

## بررسی جریان های نقدی بر بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار

کامران حسن پور<sup>۱</sup>، زینب السادات آقامیری<sup>۲</sup>

### چکیده

پژوهش حاضر با هدف بررسی جریان های نقدی بر بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار انجام گرفته است. این تحقیق از لحاظ طبقه بندی تحقیق بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. جامعه آماری پژوهش شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران بین سال های ۱۳۹۵ تا ۱۴۰۰ است. در این مطالعه برای انتخاب نمونه از روش غربالگری استفاده شده است. در این پژوهش تعداد ۱۲۰ شرکت از جامعه آماری گزینش گردید که تفکیک شرکت ها و گروه بندی شرکت ها در صنایع بر اساس نرم افزار ره آورد نوین انجام شده بود، تفکیک گردید؛ قلمرو مکانی، تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که شرایط مذکور در بند جامعه آماری را داشته باشند بوده است. به منظور کنترلی دیگر عوامل احتمالی مؤثر بر جریان های نقدی که به وسیله متغیرهای مستقل در نظر گرفته نشده اند، رشد شرکت، اهرم مالی و اندازه شرکت مطابق با پژوهش محمودآبادی و منصور (۱۳۹۰) به عنوان «متغیرهای کنترلی» در نظر گرفته شده است. تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره انجام شده است. به این ترتیب که پس از استخراج متغیرهای مورد بررسی از منابع ذکر شده، این اطلاعات در کار برگ های ایجاد شده در محیط نرم افزار Excel وارد و محاسبات لازم جهت دستیابی به متغیرهای مورد بررسی انجام شده است. سپس، از نرم افزار Eviews به منظور تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات حاصله، استفاده گردیده است. تجزیه و تحلیل داده ها به دو دسته کلی تجزیه و تحلیل توصیفی و تجزیه و تحلیل استنباطی تقسیم می شوند. نتایج پژوهش نشان می دهد که جریان های نقدی بر بهره وری سرمایه تأثیر مثبت دارد و جریان های نقدی بر بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر معکوس دارد.

### واژه های کلیدی

جریان های نقدی، بازده سهام، بورس اوراق بهادار، اهرم مالی، اندازه شرکت

<sup>۱</sup> کارشناسی ارشد، گروه مدیریت/حسابداری، موسسه آموزش عالی هشت بهشت، اصفهان، ایران.

Kamranhasanpoor1369@gmail.com

<sup>۲</sup> حسابداری، دانشگاه پیام نور واحد بهشهر

sara.aghamiri98@gmail.com

## ۱. مقدمه

توسعه سرمایه گذاری از یک سو موجب جذب سرمایه های مردم و هدایت آن ها به بخش های مولد اقتصادی شده و از سوی دیگر، با توجه به جهت گیری سرمایه گذاران (مبتنی بر ریسک و بازده) سرمایه گذاری ها به سمت صنایعی هدایت خواهد شد که از سود بیش تر یا ریسک کم تری برخوردار است و این امر در نهایت سبب تخصیص بهینه منابع خواهد شد. با توجه به تحولاتی که در جهان امروز رخ داده، کشورها، به ویژه کشورهای در حال توسعه که با تهدیدات عدیده ای روبرو هستند، جهت حل مشکلات اقتصادی خود نیازمند یافتن راه کارهای مناسبی برای استفاده بهتر از امکانات و ثروت های در دسترس خود هستند. در این راستا یکی از راه کارهای مهم بسط و توسعه سرمایه گذاری است (بخردی نسب، وحید و فاطمه ژولانژاد، ۱۳۹۸).

افزایش ثروت سهام داران و ایجاد ارزش در بلند مدت از جمله مهم ترین اهداف شرکت ها به شمار می رود و افزایش ثروت تنها در نتیجه عملکرد مطلوب حاصل خواهد شد. جهت ارزیابی عملکرد واحدهای تجاری تاکنون معیارهای مختلفی ارائه شده است که یکی از جدیدترین این معیارها ارزش افزوده می باشد. این معیار اولین بار توسط یک شرکت مشاوره مدیریت با نام استوارت<sup>۳</sup> مطرح شده است. استوارت معتقد است که سایر معیارهای اندازه گیری و ارزیابی عملکرد از قبیل سود، سود هر سهم و تقسیم سود شاخص های اندازه گیری کاملی نیستند و ارزش افزوده اقتصادی در مقایسه با آن ها کامل تر و عملی تر می باشد، زیرا که ارزش افزوده اقتصادی به دلیل ارتباطی که با تغییرات ایجاد شده در ثروت سهام داران دارد معیار مناسب تری جهت ارزیابی عملکرد شرکت می باشد. بر اساس این معیار، ارزش یک شرکت به دو عامل بستگی دارد: ۱) شرکت از سرمایه به کار گرفته شده چه بازدهی را کسب می کند ۲) برای سرمایه به کار گرفته شده چه هزینه ای را متحمل

می شود. بنابراین تفاوت بین ارزش افزوده اقتصادی و سایر معیارهای ارزیابی عملکرد در این است که در تعیین آن، تلاش می شود تا هزینه کلیه منابع تأمین مالی در نظر گرفته می شود (قوسی، زیبا. اکبرپور، سعید، ۱۳۹۸).

روش های سرمایه گذاری از تنوع زیادی برخوردار هستند. صرف نظر از نوع و روش سرمایه گذاری، دو عامل "پیش بینی سرمایه گذار در مورد عواید قابل بازیافت از سرمایه گذاری" و "منافع واقعی حاصل از سرمایه گذاری" از مهم ترین ابعاد تصمیم گیری مالی محسوب می شوند (قائمی، محمد حسین؛ قیطاسوند، محمود؛ توجیگی، محمود، ۱۳۹۵).

در هر نوع سرمایه گذاری، سرمایه گذار به دنبال کسب بازده از سرمایه گذاری است. سرمایه گذار سعی دارد که از مقدار آتی بازده سهام شرکت ها اطلاعاتی کسب کند. از طرفی یکی از متداول ترین روش های تجزیه و تحلیل اطلاعات مالی، تهیه نسبت های مالی است. نسبت های مالی در حقیقت چکیده گزارش های مالی شرکت ها می باشند که محتوای اطلاعات زیادی از وضعیت درونی شرکت را ارائه می دهند (دریائی، عباسعلی. شهرابی، فاطمه، ۱۳۹۷).

از موارد مؤثر در انتخاب سرمایه گذاری، توجه سرمایه گذار به ریسک و بازده است. ریسک و بازده، دو عامل مهم و کلیدی در انواع سرمایه گذاری ها می باشد. بازده، میزان عایدات یک سرمایه گذار در آخر دوره بر روی میزان سرمایه گذاری آغاز دوره او می باشد؛ اما پیش بینی دقیق بازدهی یک سرمایه گذار ممکن نیست؛ بنابراین، سرمایه گذار مجبور به تحمل ریسک است

بازده در فرایند سرمایه گذاری نیرو محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود. منظور از بازده کل مجموعه مزایایی است که در طول سال به سهم تعلق می گیرد، مجموعه این مزایا شامل موارد زیر است:

<sup>۳</sup> Stern Stewart & Co

با دیگر فرصت ها به ما می دهد؛ بنابراین اهمیت پیش بینی بازده سهام، محققان را بر آن داشته تا به دنبال متغیرها و شاخص هایی که ارتباط معناداری با بازده سهام دارند و همچنین متغیرهایی که بر این رابطه تأثیر گذارند؛ باشند. آن ها همواره به دنبال این بوده اند که متغیرهایی را که بر بازده تأثیر گذارند، یافته و بر اساس آن تصمیم گیری کنند. نتایج به دست آمده از تحقیقات انجام شده در این زمینه نشان می دهد که اطلاعات مالی و غیرمالی هر دو، بر بازده سهام مؤثر هستند.

موضوع مورد نظر از این جهت دارای اهمیت و ضرورت است که با تحقیق در این زمینه و ارائه الگوی مناسب جریان های نقدی بر بازده سهام نظام پیشنهادات به ارائه مدل تعالی سازمانی و تحلیل شکاف با استفاده در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار پرداخته و با توجه به اینکه تاکنون این سیستم در این شرکت مورد توجه جدی قرار نگرفته است و یا به دلیل به کارگیری ضعیف آن، به کندی حرکت می کند و استقبال روزافزون از نظام پیشنهادات در اکثر کشورهای جهان، تحقیق درباره این نظام را برای کاربرد آن در سطح کشور، ضروری می نماید و همچنین قابل ذکر است که کاربرد این نظام در سازمان ها و دانشگاه ها باعث پیشرفت و ارتقاء در سطح جهانی می گردد.

عسل شریفی، مهسا قجر بیگی، جلیل بیطاری (۱۴۰۰)، در پژوهشی به بررسی تأثیر مالکیت دولتی بر بازده سهام با تأکید بر نقش بحران مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخت، که در این راستا مالکیت دولتی به عنوان متغیر مستقل؛ بازده سهام به عنوان متغیر وابسته و بحران مالی شرکت به عنوان متغیر تعدیل گر می باشد. متغیرهای اهرم مالی، اندازه شرکت، نسبت اقلام تعهدی و نسبت جریان نقدی عملیاتی به عنوان متغیرهای کنترل در نظر گرفته شده اند. نتایج تحقیق نشان داد مالکیت دولتی بر بازده سهام تأثیر مستقیم و معناداری دارد و بحران مالی شرکت موجب تضعیف این رابطه می گردد.

- افزایش قیمت سهام در آخر سال مالی نسبت به ابتدای سال مالی مورد محاسبه (تفاوت نرخ اول و آخر سال مالی سهم شرکت)
- سود نقدی ناخالص هر سهم طبق مصوبه مجمع عمومی صاحبان سهام که بعد از کسر مالیات پرداخت می گردد.
- مزایای ناشی از حق تقدم خرید سهام که قابل تقویم به ارزش است □ .

• مزایای ناشی از سود سهمی یا سهام جایزه  
عواملی که ریسک و بازدهی یک شرکت را تعیین می کنند، متعددند. این عوامل می تواند شرایط اقتصادی، اجتماعی و وضعیت بازار سرمایه در هر کشوری باشد. از آنجایی که سرمایه گذاران به دنبال پربازده ترین و کم ریسک ترین فرصت ها برای سرمایه گذاری هستند، مطالعه و بررسی عوامل مؤثر بر نوسان پذیری بازده سهام می تواند در اتخاذ بسیاری از تصمیمات بازار سرمایه مفید و راه گشا بوده و نتیجه آن برای فعالان بورس اعم از نهادهای مالی، مدیران شرکت ها، ناظران سیستم های اقتصادی و سرمایه گذاران عادی قابل استفاده باشد. عمده ترین عوامل تأثیر گذار بر بازده سهام شامل نسبت اهرمی، فرصت های رشد، سودآوری، اندازه شرکت، روند بلندمدت برگشتی، استراتژی تکانه قیمت سهام، ارزش شرکت و در ادامه هر یک از متغیرها و نحوه تأثیر گذاری آن ها نقدینگی می باشد (سلاله فیض اللهی، مریم لشکری زاده، ۱۴۰۰).

هر یک از ما در طول زندگی خود تصمیماتی را برای سرمایه گذاری در زمینه های مختلف از جمله ملک، طلا، سهام و مانند این ها اتخاذ می کنیم در یک تصمیم علمی انتخاب هر یک، بستگی مستقیم به میزان ریسک و بازده آن فرصت در مقایسه با دیگر فرصت های سرمایه گذاری دارد؛ به عبارت دیگر هدف اصلی شناسایی آن فرصت سرمایه گذاری است که بیشترین بازده را با ریسک یکسان و یا کمترین ریسک را در شرایط بازده مساوی در مقایسه

غیرفعال، نتایج نشان می دهد که اثر مثبت مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام، ناشی از مالکیت نهادی غیرفعال است و مالکان نهادی فعال نقش نظارتی در کاهش ریسک سقوط آتی قیمت سهام دارند؛ به عبارت دیگر مالکیت نهادی فعال تأثیر منفی و مالکیت نهادی غیرفعال تأثیر مثبت بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام (متغیر نوسان پایین به بالا) دارند.

رائو و ژو<sup>۴</sup> (۲۰۱۹) به بررسی اثر ریسک سقوط قیمت سهام و سرمایه گذاران بر بازده سهام پرداختند. آنان نتیجه می گیرند که رابطه نقدینگی و بازده در شرایطی که ریسک سقوط کمتر است، قوی تر می باشد. به طور کلی، این مقاله شواهدی ارائه می دهد که نشان می دهند سرمایه گذاران نهادی و ریسک سقوط نقش مهمی در قیمت سهام دارند. الדרسون و لم<sup>۵</sup> (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی مالکیت دولت بر کارآیی سرمایه گذاری در بورس نیویورک پرداخته اند. در این تحقیق با استفاده از روش پانل دیتا به ارزیابی تأثیر درصد مالکیت دولت بر کارایی با بازده نسبت به مقیاس ثابت و متغیر شرکت ها پرداخته شده است. بر اساس نتایج تحقیق، پارامتر درصد مالکیت دولت تأثیر منفی و معنادار بر کارایی با بازده نسبت به مقیاس ثابت شرکت ها دارد، اما در حالت بازده متغیر نسبت به مقیاس بین درصد مالکیت دولت و کارایی ارتباطی وجود ندارد.

بوبرکی و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۲۰) در تحقیقی به بررسی ارتباط مالکیت دولتی و نقدینگی پرداخته اند که شواهد منحصر به فردی در سطح شرکت از رابطه بین مالکیت دولت و نقدینگی سهام ارائه شده است. این تحقیق با استفاده از نمونه گسترده ای از شرکت های خصوصی شده (NPF) از ۵۳ کشور طی دوره ۱۹۹۴-۲۰۱۴ انجام شده است. نتایج تحقیق نشان داد مالکیت دولتی موجب کاهش نقدینگی شرکت می گردد.

نتایج مربوط به متغیرهای کنترلی نشان داد که اهرم مالی و نسبت اقلام تعهدی تأثیر معکوس و معناداری بر بازده سهام دارند. تأثیر اندازه شرکت بر بازده سهام معکوس و معنادار می باشد و در نهایت تأثیر نسبت جریان نقدی عملیاتی بر بازده سهام معنادار نمی باشد.

بخردی نسب و همکاران (۱۳۹۶) به بررسی تأثیر کیفیت سود و رابطه بازده اضافی سهام برای ۸۶ شرکت بورسی در طی دوره ده ساله از سال ۱۳۸۵ تا ۱۳۹۴ پرداختند. نتایج نشان داد که کیفیت سود بر بازده اضافی سهام بر اساس مدل فاما و فذنج و با در نظر گرفتن روند حرکت قیمت سهام تأثیر گذار است.

حیدری و زارعی (۱۳۹۴) به بررسی ارتباط میزان مالکیت نهادی بر نوسانات بازده سهام پرداختند؛ و مشخص گردید افزایش میزان مالکیت نهادی سبب کاهش میزان نوسانات بازده سهام می گردد که این امر منجر به جذب بیشتر منابع به بازار سرمایه شده و سبب عدم انتقال منابع مالی به سایر بازارها از جمله بازار طلا و مسکن می گردد.

فروغی و همکاران (۱۳۹۳) به تحلیل تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر بازده بدون شوک جریان نقدی سهام پرداختند. نتایج پژوهش آنان حاکی از آن است که سهام با کیفیت بالای (پایین) اقلام تعهدی، بازده بدون شوک جریان نقدی کمتر (بیشتر) دارند. به طور کلی این پژوهش اهمیت کنترل شوک جریان نقدی در مدل های قیمت گذاری دارایی را که از بازده های تحقق یافته سهام استفاده می کنند، مشخص می کند.

ودیدی و همکاران (۱۳۹۳) به بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداختند. یافته های پژوهش نشان می دهد که مالکیت نهادی تأثیر مثبت معنی داری بر ریسک سقوط آتی قیمت سهام (متغیر نوسان پایین به بالا) لیکن با تقسیم مالکیت نهادی به فعال و

<sup>۶</sup> Boubakri and et al

<sup>۴</sup> Rao & Zhou

<sup>۵</sup> Eldersoun and lem

طرفی، وقتی شرکت ها عدم تقارن اطلاعاتی کمتری دارند، این رابطه ضعیف تر است.

حقیقت و همکاران<sup>۱۰</sup> (۲۰۱۵) تأثیر مالکیت نهادی بر هم افزایی قیمت سهام و ریسک سقوط قیمت سهام را بررسی کردند. نتیجه مدل رگرسیون خطی نشان می دهد که مالکیت نهادی بر ه مافزایی قیمت سهام بنگاه ها تأثیر منفی می گذارد، زیرا معاملات نهادی باعث بهبود جریان اطلاعات خاص بنگاه ها به قیمت های سهام فردی می شود. علاوه بر این، نظارت نهادی باعث کاهش اخبار بد مدیریتی می شود که در نهایت انتشار خبرهای بد انباشته منجر به سقوط قیمت سهام می شود. در نتیجه، مالکیت نهادی بر ریسک تصادف شرکت ها تأثیر منفی می گذارد.

از این رو با توجه به مسائل مطرح شده در این پژوهش جریان های نقدی به عنوان عاملی مهم در جهت شکوفایی اقتصاد کشور و رشد صنایع و اشتغال به حساب می آید و مسئله سرمایه گذاری و بازده سهام آن عامل مهمی در جهت رسیدن به این اهداف به شمار می رود. از طرفی ارتباط بین جریان های نقدی با بازده سهام می تواند نشان از این باشد که منابع شرکت در جهت اهداف شرکت به نحو مناسب استفاده شده است. در این میان بررسی ارتباط جریان های نقدی با بازده سهام لازم به نظر می رسد. در این بین وجود مدیریت کارآمد برای هدایت و رسیدن به این اهداف ضروری می باشد. لذا با توجه به این موارد نیاز بود که پژوهشی در این باره با عنوان بررسی جریان های نقدی با ارزش سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس انجام گیرد.

### • سؤال های پژوهش

فرضیه ۱: جریان های نقدی بر بهره وری سرمایه تأثیر مثبت دارد.

پارک و سانگ<sup>۹</sup> (۲۰۱۸) تأثیر ساختار مالکیت در مورد خطر سقوط قیمت سهام آتی را بررسی کردند. نتایج نشان می دهد که مالکیت خارجی بالاتر رابطه منفی بین درصد مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام در آینده را به میزان قابل توجهی تضعیف می کند. ما این نتایج را تفسیر می کنیم که طرف منفی مالکیت خارجی نتوانسته است به طور مؤثر هزینه های آژانس را کاهش دهد، همبستگی منفی بین مالکیت مدیریتی و ریسک سقوط قیمت سهام در آینده را تضعیف می کند. مطالعه ما ممکن است به درک ساختار مالکیت به عنوان تعیین کننده ریسک سقوط قیمت سهام در آینده برای بنگاه ها و سرمایه گذاران که می خواهند ریسک سقوط در بورس سهام را کنترل کنند، تأثیر بگذارد.

کریستف و همکاران<sup>۱۱</sup> (۲۰۱۷) به بررسی نقد شوندگی بازار در بحران مالی پرداختند. هدف آن ها کمک به درک بهتر پویایی نقد شوندگی بازار سهام آلمان در شرایط بحران مالی است. از یک نمونه نماینده شرکت های آلمانی که به طور تقریبی از ۳۱ درصد کل بازار سرمایه آلمان استفاده کردند، آن ها نشان دادند که نقد شوندگی بازار سهام در طول کاهش بازار و در زمان بحران، بر رابطه مثبت بین بازار و ریسک نقد شوندگی دلالت دارد. دوم، تجزیه و تحلیل اشتراک نقد شوندگی نشان می دهد که آن متغیر با زمان است و به خصوص در زمان بحران و در طول رکود بازار افزایش می یابد و به افزایش بتای نقد شوندگی می انجامد.

نی و ژو<sup>۹</sup> (۲۰۱۶) در پژوهشی به بررسی تأثیر کیفیت اقلام تعهدی بر ریسک سقوط قیمت سهام در بازارهای نوظهور پرداختند. نتایج پژوهش نشان داد که کیفیت اقلام تعهدی، ساختار مالکیت، عدم شفافیت حسابداری و هیئت مدیره بر سقوط قیمت سهام تأثیر می گذارند و بهبود کیفیت اقلام تعهدی ریسک سقوط قیمت سهام را کاهش می دهد. از

<sup>۹</sup> Ni, X., and Zhu, W

<sup>۱۰</sup> Haghghat, et al.

<sup>۹</sup> Park & Song

<sup>۱۱</sup> Christoph and et al

می شوند. در این پژوهش برای آزمون فرضیه ها از مدل رگرسیون خطی چند متغیره استفاده شده است. روش آماری مورد استفاده در این پژوهش روش داده های تابلویی است

### ۳. بحث و نتیجه گیری

در این قسمت به تفسیر نتایج حاصل از تجزیه و تحلیل داده های استخراج شده پرداخته و بر اساس و مبنای فرضیات تحقیق و اهداف آن، راهکارهای مدیریتی مناسب و همچنین پیشنهاداتی مبتنی بر یافته های پژوهش، ارائه گردید. این تحقیق دارای سؤالاتی است که با استفاده از روش های آماری و آزمون t مورد بررسی قرار گرفته اند.

#### ۱.۳. تجزیه و تحلیل توصیفی داده ها

تجزیه و تحلیل آماره های توصیفی در هر پژوهشی، یک دید کلی از داده ها را در اختیار قرار می دهد که در این قسمت پس از گردآوری داده ها و اطلاعات با استفاده از آمار توصیفی که شامل شاخص های مرکزی و پراکندگی مانند میانگین، انحراف معیار، کمترین و بیشترین داده و... است و به توصیف نمونه پرداخته می شود. به منظور شناخت بهتر ماهیت جامعه ای که در پژوهش مورد مطالعه قرار گرفته است و آشنایی بیشتر با متغیرهای پژوهش، قبل از تجزیه و تحلیل داده های آماری، لازم است این داده ها توصیف شود. توصیف آماری داده ها، گامی در جهت تشخیص الگوی حاکم بر آن ها و پایه ای برای تبیین روابط بین متغیرهایی است که در پژوهش به کار می رود. بر این اساس، قبل از اینکه به آزمون فرضیه های پژوهش پرداخته شود، متغیرهای پژوهش به صورت خلاصه در جدول شماره (۱) مورد بررسی قرار می گیرد. کل مشاهدات برابر با ۷۲۰ سال-شرکت است. معیارهای مرکزی و انحراف معیار، کمترین و بیشترین به عنوان معیارهای پراکندگی محاسبه و ارائه شده است.

فرضیه ۲: جریان های نقدی بر بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر مثبت دارد.

### ۲. روش تحقیق

این تحقیق از لحاظ طبقه بندی تحقیق بر مبنای هدف، از نوع تحقیقات کاربردی است. در این مطالعه برای انتخاب نمونه از روش غربالگری استفاده شده است. در پژوهش حاضر، عناصر جامعه مشروط به سهام شرکت ها از سال ۱۳۹۵ الی ۱۴۰۰ در بورس اوراق بهادار تهران معامله شده، فعال بوده و وقفه ماه معاملاتی بیش از ۳ ماه نداشته باشند، سال مالی آن ها منتهی به پایان اسفندماه باشد و سال مالی خود را تغییر نداده باشند، اطلاعات مورد نیاز برای محاسبه متغیرهای تحقیق در سال های مورد بررسی در دسترس باشد، پس از اعمال این محدودیت ها، ۱۲۰ شرکت همه شرایط حضور در جامعه آماری را داشته اند. تمام ۱۲۰ شرکت برای آزمون فرضیه اصلی انتخاب شده و از نمونه دیگری استفاده نشده است. به منظور بررسی تأثیر جریان های نقد بر روی ارقام تعهدی غیرعادی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، متغیرهای پیش بینی و برآورد شده از دو جنبه متفاوت مورد بررسی قرار می گیرند. از یک سوی این متغیرها در میان شرکت های مختلف و از سوی دیگر در دوره زمانی مختلف آزمون می شوند. تجزیه و تحلیل داده ها با استفاده از رگرسیون خطی چند متغیره انجام شده است. به این ترتیب که پس از استخراج متغیرهای مورد بررسی از منابع ذکر شده، این اطلاعات در کار برگ های ایجاد شده در محیط نرم افزار Excel وارد و محاسبات لازم جهت دستیابی به متغیرهای مورد بررسی انجام شده است. سپس، از نرم افزار Eviews به منظور تجزیه و تحلیل آماری اطلاعات حاصله، استفاده گردیده است. تجزیه و تحلیل داده ها به دو دسته کلی تجزیه و تحلیل توصیفی و تجزیه و تحلیل استنباطی تقسیم می شوند. در تجزیه و تحلیل توصیفی، ابتدا متغیرهای پژوهش اندازه گیری شده و سپس، از طریق محاسبه شاخص های آماری توصیفی، خلاصه و طبقه بندی

جدول ۱. شاخص های توصیفی متغیرها

بهره‌وری سرمایه	جریان نقد عملیاتی	رشد شرکت	اهرم مالی	اندازه شرکت
۰,۱۴	۰,۱۲	۰,۱۷	۰,۶۱	۱۴,۳۶
۰,۱۱	۰,۱۰	۰,۱۲	۰,۶۰	۱۴,۱۱
۱,۱۶	۰,۶۴	۱,۹۶	۲,۴۲	۱۹,۲۴
-۱,۰۹	-۰,۳۸	-۰,۶۴	۰,۱۰	۱۱,۰۳
۰,۲۰	۰,۱۳	۰,۲۶	۰,۲۳	۱,۴۴
۰,۳۳	۰,۴۴	۱,۷۵	۱,۸۴	۰,۹۰
۸,۳۵	۴,۲۹	۹,۲۰	۱۳,۹۴	۳,۹۹
مشاهدات: ۷۲۰				

مورد بررسی است.

با نگاهی به جدول (۱)، می‌توان دریافت که در بین متغیرها، اندازه شرکت با مقدار (۱۴/۳۶) دارای بیشترین میانگین و جریان نقد عملیاتی با مقدار (۰/۱۲) دارای کمترین میانگین است. با مقایسه انحراف معیار متغیرهای مورد بررسی به این نتیجه می‌رسیم که متغیر اندازه شرکت (۱/۴۴) نسبت به سایر متغیرها دارای بیشترین پراکندگی است و این بدان معناست که این متغیر نوسانات شدیدتری دارد و متغیر جریان نقد عملیاتی (۰/۱۳) دارای کمترین پراکندگی است.

کوچک‌ترین و بیشترین مقدار بهره‌وری سرمایه شرکت‌های نمونه در پژوهش که متغیر وابسته این پژوهش است، برابر با (-۱/۰۹) و (۱/۱۶) است، که بیانگر متفاوت بودن مقدار بهره‌وری سرمایه در بین شرکت‌های

### • آزمون ضرایب همبستگی

هدف روش‌های همبستگی، بررسی میزان رابطه بین دو یا چند متغیر است درحالی‌که رگرسیون به دنبال پیش‌بینی یک متغیر بر اساس مطالعه تغییرات یک یا چند متغیر دیگر است. آنچه در خروجی نتایج رگرسیون و همبستگی باعث ایجاد تفاوت می‌شود، آن است که در همبستگی همیشه رابطه متغیرها به صورت دوه‌دو مورد سنجش قرار می‌گیرد. اما در یک مدل رگرسیون اثرات متغیرها به صورت هم‌زمان بررسی می‌شود

جدول ۲. نتایج ضرایب همبستگی بین متغیرهای پژوهش

بهره‌وری سرمایه	جریان نقد عملیاتی	رشد شرکت	اهرم مالی	اندازه شرکت
۱,۰۰	۰,۴۸	۰,۳۹	۱,۰۰	۱,۰۰
-----	۰,۰۰	۰,۰۰	-----	-----
بهره‌وری سرمایه	۰,۴۸	۰,۳۹	۱,۰۰	۱,۰۰
جریان نقد عملیاتی	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۳۳	۰,۱۳
رشد شرکت	۰,۰۰	۰,۰۰	۰,۱۰	۰,۱۰
اهرم مالی	-۰,۶۰	-۰,۲۷	-۰,۱۴	۰,۱۱
اندازه شرکت	۰,۰۸	۰,۱۳	۰,۱۰	۰,۱۱

----- ۰,۰۰ ۰,۰۱ ۰,۰۰ ۰,۰۲ -----

در پژوهش حاضر دو فرضیه بیان شده است که در ادامه برای بررسی آن ها از رگرسیون چند متغیره استفاده می شود. برای تخمین فرضیات از مدل رگرسیونی زیر استفاده شده است، که نتایج آزمون به شرح زیر می باشد:

نتایج آزمون همبستگی نشان می دهد که بهره وری سرمایه همبستگی مثبت و معناداری با متغیرهای جریان های نقد، رشد شرکت و اندازه شرکت دارد. اما همبستگی منفی و معناداری با اهرم مالی دارد.

(۱)

$$CE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 OCF_{it} + \beta_2 FG_{it} + \beta_3 BI_{it} + \beta_4 BI_{it} * OCF_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \varepsilon_{it}$$

$CE_{i,t}$  در سال  $i$ : بهره وری سرمایه شرکت

$OCF_{i,t}$  در سال  $i$ : جریان های نقدی عملیاتی شرکت

$FG_{i,t}$  در سال  $i$ : رشد شرکت

$BI_{i,t}$  در سال  $i$ : استقلال هیئت مدیره شرکت

$LEV_{i,t}$  در سال  $i$ : اهرم مالی شرکت

$Size_{i,t}$  در سال  $i$ : اندازه شرکت

$\varepsilon_{i,t}$  در سال  $i$ : خطای مدل شرکت

جدول ۳. نتایج تخمین مدل ها

$CE_{it} = \alpha_0 + \beta_1 OCF_{it} + \beta_2 FG_{it} + \beta_3 BI_{it} + \beta_4 BI_{it} * OCF_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Size_{it} + \varepsilon_{it}$			
متغیر وابسته بهره وری سرمایه			
متغیر	ضریب	انحراف معیار	آماره t
مقدار ثابت	۱,۲۳	۰,۲۱	۵,۷۳
جریان های نقدی	-۰,۱۵	۰,۱۶	-۰,۹۶
رشد شرکت	۰,۲۵	۰,۰۲	۱۱,۴۶
اهرم مالی	-۰,۶۰	۰,۰۴	-۱۳,۵۹
اندازه شرکت	-۰,۰۶	۰,۰۱	-۴,۲۵
ضریب تعیین	۰,۷۸	آماره F	۱۷,۳۴
ضریب تعیین تعدیل شده	۰,۷۳	سطح معنی داری کل مدل	۰,۰۰
دوربین واتسون	۱,۷۵		

آن است که ۰/۷۸ درصد متغیر بهره وری سرمایه، توسط متغیر جریان نقدی عملیاتی تبیین می گردد. ضریب تعیین تعدیل شده هم نیز برابر ۰/۷۳ درصد است. علاوه بر این به منظور بررسی همبستگی جملات خطا باید به میزان آماره

در بررسی معنی دار بودن کل مدل با توجه به این که سطح معناداری آماره F از ۵ درصد کوچک تر است (۰/۰۰) لذا مدل معنی دار بوده و فرضیه  $H_1$  آزمون F در سطح اطمینان ۹۵ درصد پذیرفته می شود. ضریب تعیین مدل نیز گویای



است لذا فرضیه اول پژوهش در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می گردد. سطح معناداری متغیر استقلال هیئت مدیره با توجه به اینکه کمتر از ۵ درصد است که نشان دهنده رابطه معنادار و مثبتی با بهره وری سرمایه است. از این رو فرضیه دوم پژوهش نیز در سطح اطمینان ۹۵ درصد تأیید می گردد.

دوربین واتسون توجه نمود که در اینجا مقدار آن به میزان (۱/۷۵) است و چون در بازه قابل قبول قرار دارد فرض همبستگی جملات خطا رد می شود.

با توجه به نتایج آزمون فرضیه، متغیر جریان های نقدی با توجه به اینکه سطح معناداری آن کمتر از ۵ درصد است که نشان دهنده رابطه معنادار و مثبت با بهره وری سرمایه

### خلاصه نتایج آزمون فرضیه ها

جدول ۴. خلاصه نتایج تخمین مدل

فرضیه	عنوان فرضیه
تأیید رد	
*	اول جریان های نقدی بر بهره وری سرمایه تأثیر مثبت دارد
*	دوم جریان های نقدی بر بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تأثیر مثبت دارد

### ۴. نتیجه گیری

به صورت کلی می توان عنوان کرد فرضیه اول در این تحقیق مورد تأیید واقع گردد. این نتایج با نتیجه تحقیق بوبکری و همکاران (۲۰۲۰) پارک و سانگ (۲۰۱۸) نی و ژو (۲۰۱۶) مطابقت دارد به عبارت دیگر می توان عنوان کرد جریان های نقدی باعث می شود اثر نوسان های بازار بر نوسان های سهام شرکت ها با میزان نقدینگی بیشتر شود. این یافته مبنایی برای هم سویی منافع مدیریت با منافع گروه سهامداران، در راستای حداکثرسازی ارزش شرکت می باشد. وجود سرمایه گذاران بزرگ، به دلیل افزایش نظارت مؤثر، اثر مثبت بر ارزش و عملکرد شرکت خواهد داشت. پیش بینی اثر مثبت سرمایه گذاران بر ارزش شرکت ناشی از این فرض است که این سرمایه گذاران انگیزه و توانایی نظارت کارآمد بر افراد درون سازمان را دارند. این نظارت کارآمد احتمال اخذ تصمیمات غیر بهینه را از سوی افراد درون سازمان کاهش می دهد. مدیران دولتی از طریق نظارت بیشتر به عنوان یکی از سازوکارهای

بر اساس نتایج فرضیه اول تحقیق جریان های نقدی بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در سال های ۱۳۹۱-۱۴۰۰ تأثیر مستقیم و معنی داری دارد و این نتیجه به این مهم اشاره دارد که هرچه میزان سرمایه گذاری در شرکت بیشتر باشد، بازده سهام نیز افزایش می یابد. به عبارتی می توان بیان کرد که جریان های نقدی و سرمایه گذاری دولتی دارند، بر عرضه و تقاضا شرکت ها تأثیر گذار می باشد. می توان گفت اثر نوسانات بازار بر سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار بیشتر خواهد بود. مطابق دیدگاه لیون (۲۰۰۵)، مدیران دولتی از طریق مناسبات سیاسی ریسک مربوط به شرکت را تحت تأثیر قرار می دهند، متعاقب آن ارزش شرکت ها به عنوان معیاری از عملکرد نیز تحت تأثیر قرار می گیرد؛ بنابراین جریان های نقدی می تواند به عنوان یکی از متغیرهای مهم در مطالعه عملکرد مورد توجه قرار بگیرد.

توصیه می شود بسترهای لازم جهت سرمایه گذاری بخش های مختلف از جمله مالکان نهادی را در بورس فراهم آورند؛ زیرا مالکان دولتی بانفوذی که در دولت دارند و با منابع مالی که در اختیار دارند می توانند عملکرد مالی شرکت را ارتقا دهند.

با توجه به نتایج تحقیق پیشنهاد می شود سهامداران هنگام سرمایه گذاری در سهام شرکت ها به درصد نقدینگی شرکت ها توجه نمایند زیرا شرکت هایی که جریان های نقدینگی بیشتری دارند معمولاً از راه های مختلف می توانند تحت تأثیر ریسک قرار بگیرند. همچنین به تحلیل گران مالی توصیه می گردد هنگام تصمیم گیری در خصوص تحلیل سهام شرکت های مختلف به مبحث نقدینگی نیز توجه نمایند. همچنین به مدیران دولتی پیشنهاد می شود، در هنگام تحلیل این نوع شرکت ها این موضوع را نیز لحاظ دارند.

بر اساس نتایج فرضیه دوم مبنی بر اینکه جریان های نقدی بر بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار موجب ضعیف تر شدن تأثیر بازده سهام می - گردد به مدیران شرکت ها توصیه می شود بحران مالی شرکت را از طریق استقراض داخلی و خارجی؛ نفوذ مالکان دولتی و یا انتشار سهام رفع کنند و با واگذاری بخشی از سهام شرکت به مالکان شبه دولتی و نهادی؛ زمینه را برای افزایش بازده سهام فراهم آورند.

حیدری، یاسر؛ زارعی، مسعود (۱۳۹۴)، بررسی تأثیر میزان مالکیت نهادی بر نوسانات بازده سهام، سومین کنفرانس بین المللی پژوهشهای کاربردی در مدیریت و حسابداری، تهران، دانشگاه شهید بهشتی.

سلاله فیض اللهی، مریم لشکری زاده (۱۴۰۰) تأثیر کیفیت ارقام تعهدی بر نوسانات بازده سهام، فصلنامه پژوهش حسابداری مالی و حسابرسی، دوره ۱۳، شماره ۴۹ - شماره پیاپی ۴۹.

نقدینگی موجب کاهش مشکلات نمایندگی می شود. طبق تئوری نمایندگی، "مالکان دولتی" ممکن است تضاد نمایندگی را از طریق نظارت بر اقدامات مدیریت کاهش دهند و عملکرد شرکت را بهبود بخشند. مالکان دولتی نه تنها انگیزه، بلکه تخصص و منابع لازم برای نظارت بر شرکت را نیز دارند.

بر اساس نتایج فرضیه فرعی دوم تحقیق؛ جریان های نقدی با بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران رابطه مثبت می شود.

شرکت هایی که دارای روابط سیاسی هستند در انتخاب فرصت های سرمایه گذاری بهتر عمل می کنند و می توانند از در انتخاب پروژه ها با ارزش فعلی مثبت بهره مند شوند و با این کار ریسک مربوط به شرایط سیاسی و اقتصادی خود را تغییر می دهند و باعث افزایش ارزش شرکت شود؛ اما اگر شرکت با بحران مالی و کمبود نقدینگی و منابع مالی روبرو باشد؛ نمی تواند از فرصت ایجاد شده استفاده نماید و این امر می تواند نتایج مثبت جریان های نقدینگی در شرکت را نیز از بین برده و موجب کاهش بازده سهام گردد.

نتایج این تحقیق با تحقیقات بوبکری و همکاران (۲۰۲۰) الدرسون و لم (۲۰۲۰) رانو و ژو (۲۰۱۹) ودیعی و همکاران (۱۳۹۳) مطابقت دارد. این تحقیقات نشان داده اند که جریان های نقدینگی با بازده سهام ارتباط معکوس دارد. بر اساس نتایج فرضیه اول مبنی بر تأثیر مستقیم و معنادار جریان های نقدینگی بر بهره وری سرمایه، به سازمان بورس

## ۵. منابع

بخردی نسب، وحید و فاطمه ژولانزاد، (۱۳۹۶)، "تأثیر کیفیت سود بر رابطه بین مونتوم و بازده اضافی سهام"، مهندسی مالی و مدیریت اوراق بهادار، ۳۲، صص ۴۲-۲۱. دریائی، عباسعلی. شهرابی، فاطمه. (۱۳۹۷). نقش تعدی لگر مالکیت دولتی بر رابطه بین مدیریت سود واقعی و ۱۴۵-۱۱۱. (۱) عملکرد آتی شرکت. پژوهشهای کاربردی در گزارشگری مالی.

قوسی، زیبا. اکبریور، سعید (۱۳۹۸)، تأثیر بحران اقتصادی بر عملکرد مالی و بازده سهام شرکت، چشم انداز. ۲۲۱-۱۹۸، حسابداری و مدیریت.

قائمی، محمد حسین؛ قیطاسوند، محمود؛ توجیگی، محمود. (۱۳۹۵). "تأثیر هموارسازی سود بر بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران". بررسی های حسابداری و حسابرسی. ۳۷-۲۱

ودیدی نوقابی، محمدحسین؛ رستمی، امین (۱۳۹۳)، بررسی تأثیر نوع مالکیت نهادی بررسی سقوط آتی قیمت سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه حسابداری مالی، جلد ۶، شماره ۲۳، ص ۶۶-۴۳.

Boubakri, N., Chen, R. (2020), State Ownership and Stock Liquidity: Evidence from Privatization, Journal of corporate finance, 3, 122-143

Christoph G. Rosch, Chiristof Kaserer, (2019). Reprint of: Market liquidity in the financial crisis: The role of liquidity commonality and flight-to-quality. Journal of Banking & Finance, 45, 152-170

Ni, X., and Zhu, W. (2016), "Short-sales and Stock Price Crash Risk: Evidence

عسل شریفی، مهسا قجر بیگی، جلیل بیطاری (۱۴۰۰)، تأثیر مالکیت دولتی بر بازده سهام با تأکید بر نقش بحران مالی در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، فصلنامه رویکردهای پژوهشی نوین در مدیریت و حسابداری، سال پنجم، شماره ۶۹، جلد هشتم، ص ۶۰-۵۶.

فروغی، داریوش، ل هادی امیری و مینا محمدیان، (۱۳۹۳)، "تحلیل تأثیر کیفیت ارقام تعهدی بر بازده بدون شوک جریان نقدی سهام"، بررسی های حسابداری و حسابرسی، ۲۱(۲)، صص ۱۷۳-۱۸۸.

from an Emerging Market", Economics Letters, 144, PP. 22-24.

Park, S.Y. Song, Y. (2018), The Effect Of Ownership Structure On Future Stock Price Crash Risk: Korean Evidence, The Journal of Applied Business Research, Vol:34, N:2.

Rao, L. Zhou, L. (2019), Crash risk, institutional investors and stock returns, North American Journal of Economics and Finance 50.

پژوهشگاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی  
پرتال جامع علوم انسانی

## Investigating the Effect of Cash Flows on Stock Returns in Companies Listed on the Securities and Stock Exchange

Kamran Hassanpour<sup>۱۱</sup>, Zeina Sadat Aghamiri<sup>۱۲</sup>

### Abstract

The purpose of the present study is to investigate the effect of cash flows on stock returns in companies listed on the Securities and Stock Exchange. This research is applied in terms of purpose-based classification. The statistical population of the study is the companies listed on the Tehran Securities and Stock Exchange between ۲۰۱۶ and ۲۰۲۱. In the current study, a screening method was used to select the sample. One hundred and twenty companies were selected from among the statistical population, and the separation and grouping of companies in industries have been conducted according to Rahavard modern software; the spatial realm encompassed all companies listed on the Tehran Securities and Stock Exchange that meet the conditions mentioned for the statistical population. In order to control other possible factors influencing cash flows that are not considered by independent variables, company growth, financial leverage and company size have been considered as "control variables" according to Mahmoudabadi and Mansouri (۲۰۱۱) research. Data analysis was performed using multivariate linear regression, in such a way that after extracting the studied variables from the mentioned sources, this information is entered in the worksheet created in the Excel software environment and the necessary calculations are performed to obtain the study variables. Then, Eviews software was applied for statistical analysis of the obtained information. Data analysis is divided into two general categories: descriptive analysis and inferential analysis. The results indicate that cash flows have a positive effect on capital productivity and negatively affect stock returns in companies listed on the Securities and Stock Exchange.

**Keywords:** Cash Flows, Stock Returns, the Securities and Stock Exchange, Financial Leverage, Size of Company.

<sup>۱۱</sup> Master, Department of Management / Accounting, Hasht Behesht Institute, Isfahan. Iran.  
Kamranhasanpoor۱۳۶۹@gmail.com

<sup>۱۲</sup> Accounting, Payame Noor University, Behshahr Branch  
sara.aghamiri۶۸@gmail.com