

بررسی مربوط بودن جریان نقدی و ارقام حسابداری

در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی

مهدی مرادزاده فرد*

استادیار دانشگاه آزاد اسلامی واحد کرج

سید مجتبی موسوی

کارشناسی ارشد حسابداری دانشگاه علوم اقتصادی

چکیده

برخی تلاش دارند تا از مزایای محتوای اطلاعاتی ارقام حسابداری به جای ارقام جریان نقد جهت ارزیابی عملکرد مالی بهره‌مند شوند. این که آیا محتوای اطلاعاتی اضافی اجزای تعهدی سودها موجب بهبود اندازه‌گیری عملکرد می‌شود یک سؤال تجربی همگانی است. از نقطه نظر عملی چندین مانع برای انجام یک آزمون تجربی وجود دارد. مانع اصلی عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و صاحبان سهام و انگیزه‌های گوناگون برای مدیریت سود توسط مدیران است. در این پژوهش، مربوط بودن ارقام حسابداری در مقایسه با ارقام جریان نقدی در رابطه با توان توضیح دهندگی بازده در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، بر اساس داده‌های ۱۱۸ شرکت طی دوره‌ی زمانی ۱۳۸۳-۱۳۸۸ بررسی شده است. برای انجام آزمون تجربی، نمونه‌ها به دو زیر نمونه تجزیه شده‌اند. زیر نمونه اول شامل شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی پایین و زیر نمونه دوم شامل شرکت‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا می‌باشد. نتایج پژوهش نشان می‌دهد، ارقام حسابداری نسبت به ارقام جریان نقدی دارای توضیح دهندگی بالاتری در رابطه با بازده سهام شرکت‌ها می‌باشد و با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، سودها دارای رابطه معناداری با عملکرد بازار سهام شرکت می‌شوند و نسبت به جریان‌های نقدی عملیاتی در توضیح بازده، برتری دارند. به علاوه این نتایج نشان می‌دهد که محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی تنها در زمینه‌های خاصی با عدم تقارن اطلاعاتی مربوط می‌باشند.

واژه‌های کلیدی: عدم تقارن اطلاعاتی، ارقام حسابداری، جریان‌های نقدی، بازده سهام

مقدمه

دیدگاه "ارزش سهامدار" راپاپورت ادعا می نماید که تصمیمات مدیریتی بر مبنای تاثیرشان بر ثروت سهامدار مورد قضاوت قرار می گیرند، یعنی اثر آنها بر عملکرد بازار سهام شرکت (Rappaport, 1981,1998). با اتخاذ این دیدگاه تنها مقیاس مربوط به ارزیابی عملکرد برای اهداف حسابداری، بازده کل صاحبان سهام است. اگرچه به نظر می رسد دیدگاه ارزش سهامدار راپاپورت تا امروز به میزان زیادی مورد پذیرش است، منازعه مداومی در مورد مقیاس های مناسب اندازه گیری عملکرد وجود دارد که برای ارزیابی تصمیمات مدیریت به کار می روند و در حسابداری مورد استفاده قرار می گیرند (Steffen Rapp, 2010). هدف اصلی سرمایه گذاران از سرمایه گذاری در سهام شرکت ها "افزایش ثروت" است که این امر از طریق کسب "بازده سهام" محقق می شود. بنابراین ارزیابی بازده سهام شرکت های مختلف، مهم ترین مسئله ای است که سرمایه گذاران در بازار سهام با آن مواجه اند (تهرانی و فنی اصل، ۱۳۸۶). از منظر تئوری نمایندگی، انگیزه های بهینه بر معیارهای عملکردی تکیه می کنند که این معیارها، متغیرهایی را به کار می برند که الف) به وضوح با اهداف آن موسسه همسو هستند (یعنی ارزش صاحبان سهام) و ب) بازده تصمیمات مدیریت را به خوبی اندازه گیری نمایند (Kaplan and Atkinson, 1998).

به طور معمول، دو شاخص برای انعکاس عملکرد مالی شرکت وجود دارد، سود و جریان نقدی. با توجه به اینکه اقلام تعهدی مشکلات شناخت و اندازه گیری درآمدها و هزینه های ناشی از گزارش های حسابداری را کاهش می دهد، سود بر جریان نقدی برتری دارد. از طرفی، با توجه به اینکه مدیران می توانند سود را از طریق اقلام تعهدی اختیاری دست کاری نمایند، قدرت سود نسبت به جریان های نقدی برای انعکاس عملکرد مالی شرکت کاهش می یابد. بنابراین همواره این سؤال مطرح می شود که برای ارزیابی عملکرد شرکت از کدام شاخص باید استفاده نمود (Shiah-Hou, 2004).

امروزه یکی از عوامل مهم در تصمیم گیری، دستیابی به اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است. در صورتی که اطلاعات مورد نیاز به صورت نامتقارن بین افراد توزیع شود، ممکن است نتایج متفاوتی را نسبت به موضوع واحد سبب شود. موضوع عدم تقارن اطلاعاتی بدون شک

مهم‌ترین مفهوم در تئوری حسابداری مالی می‌باشد. اغلب یکی از افراد شرکت‌کننده در بازار برای مثال فروشنده، چیزی در مورد دارایی مورد معامله می‌داند که فرد دیگر شرکت‌کننده در بازار نمی‌داند. به چنین وضعیتی در بازار، عدم تقارن اطلاعاتی گویند (Scott, 2003).

یکی از دلایلی که عدم تقارن اطلاعاتی در تئوری حسابداری مسئله مهمی می‌باشد، این است که بازارهای اوراق بهادار با مشکل عدم تقارن اطلاعاتی روبرو هستند. این امر به علت وجود اطلاعات درونی و معاملات درونی است. حتی اگر قیمت بازار اوراق بهادار کاملاً منعکس‌کننده تمامی اطلاعات در دسترس عموم از جمله اطلاعات ناشی از رویه‌های حسابداری شرکت و تصمیمات شرکت در افشای اطلاعات باشد، باز این امکان وجود دارد که افراد درون سازمانی بیش از افراد برون سازمانی در مورد وضعیت کیفی شرکت اطلاعات داشته باشند. در چنین صورتی، این افراد از مزیت اطلاعاتی خود در جهت کسب منافع بیشتر استفاده خواهند کرد (Scott, 2003).

پژوهش پیش رو سعی در بررسی مربوط بودن و توضیح دهندگی اطلاعاتی جریان نقدی و ارقام حسابداری در رابطه با بازده سهام شرکت‌ها در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی دارد.

مروری بر تحقیقات پیشین

محتوای اطلاعاتی سود حسابداری و جریان‌های نقدی حاصل از عملیات در

توضیح بازده سهام:

رابطه بین بازده سهام، سود حسابداری و جریان‌های نقدی از اهمیت زیادی در تحقیقات اخیر برخوردار بوده است. همچنین به علت اینکه سود حسابداری به عنوان اولین شاخص سودآوری مورد توجه قرار می‌گیرد، موضوع بخش عمده‌ای از تحقیقات بوده است.

یون و میلر (۲۰۰۳) محتوای اطلاعاتی جریان‌های نقدی و سود حسابداری در توضیح بازده سهام را برای ۳۷۸ شرکت کره‌ای در یک دوره ۵ ساله آزمون کردند. نتایج پژوهش نشان داد که اطلاعات سود و جریان‌های نقدی با بازده سهام رابطه قوی و مثبت دارد.

استارک و همکاران (2011) به بررسی مربوط بودن جریان نقدی و اقلام تعهدی سود در شرکت‌های انگلیسی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که جریان نقدی از مربوط بودن بیشتری برخوردار است.

کانسلر و همکارانش (2011) در پژوهشی به مقایسه قدرت جریان نقدی هر سهم و سود هر سهم در پیش بینی سود تقسیمی پرداختند. نتایج پژوهش آن‌ها نشان می‌دهد که جریان نقدی هر سهم در مقایسه با سود هر سهم از قدرت بیشتری برای پیش بینی سود تقسیمی برخوردار است.

اثنی عشری (۱۳۸۸) نشان داد که سود عملیاتی و سود قبل از کسر مالیات، محتوای اطلاعاتی بیشتری نسبت به سود خالص جهت توضیح بازده‌ها ندارند. همچنین نتایج پژوهش بیانگر این موضوع می‌باشد که رابطه معناداری بین اجزای سود خالص و بازده سهام وجود ندارد و جریان نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی نیز مانند سود خالص نمی‌تواند شاخص مناسبی جهت توضیح تغییرات بازده باشد و رابطه معناداری با آن ندارد.

نوریان (۱۳۸۸) به بررسی ارزیابی اثرگذاری سود خالص و جریان نقدی عملیاتی بر قیمت و بازده سهام پرداخت. با توجه به نتایج پژوهش وی، رابطه قوی بین سود هر سهم با بازده تأیید گردید. همچنین نتایج به دست آمده همانند اکثر تحقیقات گذشته، نشان دهنده توان بیشتر سود نسبت به جریان نقدی عملیاتی برای سنجش عملکرد شرکت‌ها است.

دوستیان (۱۳۸۸) در پژوهش خود به مقایسه میزان ارتباط تغییرات سود خالص و تغییرات جریان نقدی عملیاتی با تغییرات بازده سهام پرداخت. نتایج تحقیق وی حاکی از ارتباط ضعیف و مستقیم بین تغییرات سود خالص و تغییرات بازده سهام می‌باشد. همچنین در این تحقیق وجود همبستگی بین تغییرات جریان نقدی عملیاتی با تغییرات بازده سهام تأیید نگردید.

عدم تقارن اطلاعاتی:

ریچاردسون (۲۰۰۱) رابطه بین عدم تقارن اطلاعاتی و دست‌کاری اقلام تعهدی را مورد مطالعه قرار داد. نتایج پژوهش وی نشان می‌دهد که بین عدم تقارن اطلاعاتی و مدیریت سود مبتنی بر اقلام تعهدی رابطه مستقیم وجود دارد.

جیانگ و کیم (۲۰۰۰) به بررسی اثرات عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیران و سهامداران در رابطه با سودآوری از نظر زمان و مقدار پرداختند. طبق نتایج پژوهش، هر میزان سطح مالکیت نهادی افزایش می‌یابد، عدم تقارن اطلاعات کمتری بین مدیران شرکت و سایر اشخاص مرتبط در بازار وجود خواهد داشت. بنابراین در شرکت‌هایی که میزان مالکیت بین شرکتی در آن‌ها بیشتر است، قیمت بازار سهام اطلاعات مرتبط با سودآوری آینده شرکت را سریع‌تر از شرکت‌هایی که مالکیت بین شرکتی کمتری دارند، ارائه می‌دهد.

استفان راب (۲۰۱۰) رابطه بین جریان‌های نقدی عملیاتی و سودها را با بازده کل صاحبان سهام در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی بررسی نمود. نتایج پژوهش بیانگر وجود رابطه مثبت بین جریان نقدی و سود عملیاتی با بازده سهام می‌باشد. با این وجود با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، سود دارای رابطه کمتری با بازده می‌شود و جریان نقدی در توضیح بازده سهام بر سود برتری دارد (و بالعکس).

خدای پور و قدیری (۱۳۸۹) در پژوهش خود به بررسی رابطه میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی بین سرمایه‌گذاران پرداختند. نتایج حاصل از این پژوهش نشان داد که میان اقلام تعهدی غیر عادی و عدم تقارن اطلاعاتی، رابطه مثبت و معناداری وجود دارد. همچنین نتایج نشان‌دهنده وجود یک رابطه مثبت و معنادار میان عدم تقارن اطلاعاتی و تغییرپذیری بازده سهام می‌باشد.

قائمی و همکاران (۱۳۸۹) تاثیر اعلان سودهای فصلی را بر عدم تقارن اطلاعاتی بازار بررسی نمودند. یافته‌های پژوهش نشان داد که پس از اعلان سودهای فصلی، عدم تقارن اطلاعاتی کاهش قابل ملاحظه‌ای نداشته است. همچنین این نتایج با در نظر گرفتن نوع اعلان سودهای فصلی و دوره زمانی گزارش سودهای میان دوره‌های تغییر نمی‌کند.

احمدپور و عجم (۱۳۸۹) در پژوهش خود، رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی را مورد بررسی قرار دادند. نتایج نشان داد که کیفیت اقلام تعهدی، تاثیر معناداری بر میزان عدم تقارن اطلاعاتی ندارد.

فرضیه‌های پژوهش

ممکن است برخی بیان نمایند که ارقام حسابداری با اجرای تعهدشان در پی فراهم نمودن اطلاعات اضافی علاوه بر اطلاعات فراهم شده توسط ارقام جریان نقدی خالص (مطلق) هستند (Dechow, 1994). این حقیقت به عنوان ویژگی آگاهی رساننده (اطلاعاتی) ارقام حسابداری شناخته می‌شود. با در نظر داشتن این ایده، حسابداران ممکن است بیان نمایند که ارقام حسابداری می‌توانند نسبت به ارقام جریان نقدی خالص، عملکرد بازده سهام یک شرکت را بهتر نشان دهند (Ball and Brown, 1968 or Dechow, 1994 and Vorstius, 2004).

این نگرش در فرضیه زیر خلاصه می‌شود:

فرضیه الف): ارقام حسابداری نسبت به ارقام جریان نقدی دارای توان توضیح دهندگی بالاتری در رابطه با بازده سهام شرکت می‌باشند.

از نقطه نظر عملی چندین مانع برای این بحث جهت انجام یک آزمون تجربی وجود دارد. موانع اصلی عدم تقارن اطلاعاتی بین مدیریت و صاحبان سهام و انگیزه‌های گوناگون برای مدیریت سود توسط مدیران اجرایی است (Sloan, 1996).

با در نظر گرفتن دیدگاه اطلاعاتی بودن (آگاهی رسانی) ارقام حسابداری، بیان اینکه با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، اطلاعات اضافی موجود در اجرای تعهدی دارای ارزش مربوط بیشتری می‌شود، منطقی به نظر می‌رسد. این دیدگاه در فرضیه زیر خلاصه می‌شود:

فرضیه ب-۱): با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، ویژگی توضیح دهندگی ارقام حسابداری در مقایسه با ارقام جریان نقدی برای توضیح بازده سهام شرکت بیشتر می‌شود.

با این وجود، با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، انگیزه‌های مدیریت فرصت طلبانه سودها نیز افزایش خواهد یافت، زیرا احتمال مجازات رفتار فرصت طلبانه مدیریت، توسط سهامداران بیرونی کمتر می‌شود (Günther et al, 2009). بنابراین، گزینه‌های احتیاطی پنهان در اجرای تعهدی ارقام حسابداری برای مدیریت با ارزش تر می‌شود، لیکن از نظر سهامداران، ارزش اطلاعاتی اجرای تعهدی کاهش می‌یابد. این دیدگاه در فرضیه زیر خلاصه می‌شود:

فرضیه ب-۲): با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، مربوط بودن ارقام حسابداری در مقایسه با ارقام جریان نقدی برای توضیح بازده سهام شرکت کمتر می‌شود.

بدیهی است که فرضیه ب-۲ یک فرضیه رقابتی برای فرضیه ب-۱ می‌باشد و یک سؤال تجربی آشکار را به جا می‌گذارد که هر یک از این دو، مورد آزمون قرار می‌گیرند.

گردآوری داده‌ها، مدل‌های آزمون فرضیه‌ها و تعریف متغیرها:

اطلاعات مورد نیاز برای این پژوهش از طریق بانک‌های اطلاعاتی تدبیر پرداز و ره‌آورد نوین و سایت رسمی بورس اوراق بهادار تهران گردآوری شده و اطلاعات مورد نیاز محاسبه و در نرم افزار اکسل برای تجزیه و تحلیل آماده شده است. تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم افزار spss صورت گرفته است.

جهت آزمون فرضیه‌های پژوهش، مشابه پژوهش استفان راب (Steffen Rapp, 2010) از مدل تجربی زیر استفاده شده است. در این مدل بازده سهام شرکت با جریان نقدی و ارقام حسابداری به صورت رگرسیونی درآمده است:

$$R_{it} = \beta_1 EAR_{it} + \beta_2 CF_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{مدل (۱)}$$

که در این مدل؛

R : بازده سهام

EAR: سود عملیاتی (سود قبل از کسر بهره و مالیات) تقسیم بر میانگین دارایی‌ها

CF : جریان نقدی عملیاتی تقسیم بر میانگین دارایی‌ها

مدل (۱) تعمیم درست و ساده‌ای از مدل‌های ارزش مربوط مشهور جهت مطالعه جنبه اطلاعاتی بودن (آگاهی رسانی) ارقام سود می‌باشد

(Warfield et al, 1995; Pronobis et al, 2008 or Günther et al., 2009).

که در آن همانند پژوهش استفان راپ (Steffen Rapp, 2010) به جای استفاده تنها از سود عملیاتی، از سود عملیاتی و جریان نقدی عملیاتی به طور همزمان، به عنوان متغیرهای مستقل استفاده شده است. مطالعات روی مدل‌های مربوط بودن ارزش، به ندرت هرگونه متغیر کنترلی را در تحلیل‌هایشان استفاده نموده‌اند

(Warfield et al, 1995; Pronobis et al, 2008 or Günther et al., 2009).

با این وجود مطالعات بسیاری وجود دارد که نشان می‌دهد متغیرهای مختلفی وجود دارد که ممکن است در توضیح برخی نوسانات در بازده سهام، به ما کمک نمایند.

بنابراین جهت آزمون فرضیه‌ها مشابه پژوهش استفان راپ (Steffen Rapp, 2010) از مدل تعمیم یافته مربوط بودن ارزش (ارزش مربوط) زیر، جهت آزمون فرضیه‌ها استفاده شده است:

$$R_{it} = \beta_0 + \beta_1 EAR_{it} + \beta_2 CF_{it} + \beta_3 BETA_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 M/B_{it} + \beta_6 E/P_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 DOMINATED_{it} + \epsilon_{it}$$

مدل

متغیرهای پژوهش

متغیر وابسته و نحوه محاسبه آن

در این پژوهش بازده سهام، متغیر وابسته می‌باشد و اطلاعات مورد نیاز برای این متغیر از لوح فشرده گزارش سهام (محصول شرکت تدبیرپرداز)، نرم افزار ره‌آورد نوین و همچنین گزارش‌های انتشار یافته توسط سازمان بورس و اوراق بهادار جمع‌آوری شده است.

متغیرهای مستقل و نحوه محاسبه آن‌ها

جریان نقدی: یکی از متغیرهای مستقل جریان نقد عملیاتی می‌باشد که از تقسیم وجه نقد حاصل از فعالیت‌های اصلی و مستمر مولد درآمد عملیاتی واحد تجاری (جریان نقدی عملیاتی مندرج در صورت جریان وجوه نقد) بر میانگین دارایی‌ها به دست می‌آید.

ارقام حسابداری: یکی دیگر از متغیرهای مستقل ارقام حسابداری می‌باشد و از تقسیم سود یا زیان حاصل از فعالیت‌های عادی و مستمر بر میانگین دارایی‌های شرکت (سود عملیاتی قبل از کسر بهره و مالیات تقسیم بر میانگین دارایی‌ها) به دست می‌آید.

متغیرهای کنترلی و روش محاسبه آن‌ها

BETA : یکی از متغیرهای کنترلی ضریب بتا که شدت تغییرات بازدهی سهم مورد نظر نسبت به بازار یا شاخص شامل آن سهم می‌باشد، این ضریب از نرم افزار رهاورد نوین کتابخانه سازمان بورس اوراق بهادار تهران اخذ شده است، که طبق توضیحات ارائه شده در این نرم افزار، برای محاسبه این ضریب از فرمول زیر استفاده شده است:

$$\text{فرمول بتا} = \frac{\text{Cov(بازدهی بازار} \times \text{بازدهی سهم)}}{\text{Var(بازدهی بازار)}}$$

SIZE : در پژوهش حاضر یک متغیر کنترلی که باید تاثیر آن خنثی شود، اثر اندازه شرکت است. به منظور حذف اثر اندازه شرکت، از لگاریتم یک به علاوه کل دارایی‌ها استفاده شده تا نتایج حاصل از قابلیت اتکا برخوردار باشد.

M/B : نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری حقوق صاحبان سهام

E/P : نسبت سود قبل از مالیات (تقسیم بر جمع ارزش بازار سهام) به قیمت سهام

LEV : نسبت بدهی به خالص دارایی (جمع بدهی تقسیم بر کل دارایی‌ها)

DOMINATED: تفاوت‌های موجود در ساختار مالکیت نیز کنترل شده است، زیرا اغلب ادعا می‌شود که ساختارهای مالکیت، بازده سهام شرکت را تحت تاثیر قرار می‌دهند (Holderness, 2003). در این پژوهش، مشابه پژوهش استفان راپ (Steffen Rapp, 2010) ارزش این متغیر کنترلی در حالتی که درصد سهام شناور آزاد (Free float) شرکت کمتر از ۵۰ درصد باشد، برابر یک و در غیر این صورت برابر صفر می‌باشد.

روش آزمون فرضیه‌ها:

جهت آزمون فرضیه الف از برآورد متغیرهای مدل (۱) و (۲) استفاده شده است لیکن برای آزمون فرضیه‌های ب-۱ و ب-۲ در مرحله نخست متغیرهایی مجازی به شرح زیر تعریف، که هر کدام از این متغیرها مجموعه نمونه‌ها را به دو زیر نمونه کوچک‌تر تقسیم می‌نمایند. به طوری که

مشخصه یک زیر نمونه عدم تقارن اطلاعاتی پایین و دیگری عدم تقارن اطلاعاتی بالا می‌باشد. در مرحله دوم متغیرهای روابط (۲) برای هر نمونه برآورد می‌شود و ضرایب ۱ و ۲ و نیز معناداری آماری آن‌ها برای هر جفت از زیر نمونه‌ها مقایسه می‌شود.

متغیرهای مجازی نشانگر عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از اندازه و پیچیدگی شرکت:

۱. متغیر مجازی MCAP: این متغیر مجازی نشانگر عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از اندازه می‌باشد و معیار ارزش بازار سهام شرکت‌ها را در نظر گرفته است. زیر نمونه عدم تقارن اطلاعاتی بالا (شرکت‌های بزرگ)، شامل شرکت‌هایی با ارزش بازار سهام بالاتر از میانه و زیر نمونه دارای عدم تقارن اطلاعاتی پایین (شرکت‌های کوچک) شامل شرکت‌هایی با ویژگی پایین‌تر بودن نسبت به میانه ارزش بازار سهام می‌باشد.

۲. متغیر مجازی INTANG: این متغیر مجازی، معیار ساختار دارایی‌ها (پیچیدگی) را در نظر گرفته است. شرکت‌هایی که ساختار دارایی‌هایشان دارای دارایی‌های نامشهود بالاتر از میانه بوده، شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا و شرکت‌هایی که ساختار دارایی‌هایشان دارای دارایی‌های نامشهود پایین‌تر از میانه باشد، شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی پایین تعریف شده‌اند.

متغیر مجازی نشانگر عدم تقارن اطلاعاتی ناشی از نظارت خارجی:

۳. متغیر مجازی مالکیت (DOMINATED): مجموعه نمونه‌ها با تمایز میان شرکت‌های تحت نفوذ و تحت مالکیت عمده تفکیک شده‌اند. در این پژوهش مشابه پژوهش استفان راپ (Steffen Rapp, 2010) شرکت‌ها زمانی تحت نفوذ تعریف گردیده‌اند که درصد سهام شناور آزاد آن‌ها کوچک‌تر از ۵۰٪ باشد. در غیر این صورت تحت مالکیت عمده تلقی گردیده‌اند.

جامعه و نمونه‌ی آماری

جامعه آماری این پژوهش به شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران محدود شد. انتخاب نمونه از این جامعه با در نظر گرفتن معیارهای زیر انجام شده است:

۱. اطلاعات مورد نیاز این پژوهش در رابطه با شرکت‌ها از سال ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ در دسترس باشد.

۲. پایان سال مالی شرکت‌ها پایان اسفند باشد و در طول سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ تغییر نکرده باشد.

۳. سهام شرکت‌ها در طول هر یک از سال‌های دوره پژوهش ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ معامله شده باشد.

۴. جزء بانک‌ها و مؤسسات مالی (شرکت‌های سرمایه‌گذاری، واسطه‌گران مالی، شرکت‌های هلدینگ و لیزینگ‌ها) نباشد.

۵. نماد معاملاتی شرکت به تابلوی غیررسمی منتقل نشده باشد.

با در نظر گرفتن این معیارها و با استفاده از روش سرشماری، شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران مورد بررسی قرار گرفته و نمونه‌ای متشکل از ۱۱۸ شرکت بدست آمده است.

نگاره ۱ بیانگر اطلاعاتی در مورد پارامتر مرکزی و پارامترهای پراکندگی متغیرهای پژوهش است.

نگاره ۱ آمار توصیفی متغیرهای مورد استفاده پژوهش

متغیرها	حداکثر	حداقل	میانگین	میانه	انحراف معیار
بازده	.	-
لگاریتم بازده
جریان نقدی عملیاتی	.	-
سود عملیاتی	.	-
بتا	.	-
اندازه
نسبت سود به قیمت سهام	.	-
نسبت بدهی خالص به دارایی خالص
نسبت ارزش بازار به ارزش دفتری	.	-

* از آنجایی که داده‌های متغیر وابسته بازده، از توزیع نرمال پیروی نمی‌کند از تبدیل لگاریتمی برای متغیر بازده استفاده شده است. لذا در این پژوهش از متغیر وابسته لگاریتم بازده استفاده شده است.

یافته‌های پژوهش

نتایج آزمون فرضیه‌ها

نتایج فرضیه الف:

(۱) آزمون فرضیه اول با استفاده از مدل ساده - مدل شماره (۱)

نتایج برآورد مدل (۱) در نگاره ۲ ارائه شده است. آماره t برای سود عملیاتی برابر با ۶/۶۴۷ و سطح اهمیت برابر با ۰/۰۰۰ با ضریب مثبت ۰/۹۵۶ رابطه مثبت معناداری بین ارقام حسابداری و بازده سهام را تایید می‌کند. همچنین آماره t برای جریان نقدی عملیاتی برابر با -۱/۲۸۹ و سطح اهمیت برابر با ۰/۱۹۸ با ضریب منفی ۱/۱۷۱ می‌باشد. در نتیجه رابطه معناداری بین جریان نقدی و بازده سهام تایید نمی‌شود. بر این اساس فرضیه اول در سطح خطای ۱ درصد پذیرفته می‌شود. ضریب تعیین ۰/۰۶۷ و ضریب تعیین تعدیل شده ۰/۰۶۵ مشاهده می‌شود. مقدار آماره دوربین واتسون نیز بیانگر استقلال باقیمانده‌هاست.

همان طور که ملاحظه شد، بین ارقام حسابداری و بازده سهام رابطه مثبت معناداری وجود دارد همچنین جریان نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی نمی‌تواند شاخص مناسبی جهت توضیح تغییرات بازده باشد و ارتباط معناداری با آن ندارد. بنابراین فرضیه الف تایید می‌شود.

نگاره ۲. نتایج آزمون فرضیه اول

$R_{it} = +_1EAR_{it} + _2CF_{it} + \text{it}$				
Sig	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرهای مستقل
۰/۰۰۰	۱۴۶/۷۹۴	۰/۰۳۱	۴/۵۴۰***	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۶/۶۴۷	۰/۱۴۴	۰/۹۵۶***	EAR
۰/۱۹۸	-۱/۲۸۹	۰/۱۳۳	-۰/۱۷۱	CF
	۰/۲۶۰			ضریب همبستگی
	۰/۰۶۷			ضریب تعیین
	۰/۰۶۵			ضریب تعیین تعدیل شده
	۱/۶۹۸			آماره دوربین واتسون
	۲۵/۴۵۸			آماره F
	۰/۰۰۰			سطح معناداری آماره F
***ضرایب مدل در سطح خطای ۰/۰۱ معنادار است.				

ولی ممکن است وجود این رابطه به خاطر حضور متغیرهایی باشد که بر رابطه بین ارقام حسابداری و جریان نقدی با بازده سهام تاثیر گذار هستند. به منظور کنترل اثر متغیرهای تأثیر گذار بر رابطه بین ارقام حسابداری و جریان نقدی با بازده سهام، فرضیه الف در مدل (۲) آزمون شده است.

(۲) آزمون فرضیه اول با استفاده از مدل تعمیم یافته - مدل شماره (۲)

همان گونه که در نگاره (۳) مشاهده می شود، آماره t برای سود عملیاتی برابر با $۴/۷۳۲$ و سطح اهمیت برابر با $۰/۰۰۰$ با ضریب مثبت $۰/۸۲۲$ رابطه مثبت معناداری بین ارقام حسابداری و بازده سهام را نشان داده و در نتیجه همانند نتایج آزمون مدل (۱) فرضیه الف در مدل (۲) نیز تایید شد.

آماره t برای جریان نقدی عملیاتی برابر با $-۱/۶۱۴$ و سطح اهمیت برابر با $۰/۱۰۷$ با ضریب منفی $-۰/۲۱۸$ می باشد. در نتیجه همانند نتایج برآورد مدل (۱)، رابطه معناداری بین

نگاره ۳. نتایج آزمون فرضیه اول در مدل (۲)

$R_{it} = +_1EAR_{it} + 2CF_{it} + _1BETA_{it} + _2SIZE_{it} + _3M/B_{it} + _4E/P_{it} + _5LEV_{it} + _6DOMINATED_{it} + \epsilon_{it}$				
Sig	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرهای مستقل
۰/۰۰۰	۲۵/۸۸۶	۰/۱۸۲	۴/۶۹۸	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۴/۷۳۲	۰/۱۷۴	۰/۸۲۲	EAR
۰/۱۰۷	-۱/۶۱۴	۰/۱۳۵	-۰/۲۱۸	CF
۰/۰۱۸	۲/۳۷۶	۰/۰۱۶	۰/۰۳۸	Beta
۰/۴۸۹	-۰/۶۹۳	۰/۰۱۳	-۰/۰۰۹	Size
۰/۸۷۵	۰/۱۵۷	۰/۰۸۸	۰/۰۱۴	E/P
۰/۰۶۳	-۱/۸۶۱	۰/۱۲۷	-۰/۲۳۶	LEV
۰/۹۹۰	۰/۰۱۳	۰/۰۰۵	۰/۰۱۹	M/B
۰/۰۲۴	۲/۲۶۳	۰/۰۶۶	۰/۱۴۹	Dominated
	۰/۲۹۱			ضریب همبستگی
	۰/۰۸۵			ضریب تعیین
	۰/۰۷۴			ضریب تعیین تعدیل شده
	۱/۶۹۲			آماره دوربین واتسون
	۸/۱۱۳			آماره F
	۰/۰۰۰			سطح معناداری آماره F

جریان نقدی و بازده سهام تایید نمی‌شود.

همچنین با توجه به مقدار آماره فیش و سطح معناداری آن که به ترتیب ۸/۱۱۳ و ۰/۰۰۰ هستند، مدل (۲) کفایت لازم را دارد.

نتایج فرضیه ب:

نتایج رگرسیون زیر نمونه‌ها ناشی از اندازه و پیچیدگی شرکت

همان‌گونه که در نگاره ۴ مشاهده می‌شود، میزان ضریب تعیین برای نمونه دارای عدم تقارن اطلاعاتی پایین تنها برابر با ۰/۰۸ است. یعنی ۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. همچنین در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی بالا ضریب تعیین تنها برابر ۰/۰۷۴ است. یعنی ۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. مقادیر آماره دوربین واتسون برای هر دو زیر نمونه تفاوت زیادی با مقدار ۲ ندارد.

نگاره ۴: خلاصه ضرایب مدل رگرسیون - زیر نمونه‌های ناشی از اندازه شرکت

شرکت‌های کوچک	شرکت‌های بزرگ	
/	/	ضریب همبستگی
/	/	ضریب تعیین
/	/	ضریب تعیین تعدیل شده
/	/	آماره دوربین واتسون
/	/	آماره F
/	/	سطح معناداری آماره F

در نگاره ۵، برای نمونه‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی پایین، مقدار آماره t برای جریان نقدی عملیاتی برابر با ۰/۲۹۰ و ارقام حسابداری برابر با ۱/۹۱۳ است.

نگاره ۵: نتایج رگرسیون زیر نمونه‌ها ناشی از اندازه شرکت

شرکت‌های بزرگ				
Sig.	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرهای مستقل
۰/۰۰۰	۱۸/۶۴۹	۰/۲۶۷	۴/۹۸۸	مقدار ثابت
۰/۰۰۳	۳/۰۲۳	۰/۲۴۱	۰/۷۲۹	EAR
۰/۲۳۴	-۱/۱۹۲	۰/۱۹۸	-۰/۲۳۶	CF
۰/۰۸۶	۱/۷۲۱	۰/۰۲۱	۰/۰۳۶	Beta
۰/۴۵۰	-۰/۷۵۶	۰/۰۲۰	-۰/۰۱۵	Size
۰/۵۲۶	-۰/۶۳۵	۰/۱۷۳	-۰/۱۱۰	E/P
۰/۱۱۵	-۱/۵۸۲	۰/۲۰۱	-۰/۲۳۶	LEV
۰/۲۴۳	-۱/۱۷۰	۰/۰۰۸	-۰/۰۰۹	M/B
۰/۰۵۰	۱/۹۶۹	۰/۰۹۵	۰/۱۸۷	Dominated
شرکت‌های کوچک				
۰/۰۰۰	۱۹/۱۵۲	۰/۲۳۵	۴/۵۰۹	مقدار ثابت
۰/۰۵۷	۱/۹۱۳	۰/۲۶۳	۰/۵۰۳	EAR
۰/۷۷۲	۰/۲۹۰	۰/۱۸۴	۰/۰۵۳	CF
۰/۰۵۵	۱/۹۲۹	۰/۰۲۴	۰/۰۴۶	Beta
۰/۳۷۱	-۰/۸۹۶	۰/۰۱۷	-۰/۰۱۵	Size
۰/۱۳۴	۱/۵۰۰	۰/۱۰۰	۰/۱۵۰	E/P
۰/۹۵۷	-۰/۰۵۴	۰/۱۵۶	-۰/۰۰۸	LEV
۰/۴۷۳	۰/۷۱۸	۰/۰۰۷	۰/۰۰۵	M/B
۰/۱۴۹	۱/۴۴۶	۰/۰۸۸	۰/۱۲۷	Dominated

بنابراین مقدار آماره t تنها برای سود عملیاتی در سطح ۹۰ درصد اطمینان در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد. همچنین مقدار آماره t برای عرض از مبدأ در سطح اطمینان ۹۰ درصد در ناحیه رد فرض صفر قرار دارد که حاکی از معناداری مقدار ثابت است.

همچنین برای نمونه‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، مقدار آماره t برای جریان نقدی عملیاتی برابر با -۱/۱۹۲ و ارقام حسابداری برابر با ۳/۰۲۳ است. بنابراین مقدار آماره t تنها برای سود

عملیاتی در سطح ۹۵ درصد اطمینان در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد. همان‌گونه که مشاهده می‌شود، تنها ارقام حسابداری در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی پایین در مدل تعمیم یافته مربوط بودن ارزش، معنی‌دار می‌باشد و با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی کماکان تنها ارقام حسابداری معنادار است.

همچنین مقایسه نتایج نشان می‌دهد، در شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا ناشی از اندازه شرکت، ارقام حسابداری دارای قدرت توضیح دهنده بیشتری با بازده نسبت به شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی پایین ناشی از اندازه شرکت می‌باشد. **بنابراین فرضیه ب-۱ تأیید می‌شود و فرضیه ب-۲ رد می‌شود.**

نتایج رگرسیون زیر نمونه‌ها ناشی از ساختار دارایی‌ها

همان‌گونه که در نگاره ۶ مشاهده می‌شود، میزان ضریب تعیین برای نمونه دارای عدم تقارن اطلاعاتی پایین تنها برابر با ۰/۱۲۲ است. یعنی ۱۲ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود. همچنین در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی بالا ضریب تعیین تنها برابر ۰/۰۶۸ است. یعنی حدود ۷ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می‌شود.

نگاره ۶: خلاصه ضرایب مدل رگرسیون - زیر نمونه‌های ناشی از ساختار دارایی‌ها

شرکت‌ها با دارایی‌های نامشهود بالاتر از میانه	شرکت‌ها با دارایی‌های نامشهود پایین‌تر از میانه	
/	/	ضریب همبستگی
/	/	ضریب تعیین
/	/	ضریب تعیین تعدیل شده
/	/	آماره دوربین واتسون
/	/	آماره F
/	/	سطح معناداری آماره F

نگاره ۷: نتایج نگاره تحلیل واریانس - زیر نمونه‌ها ناشی از ساختار دارایی‌ها

$R_{it} = +_1EAR_{it} + 2CF_{it} + 1BETA_{it} + 2SIZE_{it} + 3M/B_{it} + 4E/P_{it} + 5LEV_{it} + 6DOMINATED_{it} + it$				
شرکت‌ها با دارایی‌های نامشهود بالاتر از میانه				
Sig.	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرهای مستقل
۰/۰۰۰	۱۷/۰۲۰	۰/۲۶۵	۴/۵۱۱	مقدار ثابت
۰/۰۶۸	۱/۸۲۹	۰/۲۷۱	۰/۴۹۶	EAR
۰/۷۷۲	۰/۲۸۹	۰/۱۹۲	۰/۰۵۵	CF
۰/۴۸۷	۰/۶۹۷	۰/۰۲۷	۰/۰۱۹	Beta
۰/۹۱۸	۰/۱۰۳	۰/۰۱۹	۰/۰۰۲	Size
۰/۱۴۲	۱/۴۷۱	۰/۱۲۵	۰/۱۸۴	E/P
۰/۷۶۴	-۰/۳۰۰	۰/۱۹۷	-۰/۰۵۹	LEV
۰/۵۵۲	۰/۵۹۶	۰/۰۰۸	۰/۰۰۵	M/B
۰/۴۸۶	۰/۶۹۷	۰/۰۹۲	۰/۰۶۴	Dominated
شرکت‌ها با دارایی‌های نامشهود پایین‌تر از میانه				
۰/۰۰۰	۱۹/۰۳۶	۰/۲۳۵	۰/۲۵۳	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۴/۴۵۲	۰/۲۶۳	۰/۲۳۲	EAR
۰/۰۲۳	-۲/۲۷۵	۰/۱۸۴	۰/۱۹۱	CF
۰/۰۱۸	۲/۳۶۷	۰/۰۲۴	۰/۰۲۰	Beta
۰/۲۹۶	-۱/۰۴۷	۰/۰۱۷	۰/۰۱۸	Size
۰/۴۳۰	-۰/۷۹۰	۰/۱۰۰	۰/۱۲۷	E/P
۰/۰۴۴	-۲/۰۲۲	۰/۱۵۶	۰/۱۶۸	LEV
۰/۷۲۱	-۰/۳۵۷	۰/۰۰۷	۰/۰۰۸	M/B
۰/۰۱۵	۲/۴۳۳	۰/۰۸۸	۰/۰۹۵	Dominated

در نگاره ۷، برای نمونه‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی پایین، مقدار آماره t برای جریان نقدی عملیاتی برابر با ۲/۲۷۵- و ارقام حسابداری برابر با ۴/۵۸۲ است. بنابراین مقدار آماره t برای سود عملیاتی و جریان نقدی عملیاتی در سطح ۹۵ درصد اطمینان در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد. همچنین برای نمونه‌هایی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، مقدار آماره t برای جریان نقدی عملیاتی برابر با ۰/۲۸۹ و ارقام حسابداری برابر با ۱/۸۲۹ است. بنابراین مقدار آماره t تنها برای سود عملیاتی در سطح ۹۰ درصد اطمینان در ناحیه رد فرض صفر قرار می‌گیرد.

نتایج تحلیل آماری نشان می‌دهد، ارقام حسابداری و جریان نقدی عملیاتی در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی پایین ناشی از ساختار دارایی‌ها در مدل تعمیم یافته مربوط بودن ارزش، معنی‌دار می‌باشد و با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی تنها ارقام حسابداری معنی‌دار می‌باشد. همچنین مقایسه نتایج نشان می‌دهد، در شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی پایین ناشی از ساختار دارایی‌ها، ارقام حسابداری دارای قدرت توضیح دهنده‌گی بیشتری با بازده نسبت به شرکت‌های دارای عدم تقارن اطلاعاتی بالا ناشی از ساختار دارایی‌ها می‌باشد. بنابراین فرضیه ب-۱ تایید می‌شود و فرضیه ب-۲ رد می‌شود.

نتایج رگرسیون زیر نمونه‌ها ناشی از نظارت سهامداران

نگاره ۸: نتایج تحلیل واریانس - زیر نمونه‌های ناشی از نظارت سهامداران

شرکت‌های تحت نفوذ				
Sig.	آماره t	خطای استاندارد	ضرایب	متغیرهای مستقل
۰/۰۰۰	۴/۹۸۸	۰/۵۰۵	۲/۵۲۱	مقدار ثابت
۰/۰۰۰	۵/۱۴۲	۰/۱۸۲	۰/۹۳۸	EAR
۰/۰۳۱	-۲/۱۶۳	۰/۱۴۰	-۰/۳۰۴	CF
۰/۰۸۲	۱/۷۴۰	۰/۰۱۶	۰/۰۲۸	Beta
۰/۴۲۲	-۰/۸۰۳	۰/۰۱۳	-۰/۰۱۱	Size
۰/۴۲۵	۰/۷۹۹	۰/۰۸۸	۰/۰۷۰	E/P
۰/۴۰۳	-۰/۸۳۷	۰/۱۳۰	-۰/۱۰۹	LEV
۰/۹۶۱	-۰/۰۴۹	۰/۰۰۵	۰/۰۰۰	M/B
۰/۰۰۰	۴/۷۹۳	۰/۴۶۷	۲/۲۴۰	Dominated
شرکت‌های تحت مالکیت عمده				
۰/۰۰۰	۷/۴۰۰	۰/۶۳۱	۴/۶۶۹	مقدار ثابت
۰/۰۷۳	۱/۱۸۹	۰/۵۲۱	۰/۶۱۹	EAR
۰/۵۸۹	۰/۵۴۳	۰/۴۱۴	۰/۲۲۵	CF
۰/۱۰۹	۱/۶۳۱	۰/۰۵۸	۰/۰۹۴	Beta
۰/۴۷۱	۰/۷۲۷	۰/۰۵۴	۰/۰۳۹	Size
۰/۸۴۵	-۰/۱۹۷	۰/۵۰۱	-۰/۰۹۹	E/P
۰/۰۲۰	-۲/۳۹۶	۰/۵۲۱	-۱/۲۵۰	LEV
۰/۷۱۳	۰/۳۷۰	۰/۰۲۱	۰/۰۰۸	M/B
۰/۰۰۰	۳/۹۲۳	۰/۴۷۴	۱/۸۶۱	Dominated

همان گونه که در نگاره ۸ مشاهده می شود سطح معنی داری برای هر دو زیر نمونه کمتر از ۰/۰۵ است. بنابراین فرض صفر در سطح اطمینان ۹۵ درصد رد می شود. یعنی در سطح اطمینان ۹۵ درصد برای هر دو زیر نمونه مدل معنی داری وجود دارد.

برای نمونه هایی با عدم تقارن اطلاعاتی پایین، مقدار آماره t برای جریان نقدی عملیاتی برابر با ۰/۵۴۳ و ارقام حسابداری برابر با ۱/۱۸۹ است. همچنین همان طور که مشاهده می شود مقدار آماره t برای سود عملیاتی در سطح ۹۰ درصد اطمینان در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد. همچنین برای نمونه هایی با عدم تقارن اطلاعاتی بالا، مقدار آماره t برای جریان نقدی عملیاتی برابر با ۲/۱۶۳- و ارقام حسابداری برابر با ۵/۱۴۲ است. بنابراین مقدار آماره t برای سود عملیاتی و جریان نقدی عملیاتی در سطح ۹۵ درصد اطمینان در ناحیه رد فرض صفر قرار می گیرد.

در نگاره ۹ میزان ضریب تعیین برای نمونه دارای عدم تقارن اطلاعاتی پایین برابر با ۰/۳۸۲ است. یعنی حدود ۳۸ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می شود. همچنین در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی بالا ضریب تعیین برابر ۰/۱۱۳ است. یعنی حدود ۱۱ درصد از تغییرات متغیر وابسته توسط متغیرهای مستقل بیان می شود.

نگاره ۹: خلاصه ضرایب مدل رگرسیون - زیر نمونه های ناشی از نظارت سهامداران

شرکت های تحت نفوذ	شرکت های تحت مالکیت عمده	
۰/۳۳۷	۰/۶۱۸	ضریب همبستگی
۰/۱۱۳	۰/۳۸۲	ضریب تعیین
۰/۱۰۲	۰/۲۸۱	ضریب تعیین تعدیل شده
۱/۷۰۹	۱/۶۸۳	آماره دوربین واتسون
۱۰/۲۵۰	۳/۷۷۸	آماره F
۰/۰۰۰	۰/۰۰۲	سطح معناداری آماره F

مشاهده می شود که تنها ارقام حسابداری در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی پایین ناشی از نظارت سهامداران در مدل ارزش مربوط، معنی دار می باشد و با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی همچنان که ارقام حسابداری معنی دار می باشد، جریان نقدی عملیاتی نیز معنی دار می باشد. لیکن قدرت توضیح

دهندگی ارقام حسابداری در رابطه با بازده کماکان بیشتر از جریان نقدی عملیاتی می‌باشد. بنابراین فرضیه ب-۱ تایید می‌شود و فرضیه ب-۲ رد می‌شود.

نتیجه‌گیری، مقایسه نتایج، محدودیت‌ها و پیشنهادات نتیجه‌گیری و مقایسه نتایج

نتایج حاصل از آزمون فرضیه الف حاکی از تایید آن در سطح معنی‌داری ۵ درصد می‌باشد. با توجه به نتایج، می‌توان اظهار داشت رابطه بازده با ارقام حسابداری مثبت است یعنی رابطه مستقیمی بین ارقام حسابداری و بازده وجود دارد. همچنین جریان نقد ناشی از فعالیت‌های عملیاتی نمی‌تواند شاخص مناسبی جهت توضیح تغییرات بازده باشد و ارتباط معناداری با آن ندارد. نتایج حاصل از آزمون فرضیه الف مشابه نتایج تحقیقات دوستیان (۱۳۸۸) و نوریان (۱۳۸۸) می‌باشد. آن‌ها در تحقیقات خود نتیجه گرفتند که سود حسابداری توان بیشتری نسبت به جریان نقدی عملیاتی برای سنجش و ارزیابی عملکرد شرکت‌ها دارد.

لیکن نتایج پژوهش اثنی عشری (۱۳۸۸) بیانگر این موضوع می‌باشد که رابطه معناداری بین اجزای سود و بازده سهام وجود ندارد. اثنی عشری (۱۳۸۸) همچنین در پژوهش خود به این نتیجه رسید که جریان نقد عملیاتی نمی‌تواند شاخص مناسبی جهت توضیح بازده باشد و ارتباط معناداری با آن ندارد که نتایج پژوهش مؤید این امر می‌باشد. یون و میلر (۲۰۰۳) در پژوهش خود نتیجه گرفتند که جریان نقدی با بازده رابطه قوی و مثبت دارد که مغایر با نتایج این پژوهش می‌باشد. همچنین استارک و همکاران (۲۰۱۱) در پژوهش خود نتیجه گرفتند که جریان نقدی از مربوط بودن بیشتری برخوردار است.

همچنین نتایج حاصل از آزمون فرضیه ب-۱ حاکی از تایید آن در سطح معنی‌داری ۵ درصد می‌باشد. به عبارت دیگر، با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی سودها دارای همبستگی بیشتری با بازده می‌باشند. نتایج این پژوهش تأیید کننده نتایج پژوهش استفان راپ نمی‌باشد. استفان راپ (۲۰۱۰) در پژوهش خود به این نتیجه رسید که با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، سود دارای همبستگی کمتری با بازده می‌شود و جریان نقدی عملیاتی در توضیح بازده بر سود برتری دارد (و بالعکس).

برای فرضیه ب-۲ نتایج حاکی از آن است که در سطح معنی‌داری ۵ درصد فرضیه مزبور رد می‌شود. به عبارتی دیگر با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی کماکان ارقام حسابداری دارای محتوای

اطلاعاتی بیشتر بوده و اطلاعات مربوط تری تلقی می‌شود. لیکن استفان راپ در پژوهش خود نتایج متفاوتی داشته است. استفان راپ (۲۰۱۰) در پژوهش خود به این نتیجه رسید محتوای اطلاعاتی ارقام حسابداری تنها در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی پایین مربوط می‌باشد لیکن این پژوهش، نتایج متفاوتی در پی داشته است.

محدودیت‌ها

در این پژوهش موارد زیر تا حدودی می‌توانند تعمیم‌پذیری نتایج را تحت تاثیر قرار دهند:

۱. اثر تورم و سایر متغیرهای اقتصادی بر ارقام صورت‌های مالی محاسبه شده
۲. اثرات ناشی از تفاوت در روش‌های حسابداری در اندازه‌گیری و گزارش رویدادهای مالی، ممکن است بر نتایج اثر گذارد که تعدیلی از این بابت صورت نگرفته است.
۳. قلمرو زمانی آزمون فرضیه‌های پژوهش حاضر محدوده سال‌های ۱۳۸۳ تا ۱۳۸۸ بوده است، لذا در تسری یافته‌های پژوهش به دوره‌های زمانی دیگر نیز باید جانب احتیاط را رعایت کرد.
۴. انتخاب شرکت‌های حاضر در بورس به دلیل سهل‌الوصول بودن دریافت اطلاعات که باعث می‌شود کل جامعه شرکت‌های کشور ایران را در بر نگیرد. در ضمن، این پژوهش فقط بر روی ۱۱۸ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران صورت گرفته است و تعمیم نتایج به کل بورس و به کل شرکت‌های فعال در اقتصاد ایران باید با احتیاط صورت گیرد.

پیشنهادات

پیشنادهای مبتنی بر تحقیق

با توجه به نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها با افزایش عدم تقارن اطلاعاتی، سود محتوای اطلاعاتی بالنسبه بیشتری در مقایسه با اطلاعات جریان نقدی فراهم می‌سازد. لذا به سرمایه‌گذاران توصیه می‌شود از اطلاعات مذکور به همراه سایر اطلاعات برای اخذ تصمیمات بهینه استفاده نمایند.

پیشنادهایی برای تحقیقات آتی

۱. استفاده از متغیرهای دیگری جهت نشان دادن ویژگی عدم تقارن اطلاعاتی
۲. شناسایی متغیرهای تأثیرگذار بر بازده سهام همواره موضوع پژوهش‌های بسیار در کشورهای گوناگون و از نیازهای اساسی سهامداران و تحلیل‌گران بوده است. تداوم پژوهش‌ها در این زمینه می‌تواند منجر به ارائه‌ی مدل‌هایی با خطای کمتر و توانایی تعمیم بیشتر شود.
۳. استفاده از مدل‌های دیگری به منظور آزمون رابطه ارقام حسابداری و جریان‌های نقدی با بازده در شرایط عدم تقارن اطلاعاتی
۴. توجه به متغیرهای مداخله‌گر و تعدیل‌کننده در برازش مدل تحقیق
۵. انجام این تحقیق برای مقاطع زمانی بلندمدت
۶. انجام این تحقیق با استفاده از الگوهای ریاضی و آماری جدید نظیر شبکه عصبی

منابع و مآخذ

۱. اثنی عشری، حمیده. (۱۳۸۸). " اثرگذاری سود حسابداری و محتوای اطلاعاتی اجزای تشکیل دهنده آن در تعیین ارزش شرکت " پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.
۲. احمدپور، احمد؛ عجم، مریم. (۱۳۸۹). " بررسی رابطه بین کیفیت اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " فصلنامه بورس اوراق بهادار، شماره ۱۱، ص ۱۲۴-۱۰۷.
۳. تهرانی، رضا؛ فنی اصل، محسن. (۱۳۸۶). " رابطه وجه نقد حاصل از عملیات و سود تعهدی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران " تحقیقات مالی، شماره ۲۴، ص ۲۱-۳۲.

۴. خدایمی پور، احمد؛ قدیری، محمد. (۱۳۸۹). "بررسی رابطه میان اقلام تعهدی و عدم تقارن اطلاعاتی در بورس اوراق بهادار تهران" دو فصلنامه پیشرفت های حسابداری، شماره ۵۹، ص ۱-۲۹.
۵. دوستیان، صدیقه. (۱۳۸۸). "مقایسه میزان ارتباط تغییرات سود خالص و تغییرات جریان نقدی عملیاتی با تغییرات بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه علامه طباطبائی.
۶. قائمی، محمد حسین؛ رحیم پور، محمد؛ نوذری، روح الله؛ روحی، بهزاد. (۱۳۸۹). "اعلان سودهای فصلی و عدم تقارن اطلاعاتی" دو فصلنامه پیشرفت های حسابداری، شماره ۵۹، ص ۳۱-۵۰.
۷. نوریان، محمد. (۱۳۸۸). "ارزیابی اثرگذاری سود خالص و جریان های نقد عملیاتی بر قیمت و بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران"، پایان نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهرا.
8. Akbar, S., Ali Shah, S.Z., Stark, A.W. (2011). "The value relevance of cash flows, current accruals, and non-current accruals in the UK" *International Review of Financial Analysis*, Volume 20, Issue 5, Pages 311-319.
9. Cheng, C.S.A, & Yang, S.S.M. (2003). "The incremental information content of earning and cash flows from operation affected by their extremity" *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(1-2), 73-116.
10. Gunther, N., B. Gegenfurtner; C.Kaserer and A.-K.Achleitner. (2009). "International financial reporting standards and earning quality: The myth of voluntary vs. mandatory adoption" *CEFS Working Paper* 2009-09.
11. Holderness, C.G. (2003). "A survey of blockholders and corporate control" *FRBNY Economic Policy Review*, Vol. 9, No. 1, pp. 51-64.
12. Jiang, L. and J.B.Kim. (2000). "Cross-corporate ownership, information asymmetry and the usefulness of accounting performance measures in Japan" *The International Journal of Accounting*, 35, 85-98.

13. John Consler, Greg M. Lepak, Susan F. Havranek. (2011). "Earnings per share versus cash flow per share as predictor of dividends per share" *Managerial Finance*, Volume: 37 Issue: 5.
14. Richardson, V. J. (2000). "Information asymmetry and Earnings management" *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15:325-347.
15. Scott, W.R., (2003). "Financial accounting theory", *illustrated Publisher Prentice Hall*.
16. Shiah-Hou, S, R. (2004). "The Ability of earning relative to cash flow to reflect firm performance" *An International comparison*, Yuan Ze University, Taiwan, PP. 1-23.
17. Steffen Rapp, M. (2010). "Information asymmetries and Value-Relevance of cash flow and Accounting Figures-Empirical Analysis and Implications for managerial accounting" *Problems and Perspectives in Management*, Issue 2, pp 132-157.
18. Yoon, S. S. and G. A. Miller. (2003). "The Functional relationships among earning cash flows and stock returns in Korea" *Review of Accounting & Finance*.

