرضیات فرعی که به منظور بررسی میزان همبستگی بین متغیرهای مستقل (عملیاتی، سرمایه گذاری و تأمین مالی) و متغیر وابسته (درصد تغییرات بازده سهام) انجام می‌گردد.

آزمون تحلیل واریانس برای متغیرهای مذکور در سال‌های مورد تحقیق محاسبه شده و در نهایت نیز آزمون معنادار بودن  $\beta$  در سطح اطمینان ۹۵ درصد انجام گرفت که نتایج آن به شرح جداول صفحات بعد نشان داده شده است. تحلیل این داده‌ها همچون تحلیل جدول مربوط به فرضیه اصلی تحقیق می‌باشد.

جدول شماره ۱

خلاصه نتایج فرضیه اول تحقیق

| دوره آزمون       | سال ۷۶ | سال ۷۷ | سال ۷۸ | سال ۷۹ | دوره ۷۶-۷۹ | دوره ۷۷-۷۹ | دوره ۷۸-۷۹ |
|------------------|--------|--------|--------|--------|------------|------------|------------|
| شرح              |        |        |        |        |            |            |            |
| سطح معنی‌داری    | ۰.۹۵   | ۰.۹۵   | ۰.۹۵   | ۰.۹۵   | ۰.۹۵       | ۰.۹۵       | ۰.۹۵       |
| آماره آزمون      | ۳۳۲۰   | ۱۸۱۴   | ۱۷۳۳   | ۲۶۸۵   | ۲۶۸۳       | ۲۶۸۳       | ۲۶۸۳       |
| Sign F           | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰      | ۰.۰۰۰      | ۰.۰۰۰      |
| نوع رابطه خطی    | قوی    | قوی    | قوی    | قوی    | قوی        | قوی        | قوی        |
| مقدار ثابت مدل   | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰      | ۰.۰۰۰      | ۰.۰۰۰      |
| ضریب همبستگی     | ۰.۹۹۱  | ۰.۹۹۱  | ۰.۹۹۱  | ۰.۹۹۱  | ۰.۹۹۱      | ۰.۹۹۱      | ۰.۹۹۱      |
| ضریب تشخیص $R^2$ | ۰.۹۸۲  | ۰.۹۸۲  | ۰.۹۸۲  | ۰.۹۸۲  | ۰.۹۸۲      | ۰.۹۸۲      | ۰.۹۸۲      |

جدول شماره ۲

رابطه بین وجه نقد ناشی از فعالیت عملیاتی با بازده سهام ( $X_1$ )

| دوره آزمون       | سال ۷۶ | سال ۷۷ | سال ۷۸ | سال ۷۹ | دوره ۷۶-۷۹ | دوره ۷۷-۷۹ | دوره ۷۸-۷۹ |
|------------------|--------|--------|--------|--------|------------|------------|------------|
| شرح              |        |        |        |        |            |            |            |
| سطح معنی‌داری    | ۰.۹۵   | ۰.۹۵   | ۰.۹۵   | ۰.۹۵   | ۰.۹۵       | ۰.۹۵       | ۰.۹۵       |
| آماره آزمون F    | ۲۱.۹۹  | ۱۸۲۶   | ۱۷۳۳   | ۲۶۸۵   | ۲۶۸۳       | ۲۶۸۳       | ۲۶۸۳       |
| Sign F           | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰      | ۰.۰۰۰      | ۰.۰۰۰      |
| نوع رابطه خطی    | قوی    | قوی    | قوی    | قوی    | قوی        | قوی        | قوی        |
| مقدار ثابت مدل   | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰      | ۰.۰۰۰      | ۰.۰۰۰      |
| ضریب همبستگی     | ۰.۹۵۰  | ۰.۹۵۰  | ۰.۹۵۰  | ۰.۹۵۰  | ۰.۹۵۰      | ۰.۹۵۰      | ۰.۹۵۰      |
| ضریب تشخیص $R^2$ | ۰.۹۰۱  | ۰.۹۰۱  | ۰.۹۰۱  | ۰.۹۰۱  | ۰.۹۰۱      | ۰.۹۰۱      | ۰.۹۰۱      |

جدول شماره ۳

رابطه بین وجه نقد ناشی از فعالیت عملیاتی با بازده سهام ( $X_2$ )

| دوره آزمون       | سال ۷۶ | سال ۷۷ | سال ۷۸ | سال ۷۹ | دوره ۷۶-۷۹ | دوره ۷۷-۷۹ | دوره ۷۸-۷۹ |
|------------------|--------|--------|--------|--------|------------|------------|------------|
| شرح              |        |        |        |        |            |            |            |
| سطح معنی‌داری    | ۰.۹۵   | ۰.۹۵   | ۰.۹۵   | ۰.۹۵   | ۰.۹۵       | ۰.۹۵       | ۰.۹۵       |
| آماره آزمون F    | ۱۸.۱۴  | ۱۸۱۴   | ۱۷۳۳   | ۲۶۸۵   | ۲۶۸۳       | ۲۶۸۳       | ۲۶۸۳       |
| Sign F           | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰      | ۰.۰۰۰      | ۰.۰۰۰      |
| نوع رابطه خطی    | قوی    | قوی    | قوی    | قوی    | قوی        | قوی        | قوی        |
| مقدار ثابت مدل   | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰  | ۰.۰۰۰      | ۰.۰۰۰      | ۰.۰۰۰      |
| ضریب همبستگی     | ۰.۹۵۰  | ۰.۹۵۰  | ۰.۹۵۰  | ۰.۹۵۰  | ۰.۹۵۰      | ۰.۹۵۰      | ۰.۹۵۰      |
| ضریب تشخیص $R^2$ | ۰.۹۰۱  | ۰.۹۰۱  | ۰.۹۰۱  | ۰.۹۰۱  | ۰.۹۰۱      | ۰.۹۰۱      | ۰.۹۰۱      |

دوره ۷۸



توجه کمتری را میدول می‌باشند. "عمدتاً به شایعات و عوامل دیگر". ولی در سال‌های اخیر (۷۸ و ۷۹) توجه خود را به سمت صورت حساب سود و زیان و مشتقات آن "فروش، سود ناویژه و سود هر سهم" و اطلاعات مندرج در صورت‌های مالی (جریانان نقدی) که شرکت‌ها به سازمان بورس اوراق بهادار تهران ارسال کرده‌اند، معطوف نموده‌اند.

نتایج حاصل از فرضیه فرعی دوم تحقیق (جدول شماره ۳) نشان می‌دهد که بین تغییرات جریان نقدی حاصل از سرمایه‌گذاری با تغییر نرخ بازده هیچ‌گونه رابطه معنی‌داری وجود ندارد. با توجه به این که اولاً سرمایه‌گذاران به دلیل عدم ثبات در بازار ایران به بازده سهم نگرشی کوتاه‌مدت دارند و از طرفی دیگر به دلیل این که سودآوری سرمایه‌گذاری در شرکت‌ها عمدتاً در بلندمدت متجلی می‌گردد و تأثیرگذاری خود را بر روی بازده در همان سال‌هایی که به بهره‌برداری می‌رسد نشان نمی‌دهد، در نتیجه ارتباط بازده سهام یک سال با سرمایه‌گذاری در همان سال رابطه‌ای برقرار نخواهد کرد. که این امر با توجه به بررسی رابطه جریانان نقدی حاصل از فعالیت سرمایه‌گذاری با بازده یک سال بعد و دو سال بعد که منجر به افزایش ضریب همبستگی و ضریب تعیین گردید، مؤید این مطلب می‌باشد. ثانیاً به دلیل پرداخت سود سهام به سرمایه‌گذاران و پرداخت بدهی طلبکاران و کمبود نقدینگی شرکت‌ها عمدتاً شرکت‌های سرمایه‌گذاری به دست آمده خود را صرف پرداخت این بدهی‌ها می‌کنند که در نتیجه به دلیل عدم استفاده سرمایه‌گذاری در بخش تولید و یا سرمایه‌گذاری سودآور، این امر منجر به بازده بیشتر (در کوتاه‌مدت یا بلندمدت) نمی‌گردد. در نتیجه این دو متغیر با یکدیگر ارتباط معنی‌داری پیدا نمی‌کنند و با توجه به این موضوع بوده است که سازمان بورس اوراق بهادار تهران، شرکت‌ها را موظف نمود که قبل از افزایش سرمایه طرح توجیهی خود را ارزیابی دهند سپس به افزایش سرمایه و ایجاد سرمایه‌گذاری جدید مبادرت ورزند.

نتایج حاصل از فرضیه سوم (جدول شماره ۴) نشان می‌دهد که بین تغییرات جریان نقدی حاصل از فعالیت تأمین مالی با تغییرات نرخ بازده تنها در سال ۷۶ رابطه معنی‌داری مستقیم وجود دارد و در سال‌های بعد روند مذکور ضعیف ولی مستقیم می‌باشد. بررسی وضعیت سال ۷۶ نشان می‌دهد مشکلات کمبود نقدینگی شرکت‌ها به دلیل سیاست‌های انقباضی دولت و ممانعت بازار سرمایه از تأمین مالی شرکت‌ها از محل افزایش سرمایه باعث گردیده بود که ساختار مالی شرکت‌ها در تأمین مالی از اهمیت مالی بالایی برخوردار گردد که به تبع آن باعث عملیات مناسب و

کسب بازده برای شرکت‌های مذکور گردیده بود.

کاهش رابطه مذکور در سال‌های بعد نشان می‌دهد که با تسهیل مشکلات تخصیص ارز و امکان تأمین مالی شرکت‌ها از محل عدم تقسیم سود و استفاده از سقف تسهیلات توجه بازار بیشتر به سمت درآمدزایی بوده و این امر باعث گردیده که فعالیت تأمین مالی از دید سرمایه‌گذار در درجه اول اهمیت نباشد و سایر عوامل ناشناخته دیگر تأثیرگذار بر تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران بوده باشد.

#### محدودیت تحقیق

تحقیق در زمینه موضوعات مالی و حسابداری، مخصوصاً تحقیقات تجربی، در ایران با دشواری‌های زیادی همراه است. اغلب افراد به دلیل موجود نبودن ساختارهای مناسب برای تحقیقات حسابداری و مالی، راه دشوار مطالعات و تحقیقات علمی را با صرف وقت و انرژی بسیاری که چندان مناسبی با موضوع تحقیق نیز ندارد سپری می‌کنند.

تحقیق حاضر نیز از این مشکلات و دشواری‌ها مصون نبوده است. در کشور ما بخش عمده مشکلات فراروی محقق مالی در رابطه با گردآوری اطلاعات لازم است. این در حالی است که مشابه چنین تحقیقاتی در کشورهایی با بازارهای ثانویه کارا و نیمه کارا، محقق با چنین دشواری‌های در جهت کسب اطلاعات اولیه و ساده شرکت‌ها روبرو نیست و با در اختیار داشتن بانک‌های اطلاعاتی نسبتاً کاملی از داده‌های مالی شرکت، به سهولت می‌توان به طیف وسیعی از اطلاعات مورد نیاز برای سال‌های بیشتر دست یافت.

به طور نمونه در تحقیق حاضر برای محاسبه بازده سهام



شرکت ها در طی یک دوره مالی به علت عدم وجود کامل شاخص نقدی و سهام همه شرکت ها، لازم شد که علاوه بر مشخص نمودن قیمت های اول و پایان دوره و همچنین سود نقدی تقسیم شده طی هر دوره مالی، افزایش سرمایه (قبل از برگزاری مجمع عادی تقسیم سود یا بعد از آن) برای هر یک از شرکت های نمونه مشخص گردد که جمع آوری این اطلاعات وقت زیادی را صرف می کند و با موضوع اصلی تحقیق نیز ارتباط چندانی ندارد و در صورت موجود بودن فایل اطلاعاتی شاخص نقدی سهام هر شرکت، بسیاری از این مشکلات برطرف می شد.

### پیشنادهایی در رابطه با نتایج تحقیق

۱- با توجه به نتایج تحقیق به خصوص جریان های نقدی حاصل از فعالیت های عملیاتی که یکی از عوامل قابل توجه در تعیین بازده سهام شرکت ها می باشد، لازم است که سازمان بورس اوراق بهادار تهران به عنوان تنها متولی بازار سرمایه کشور، سرمایه گذاران را نسبت به این صورت مالی دقیق و شرکت ها را

### پی نویس ها

- ۱- استادیار گروه حسابداری دانشگاه شهید چمران اهواز
- ۲- دانشجوی کارشناسی ارشد حسابداری شهید چمران اهواز
- ۳- عالی ور، عزیز، صورت گردش و جوه نقد، چاپ اول، مرکز تحقیقات حسابداری و حسابرسی سازمان حسابرسی، تهران، ۱۳۷۳، ص ۵.
- ۴- علی جهانخانی، مهدی مرادی، بررسی نحوه تصمیم گیری خریداران سهام عادی در بورس اوراق بهادار تهران، مجموعه مقالات نخستین سمینار مدیریت مالی ایران، دانشکده علوم اداری، دانشگاه شهید بهشتی ۱۳۷۵.
- 5- Robert Bown David Burgstahler, Lanclay, "Evidence on, Relationship Between Earnings and Various Measures of Cash flow" the Accounting Review, October 1968 PP713-724
- 6- Judy Raburn, "The Association of Operating Cash flow Accruals with Security Returns", Supplements of Journal of Accounting Research, 1986, p. 112-123
- 7- Ashiq Ali, "The Incremental Information Content of Earning, Working Capital Form Operations, and Cash flow", "Journal of Accounting Research, vol 32, No 1, Spring 1994.
- 8- Cash flow form operation
- 9- Wilson, G. Peter "The Incremental Information Content of the Accrual & Fund Components of Earnings After Controlling for Earnings". Accounting Review 1987.
- ۱۰- محمد رعیت کاشانی، "شواهدی درباره رابطه بین سود حسابداری و اندازه گیری جریان های نقدی در ایران"، دانشگاه تربیت مدرس، پایان نامه دوره کارشناسی ارشد، ۱۳۷۲.
- 11- NIBEI= (Net Income Before Extraordinary Item) سود خالص قبل از اقلام غیر مترقبه
- 12- NIDPR= NIBEI + هزینه استهلاک دارایی ثابت
- 13- WCFO= (Working capital from operation) سرمایه در گردش حاصل از عملیات
- ۱۴- محمد عرب مازار یزدی "محتوای افزاینده اطلاعاتی جریان های نقدی و تعهدی"، دانشگاه تهران، پایان نامه دوره دکترا، ۱۳۷۴.
- ۱۵- باباییان 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
- ۱۶- صحرائی، علی - رابطه بین تغییرات اجزای صورت سود و زیان و تغییرات بازده سهام، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی ۱۳۷۹
- ۱۷- سالنامه کارگزاران، بورس اوراق بهادار تهران، سال های مختلف
- 18- Standard Error
- 19- Coefficient of Correlation
- 20- Ftest
- 21- Significant Level