

بررسی رابطه بین جریانهای نقدی با بازده سهام شرکتها

Account Code	Account Name	General	Detail
	TOTAL ASSETS		1,324,367.87
7	LIABILITIES	636,183.44	
01	LONG TERM LIABILITIES	95,000.00	
0101	LONG TERM LOANS	95,000.00	
010101	BANK LOAN 1		95,000.00
02	FIXED ASSETS UP AND LEASING CREDITORS	45,000.00	
0201	UP CREDITORS 1		45,000.00
03	CURRENT LIABILITIES	541,183.44	
0301	TRADE CREDITORS	427,183.44	
030101	TRADE CREDITORS - VENDOR VIE (GBP)		437,183.44
0302	NON-TRADE CREDITORS	95,000.00	
030201	NON-TRADE CREDITORS-LONG TERM INVESTMENT		35,000.00
030202	NON-TRADE CREDITORS-FIXED ASSETS PURCHASE		60,000.00
0303	ADVANCE PAYMENT	25,000.00	
030301	ADVANCE PAYMENT - SALE OF FIXED ASSETS		25,000.00
0304	LIABILITIES		4,000.00
030401	ACCUMULATED OPERATING EXPENSES		4,000.00
	TOTAL LIABILITIES	636,183.44	
8	SHAREHOLDERS FUND	520,000.00	
801	ORDINARY SHARE CAPITAL	300,000.00	
80101	PAN UP SHARE CAPITAL		300,000.00
802	ASSETS REVALUATION RESERVE		100,000.00
80201	ASSETS REVALUATION - INTANGIBLE ASSETS		100,000.00
803	CURRENT YEAR PROFIT/LOSS		120,000.00
	Owner's Equity	520,000.00	
	CURRENT YEAR EARNINGS		168,154.43
	TOTAL LIABILITIES PLUS EQUITY		1,324,367.87

دکتر محسن دستگیر
رسول شریفی مبارکه

مقدمه

حسابداری به عنوان یک سیستم اطلاعاتی، دارای محصولاتی جهت دستیابی به مجموعه‌ای از هدفهاست. هدف اصلی سیستم حسابداری تهیه اطلاعات مالی مفید برای تصمیم‌گیری است و شاید این منطقی‌ترین و دقیقترین غایت است که بتوان برای حسابداری ترسیم کرد و صورتهای مالی اساسی (محصول اساسی سیستم حسابداری)، ابزار اصلی انتقال اطلاعات به استفاده‌کنندگان است.

اصلیترین عاملی که هر سرمایه‌گذار در تصمیم‌گیری‌های خود مورد توجه خاص قرار می‌دهد، نرخ بازده است. یعنی سرمایه‌گذاران به دنبال پربازدهترین فرصتها برای سرمایه‌گذاری مازاد منابع خود در بازارهای سرمایه هستند. از طرفی در زمینه پیش‌بینی بازده سهام که یکی از موضوعهای مورد علاقه سرمایه‌گذاران و محققان مالی است، تاکنون تلاشهای زیادی برای ارائه مدلی که بتواند بازده سهام را به نحو درخور اتکایی پیش‌بینی کند انجام شده است. تا دهه ۱۹۹۰ تصور بر این بود که مدل قیمتگذاری داراییهای سرمایه‌ای (CAPM) مدلی بدون نقص برای پیش‌بینی بازده سهام است، اما نتایج تحقیقات نشان داد این مدل توانایی لازم برای پیش‌بینی بازده سهام را ندارد. با از دست رفتن اعتبار این مدل، تلاشهای زیادی برای جایگزین کردن مدلی که بتواند بازده سهام را به بهترین نحو تعیین کند صورت گرفت، اما محققان مالی تاکنون در مورد یک مدل جایگزین به توافق نرسیده‌اند. در حال حاضر سرمایه‌گذاران می‌توانند با ایجاد پل ارتباطی بین بازده سهام و سایر اطلاعات حسابداری (شامل اطلاعات صورت گردش وجوه نقد) تا حدودی به پیش‌بینی بازده سهام بپردازند منوط به اینکه اطلاعات حسابداری بر روی قیمت تأثیرگذار باشد یا به معنای دیگر بازار از لحاظ کارایی در سطح قوی

قرار داشته باشد. صورتهای مالی اساسی عصاره کلیه فعالیتها و رویدادهای مالی واقع شده طی دوره زمانی معمولاً یکساله است. برای مثال ترازنامه فراهمکننده اطلاعاتی مفید درباره داراییها، بدهیها و حقوق صاحبان سهام و ارتباط بین آنها در مقطع زمانی پایان دوره مالی است. در صورت سودوزیان نیز نتایج حاصل از عملیات مستمر و اصلی گزارش می‌شود. اما اندازه‌گیری اقلام منعکس در صورتحساب سودوزیان و ترازنامه مبتنی بر فرض تعهدی است و به همین علت و به دلیل مشکلات ذاتی ناشی از به‌کارگیری روشهای تخصیص و استفاده از بهای تمام‌شده تاریخی رویدادها و عملیات، نسبت به کفایت صورتهای مالی یادشده، در تامین خواستها و نیازهای اطلاعاتی استفاده‌کنندگان شک و تردید پدید آمده است.

در دهه‌های اخیر، به دلیل نارسایی موجود در اقلام تعهدی، عمده تحقیقات پژوهشگران و تمایلات سرمایه‌گذاران به سوی اطلاعات مبتنی بر مبنای نقدی سوق یافته است. جریانهای وجوه نقد از دیدگاه نظری در تمامی ابعاد تصمیم‌گیری، نظیر ارزیابی ریسک مربوط به مقدار و زمان وام، پیش‌بینی میزان اعتبار، ارزشگذاری سهام شرکت و فراهم کردن اطلاعات اضافی برای بازار سهام می‌تواند مفید باشد. در سالهای اخیر، جریانهای وجوه نقد ناشی از فعالیتهای عملیاتی به‌همراه سود، یکی از معیارهای ارزیابی شرکتها تلقی می‌شود.

به دلیل برخی از جهتگیری‌های ذاتی و عمدی در مبنای تعهدی، تردید وجود دارد که روشهای حسابداری سنتی برای گزارشگری فعالیتهای اقتصادی پیچیده امروز کافی باشد. یکی از راههای پرهیز از این جهتگیریها تاکید بر گزارشگری جریانهای نقدی است، تا استفاده‌کنندگان از صورتهای مالی بتوانند با توجه به آن پیش‌بینی‌های خود را انجام دهند. سرمایه‌گذاران و استفاده‌کنندگان از صورتهای مالی تا جای ممکن سعی دارند، از طریق این پیش‌بینی‌ها، منابع مالی خود را به سویی سوق دهند که کمترین ریسک و بیشترین بازدهی را داشته باشد. بنابراین بازده سهام یکی از فاکتورهای بسیار مهم در انتخاب بهترین فرصت سرمایه‌گذاری در نظر سرمایه‌گذاران قرار دارد.

بازده آینده سهام ممکن است به عوامل مختلفی بستگی داشته باشد. گرایش به استفاده از اطلاعات حسابداری مبتنی بر مبنای نقدی در دهه‌های اخیر رو به افزایش است. در تحقیقات تجربی زیادی که طی این سالها انجام شده به صورتهای مختلفی ارتباط متغیرهای حسابداری نقدی با بازده سهام شرکتها بررسی شده است.

تحقیق موضوع این مقاله نیز پیرامون شناسایی و معرفی اطلاعات مالی (صورت جریانهای نقدی) مرتبط و کارا جهت راهنمایی سرمایه‌گذاران و تحلیلگران مالی در امر انتخاب پر بازده‌ترین سهام دارای اهمیت است. برخی از محققان پا را فراتر گذاشته و علاوه بر جریانهای نقدی عملیاتی، جریانهای نقدی آزاد را که مازاد بر وجوه نقد عملیاتی سرمایه‌گذاری شده برای رشد است،



به‌عنوان متغیرهای پیش‌بینی در تخمین بازده سهام تجزیه و تحلیل کرده‌اند. دلیل انتخاب جریانهای نقدی آزاد برای تخمین بازده سهام این است که جریانهای نقدی آزاد، همان جریانهای نقدی عملیاتی ناشی از فعالیتهای مستمر یک شرکت است که پرداختها و مخارج نقدی سرمایه‌گذاری شده برای رشد از آن کسر شده است. به عبارتی، جریانهای نقدی آزاد، باقیمانده جریان نقدی عملیاتی توزیع‌شده بین سهامداران شرکت است.

هدف از پژوهش موضوع این مقاله نیز بررسی رابطه جریانهای نقدی عملیاتی و جریانهای نقدی آزاد با بازده سهام شرکتهاست تا مشخص شود کدام یک معیار بهتری برای سنجش عملکرد شرکتها محسوب می‌شود. بنابراین، مسئله پژوهش در تحقیق یادشده به شرح زیر است:

• آیا بین جریانهای نقدی عملیاتی و جریانهای نقدی آزاد با بازده سهام رابطه معنی‌دار وجود دارد؟

نتایج آزمون فرضیه‌های تحقیق

فرضیه اول: بین جریانهای نقدی عملیاتی و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی‌دار وجود دارد.

الف) تحلیل داده‌های مقطعی: نتایج به‌دست آمده از آزمون این فرضیه گویای نبود رابطه معنی‌دار بین جریانهای نقدی عملیاتی و بازده سهام است؛ جز در سال ۸۲ که وجود رابطه معنی‌دار تأیید می‌شود. نتایج تحقیق حاضر با نتایج تحقیقاتی که توسط محسن فنی اصل (۱۳۸۵) بر روی ۴۳ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۰ و محمدحسین ترابی (۱۳۸۷) بر روی ۵۲ شرکت پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران در فاصله زمانی ۱۳۷۸ تا ۱۳۸۲ انجام شده، منطبق است.

ب) تحلیل داده‌های ترکیبی: نتایج به‌دست آمده از آزمون این فرضیه گویای نبود رابطه معنی‌دار بین جریانهای نقدی عملیاتی و بازده سهام با استفاده از داده‌های ترکیبی است. در واقع در سطح خطای ۵ درصد، جریانهای نقدی عملیاتی محتوای اطلاعاتی لازم برای تعیین بازده سهام را دارا نیستند. در این زمینه تحقیقاتی توسط امید محمودی خوشرو (۱۳۸۲) و خانم صدیقه دوستیان

(۱۳۸۵) انجام شده که با نتایج حاصل از تحقیق حاضر منطبق است.

فرضیه دوم: بین جریانهای نقدی آزاد و بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران ارتباط معنی‌داری وجود دارد.

الف) تحلیل داده‌های مقطعی: نتایج به‌دست آمده از آزمون این فرضیه در سطح داده‌های مقطعی نشان‌دهنده وجود رابطه معنی‌دار بین جریانهای نقدی آزاد و بازده سهام است؛ به استثنای سالهای ۸۰ و ۸۱ که جریانهای نقدی آزاد نیز همانند جریانهای نقدی عملیاتی پیش‌بینی‌پذیری بازده سهام را دارا نیستند.

ب) تحلیل داده‌های ترکیبی: نتایج به‌دست آمده از آزمون این فرضیه گویای وجود رابطه معنی‌دار بین جریانهای نقدی آزاد و بازده سهام است، که نشان‌دهنده

همبستگی

ضعیف به میزان ۳ درصد طی ۶ سال در سطح خطای ۵ درصد است، به‌طوری که می‌توان ۳ درصد تغییرات بازده سهام را با جریانهای نقدی آزاد توجیه نمود. نتایج تحقیق با مبانی نظری ارائه

شده از سوی جنسن (Jensen, 1986) که جریانهای نقدی آزاد می‌تواند تعیین‌کننده بازده سهام باشد همخوانی دارد. **فرضیه سوم:** جریانهای نقدی آزاد نسبت به جریانهای نقدی عملیاتی، دارای محتوای اطلاعاتی بالاتری در تشریح بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران است. **الف) تحلیل داده‌های مقطعی:** یافته‌های به دست آمده از آزمون فرضیه در سطح داده‌های مقطعی گویای این است که جریانهای نقدی آزاد در مقایسه با جریانهای نقدی عملیاتی از محتوای اطلاعاتی بیشتری برخوردارند و پیش‌بینی‌پذیری بیشتری برای بازده سهام دارند؛ اما موارد استثنایی نیز در سالهای ۸۰ و ۸۱ وجود دارند که نشان‌دهنده توجیه‌پذیر نبودن بازده سهام با استفاده از جریانهای



نقدی عملیاتی یا حتی جریانهای نقدی آزاد می‌باشد.

ب) تحلیل داده‌های ترکیبی: نتایج به‌دست آمده از آزمون این فرضیه با استفاده از داده‌های ترکیبی به‌طور نسبی گویای توجیه‌پذیری بیشتر جریانهای نقدی آزاد نسبت به جریانهای نقدی عملیاتی در میزان تغییرپذیری بازده سهام است.

نتیجه‌گیری کلی

نتایج حاصل از آزمون فرضیه‌ها در سطح کل شرکتها با استفاده از داده‌های ترکیبی و مقطعی نشان می‌دهد که فقط متغیر مستقل جریان نقدی آزاد دارای رابطه معنی‌دار با بازده سهام است و اگر چه با توجه به ضریبهای تعیین به‌دست آمده در هر دو سطح مقطعی و ترکیبی رابطه ضعیف بوده و در برخی سالها هیچگونه رابطه حتی بسیار ضعیف هم یافت نشد، اما از آنجا که هدف در این تحقیق مقایسه میان این دو متغیر است، بنابراین می‌توان پذیرفت که نتایج به‌دست آمده همانند اکثر تحقیقات گذشته به‌طور نسبی نشان‌دهنده توان کمتر جریانهای نقدی عملیاتی برای سنجش عملکرد شرکتهاست. البته با توجه به این که رابطه ضعیفی بین جریانهای نقدی عملیاتی و جریانهای نقدی آزاد با بازده سهام مشاهده شد،

مقایسه قدرت تبیین دو متغیر یادشده در رابطه با بازده سهام با اطمینان معقول امکانپذیر نیست. یکی از موارد مهم و اساسی که توجیه‌کننده ارتباط ضعیف جریانهای نقدی با بازده سهام است نوسانهای موجود در بازار بورس تهران است؛ دلیل دیگر محدودیت زمانی تحقیق است. طبیعی است با انجام تحقیقات مشابه در دوره‌های زمانی طولانی‌تر می‌توان به نتایج دقیقتر دست یافت.

بازار سرمایه در ایران از نظر کارایی اطلاعاتی، ضعیف محسوب می‌شود. بهبود سازوکارهای نظارتی، اصلاح مقررات، ثبات بیشتر در سیاستگذارها و ایجاد سازوکار مناسب برای ارائه اطلاعات آگاهی‌بخش به سرمایه‌گذاران می‌تواند به آنها کمک کند تا به جای تصمیم‌گیری بر پایه اطلاعات مالی و غیرمالی به‌دست‌آمده از منابع غیررسمی با مطالعه متغیرهای حسابداری تصمیم‌گیری خود را بهبود بخشند. البته تاثیر محرکهای دیگر در بازده سهام شرکتهای بورسی نظیر شایعه، جریانهای سیاسی و کمتر از واقع قیمتگذاری شدن سهام در عرضه اولیه به مردم می‌تواند نتایج تحقیق را تحت تأثیر قرار دهد.

درخور ذکر است، اگر چه سابقه تهیه صورت جریان

وجوه نقد و گزارش «وجوه نقد حاصل از عملیات» در ایران در مقایسه با تهیه صورت سودوزیان و گزارش سود حسابداری کمتر بوده و به تبع آن میزان آشنایی سرمایه‌گذاران نیز با این قلم در مقایسه با سود حسابداری کم است، اما نگاهی به ضریب تعیین محاسبه‌شده برای جریانهای نقدی به‌ویژه جریانهای نقدی آزاد طی سالهای مؤثر تحقیق، نشان می‌دهد که محتوای اطلاعاتی وجوه نقد برای سرمایه‌گذاران در حال افزایش بوده و در آینده می‌تواند جریانهای نقدی حاصل از عملیات نیز به‌طور قویتری وارد مدل‌های تصمیم‌گیری در بازارهای سرمایه شود.

محدودیت‌های تحقیق

از جمله محدودیت‌های حاکم بر تحقیق موضوع این مقاله، می‌توان به موارد زیر اشاره کرد: ۱- با توجه به اینکه رابطه بین اطلاعات حسابداری و بازده سهام به عنوان یک رابطه بنیادی در تعیین بازده سهام در دوره‌های درازمدت معنی‌دارتر است این تحقیق با مشکل وجود سری‌های زمانی درازمدت در رابطه با نمونه مورد بررسی روبه‌رو است.

۲- متغیرهای محاسبه‌شده صرف‌نظر از آثار تورمی محاسبه گردیده‌اند و از آنجا که واحدهای تجاری دارای‌های

بهبود

سازوکارهای نظارتی

اصلاح مقررات

ثبات بیشتر

در سیاستگذارها

و ایجاد

سازوکار مناسب برای

ارائه اطلاعات

آگاهی‌بخش به

سرمایه‌گذاران

می‌تواند به آنها کمک

کند تا به جای

تصمیم‌گیری بر پایه

اطلاعات مالی و

غیرمالی

به‌دست‌آمده از منابع

غیررسمی

با مطالعه متغیرهای

حسابداری

تصمیم‌گیری خود را

بهبود بخشند

سرمایه‌ای خود را در زمانهای متفاوت به دست آورده‌اند، لذا کیفیت مقایسه‌پذیری ارقام می‌تواند بر نتایج تحقیق اثر بگذارد و تعمیم نتایج را با محدودیتهایی همراه سازد.

۳- واحدهای تجاری تحت تاثیر عوامل محیطی و متغیرهای کلان اقتصادی قرار دارند و در آنها تفاوتی از لحاظ میزان حمایت‌های دولتی، منابع تامین و نرخ ارز، مزایای انحصاری تولید، آزادسازی قیمت‌ها ملاحظه می‌شود و این موارد بر متغیرهای محاسبه‌شده اثرگذار است و از این رو تعمیم نتایج باید با احتیاط صورت گیرد.

۴- به دلیل دسترس نداشتن به پرونده‌های مالیاتی شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران معافیت‌های مقرر در محاسبه مالیات اعمال نشده است.

پیشنهاد‌های تحقیق

از آنجاکه تغییر بنیادی در اصول حسابداری تعهدی مستلزم تحقیقات بنیادی و اساسی است و به‌آسانی امکان‌پذیر نیست، پیشنهاد می‌شود ضمن حفظ فرایند گزارشگری حسابداری تعهدی، به فرایند گزارشگری در جهت تامین نیازهای اطلاعاتی جامعه سهامداران و بورس اوراق بهادار توجه ویژه‌ای شود و شرکت‌های پذیرفته‌شده در سازمان بورس اوراق بهادار به ارائه گزارش سالانه

جریان‌های نقدی آزاد ملزم شوند و اطلاعاتی در خصوص هزینه سرمایه و نرخ بازده سرمایه خود ارائه کنند و در این رابطه توسط سازمان بورس مقررات و الزاماتی در خصوص افشا وضع شود. انتظار می‌رود با اقدام‌های فوق‌کارایی اطلاعات بازار سرمایه ارتقا یابد.

پیشنهاد‌های زیر نیز برای تحقیقات آینده درخور اشاره است:

۱- با توجه به این‌که رابطه متغیرهای حسابداری با بازده سهام در درازمدت قویتر خواهد شد، تحقیق حاضر در سال‌های آینده با تعداد سال‌های بیشتر مثلاً یک دوره درازمدت بیست ساله انجام شود.

۲- تحقیق حاضر در مورد صنایع مختلف به تفکیک صنعت خاص انجام پذیرد.

۳- روش‌های محاسبه بازده سهام در یک بازده زمانی معین شامل روش خرید و نگهداری و روش بازده کل یا تجمعی است. در این تحقیق از روش بازده تجمعی برای دوره ۱۲ ماهه استفاده شده است. در تحقیقات مشابه در آینده از روش خرید استفاده شود.

۴- بررسی ارتباط متغیرهای تحقیق با بازده سهام با در نظر گرفتن عواملی مانند رشد و ثبات سود، اندازه شرکت و نوع مالکیت.

منابع:

- ترابی، محمدحسین، بررسی رابطه بین ارزش‌افزوده اقتصادی، درآمد هر سهم و جریان‌های نقدی عملیاتی با بازده سالانه سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه، ۱۳۸۷
- دوستیان، صدیقه، مقایسه ارتباط تغییرات سود خالص و جریان نقدی عملیاتی با تغییرات بازده سهام شرکت‌های پذیرفته‌شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه الزهراء (ع)، ۱۳۸۵
- فنی‌اصل، محسن، رابطه بین وجه نقد حاصل از عملیات و سود تعهدی با بازده سهام شرکت‌های پذیرفته



شده در بورس اوراق بهادار تهران، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تهران، ۱۳۸۵

- محمودی خوشرو، امید، ارتباط بین تغییرات ارقام صورت جریان‌های نقدی با تغییرات بازده سهام، پایان‌نامه کارشناسی ارشد، دانشگاه تربیت مدرس، ۱۳۸۲

• Jensen, Michael C., -- Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, American Economic Review, 1986, pp. 323-329

