

دانشگاه پیام نور

دانشگاه علوم اجتماعی و اقتصادی

پایان نامه کارشناسی ارشد در رشته حسابداری

موضوع:

بررسی مقایسه‌ای میزان مربوط بودن سود عملیاتی و جریان وجه نقد در تبیین بازده سهام و نقش عدم

تقارن اطلاعاتی (شواهدی از بورس اوراق بهادار تهران)

استاد راهنما:

دکتر محمد کاشانی پور

استاد مشاور:

دکتر سید حسن صالح نژاد

نام دانشجو:

سمیه زکی تبار احمدی

دی ۹۱



## تشکر و قدردانی :

بی شک در دستاورد حاضر راهنمایی و ارشاد صبورانه ی افرادی دخیل بوده است که به هیچ عنوان قادر به بیان سپاسگزاری عمیق خود نسبت به این بزرگواران، نخواهم بود .

چرا که در مسیر این تحقیق و در راستای تنظیم پروژه هنر درست نگرستن واهمیت داشتن فکری خلاق و آزاد را نیز می آموزانند. خاضعانه از استاد گرانقدر دکتر محمد کاشانی پور به عنوان استاد راهنما که با مشقت بسیار سعی در ارشادم در این تحقیق نموده اند، بی نهایت قدردانی می نمایم. و از دکتر سید حسن صالح نژاد به خاطر دقت نظر وحمایتهای مداومشان به عنوان استاد مشاور سپاسگزارم . از خداوند منان موفقیت روز افزون این عزیزان را مسئلت دارم . و در نهایت از همه ی کسانی که به نوعی در امر تدوین این تحقیق مرا یاری نموده اند کمال سپاس و تشکر را دارم .

تقدیم به پدرم!

که تا دیروز صدای حرکت قلم اش را از جای جای خانه می شنیدم و امروز صدای حرکت اندیشه هایش  
را از جای جای ذهنم می شنوم!

## چکیده :

اطلاعات سودمند مبنای تصمیم‌گیری اشخاصی است که در بازار سرمایه مشارکت دارند. تدوین‌کنندگان استانداردهای حسابداری تلاش می‌کنند تا گزارشگری مالی و سیستم حسابداری نیازهای اطلاعاتی بازار سرمایه را تامین کنند. بنابراین ارزیابی سودمندی اطلاعات حسابداری در ارزشیابی سهام یا مربوط بودن اطلاعات حسابداری به ارزش شرکت که در تحقیقات اخیر مورد توجه زیادی قرار گرفته، به عنوان یک الگوی اصلی در تحقیقات حسابداری مالی مطرح شده است. با توجه به این که بعضی از روش‌های مدرن اندازه‌گیری عملکرد در حسابداری مدیریت که بر مبنای ارقام جریان وجه نقد هستند، سعی در بهره‌گرفتن از محتوای اطلاعاتی ارقام حسابداری دارند، لذا این سؤال پیش می‌آید که رابطه کدامیک از دو متغیر سود عملیاتی و جریان وجه نقد در بیان بازده سهام شرکتها بیشتر است؟

برای پاسخ به این سؤال میزان رابطه خالص جریان وجه نقد عملیاتی و سود در بیان بازده سهام شرکتها، به وسیله مدل رگرسیون باداده‌های پانلی برای ۱۵۱ شرکت عضو بورس اوراق بهادار تهران طی سال‌های ۱۳۸۸-۱۳۸۴ مورد بررسی قرار گرفته است. نتایج این تحقیق نشان می‌دهد که در حالت کلی بین خالص جریان وجه نقد عملیاتی و سود با بازده سهام شرکتها رابطه مثبتی وجود دارد. اما با افزایش نابرابری اطلاعاتی، رابطه سود با بازده سهام کاهش می‌یابد و خالص جریان وجه نقد عملیاتی بهتر از سود بازده سهام شرکتها را تبیین می‌کند (وبالعکس). بنابراین استفاده از روشهای مبتنی بر سود حسابداری جهت ارزیابی عملکرد فقط در حالتی مناسب هستند که سطح نابرابری اطلاعاتی پایین باشد و نمی‌توان آن را به عنوان روشی یکسان برای ارزیابی عملکرد شرکتها، با ویژگی‌های متفاوت، قرارداد.

**واژه‌های کلیدی :** بازده سهام، سود عملیاتی، جریان وجه نقد عملیاتی، عدم تقارن اطلاعاتی، مربوط بودن.

**فصل اول : طرح تحقیق**

۲	.....	۱-۱) مقدمه
۳	.....	۲-۱) موضوع و بیان مسأله تحقیق
۳	.....	۳-۱) ضرورت انجام تحقیق
۳	.....	۴-۱) سؤال تحقیق
۴	.....	۵-۱) فرضیه های تحقیق
۴	.....	۶-۱) هدف اساسی از انجام تحقیق
۵	.....	۷-۱) نوع و روش تحقیق
۵	.....	۸-۱) روش نمونه گیری
۶	.....	۹-۱) ابزارهای (روش) گردآوری دادهها(اطلاعات) و تجزیه و تحلیل داده ها
۶	.....	۱۰-۱) تعریف اصطلاحات کلیدی

**فصل دوم: مبانی نظری و پیشینه تحقیق**

۹	.....	۱-۲) مقدمه
۱۰	.....	۲-۲) مفهوم بازده
۱۰	.....	۳-۲) دیدگاه مطرح در مورد بازده سهام
۱۰	.....	۱-۳-۲) بازده سهام از دیدگاه سرمایه گذار (سهامدار)
۱۱	.....	۲-۳-۲) بازده سهام از دیدگاه شرکت
۱۱	.....	۴-۲) عوامل موثر بر بازدهی
۱۱	.....	۱-۴-۲) نقش اطلاعات حسابداری در تبیین بازده سهام
۱۲	.....	۲-۴-۲) اطلاعات حسابداری و نسبت های مالی مهم
۱۴	.....	۵-۲) الگوی قیمت گذاری دارائی های سرمایه ای
۱۴	.....	۶-۲) مفهوم سود
۱۵	.....	۷-۲) سود حسابداری در مقابل سود اقتصادی
۱۶	.....	۱-۷-۲) مفهوم سود و کاربردهای آن
۱۷	.....	۲-۷-۲) سود حسابداری و نحوه محاسبه آن
۱۸	.....	۳-۷-۲) سود اقتصادی و نحوه محاسبه آن
۱۹	.....	۴-۷-۲) مقایسه سود اقتصادی و سود حسابداری
۲۰	.....	۸-۲) محتوای اطلاعاتی سود حسابداری
۲۰	.....	۱-۸-۲) مفهوم سود در گزارشگری مالی
۲۱	.....	۹-۲) صورت گردش وجوه نقد
۲۱	.....	۱-۹-۲) سیر تاریخی صورت گردش وجوه نقد
۲۲	.....	۲-۹-۲) اهمیت جریان های نقدی

۲۲	.....	۳-۹-۲) اهمیت جریان های نقدی عملیاتی.....
۲۲	.....	۴-۹-۲) اهمیت مورد انتظار از اطلاعات جریان های نقدی.....
۲۳	.....	۵-۹-۲) فرضیات موجود در مورد جریان وجه نقد.....
۲۴	.....	۱۰-۲) سود، جریانات نقدی و قیمت سهام.....
۲۵	.....	۱-۱۰-۲) رابطه بین سود حسابداری و جریان های نقدی.....
۲۵	.....	۲-۱۰-۲) گزارش جریان های نقدی یا گزارشگری سود.....
۲۵	.....	۱۱-۲) محتوای اطلاعات نسبی در مقابل محتوای افزاینده اطلاعاتی.....
۲۶	.....	۱۲-۲) عدم تقارن اطلاعاتی.....
۲۸	.....	۱-۱۲-۲) کاهش دادن اطلاعات نامتقارن.....
۲۸	.....	۱۳-۲) پیشینه تحقیق.....
۲۸	.....	۱-۱۳-۲) تحقیقات خارجی.....
۳۷	.....	۲-۱۳-۲) تحقیقات داخلی.....

## فصل سوم : روش تحقیق

۴۴	.....	۱-۳) مقدمه.....
۴۴	.....	۲-۳) روش تحقیق.....
۴۵	.....	۳-۳) فرضیه های تحقیق.....
۴۵	.....	۱-۳-۳) فرضیه های مربوط به تحقیق.....
۴۶	.....	۴-۳) متغیرهای تحقیق.....
۴۶	.....	۱-۴-۳) متغیر وابسته.....
۴۶	.....	۲-۴-۳) متغیر مستقل.....
۴۷	.....	۳-۴-۳) متغیر کنترل.....
۴۸	.....	۳-۴-۳) متغیر تعدیل گر.....
۴۹	.....	۵-۳) مدل آماری جهت آزمون فرضیه ها.....
۵۰	.....	۶-۳) قلمرو موضوعی تحقیق.....
۵۰	.....	۷-۳) قلمرو زمانی تحقیق.....
۵۰	.....	۸-۳) قلمرو مکانی تحقیق.....
۵۰	.....	۹-۳) روش و ابزار گردآوری داده ها.....
۵۱	.....	۱۰-۳) جامعه آماری.....
۵۲	.....	۱۱-۳) نمونه آماری و تعیین حجم نمونه مناسب.....
۵۳	.....	۱۲-۳) روش آزمون فرضیات.....
۵۳	.....	۱-۱۲-۳) روش تخمین مدل.....
۵۳	.....	۲-۱۲-۳) رگرسیون پنل دیتا.....
۵۴	.....	۳-۱۲-۳) مزایای رگرسیون پانل دیتا.....
۵۵	.....	۴-۱۲-۳) مدل اثرات ثابت.....
۵۵	.....	۵-۱۲-۳) مدل اثرات تصادفی.....

۵۶ ..... ۳-۱۲-۶) آزمون هاسمن

### فصل چهارم: تحلیل داده های پژوهش

۵۸ ..... ۴-۱) مقدمه

۵۸ ..... ۴-۲) آمار توصیفی

۶۰ ..... ۴-۳) همبستگی بین متغیر های تحقیق:

۶۰ ..... ۴-۴) آزمون های تشخیصی

۶۱ ..... ۴-۱) آزمون چاو (انتخاب اثر ثابت در مقابل داده های ترکیب شده)

۶۱ ..... ۴-۲) آزمون هاسمن (انتخاب بین اثر ثابت و اثر تصادفی)

۶۲ ..... ۴-۵) آزمون فرضیات:

۶۳ ..... ۴-۵-۱) آزمون فرضیه اول:

۶۵ ..... ۴-۵-۲) آزمون فرضیه دوم:

۶۶ ..... ۴-۵-۳) آزمون فرضیه سوم:

۶۸ ..... ۴-۶) آزمون دورین واتسن

### فصل پنجم: نتیجه گیری و پیشنهاد ها

۷۰ ..... ۵-۱) مقدمه

۷۰ ..... ۵-۲) تجزیه و تحلیل نتایج آزمون فرضیه

۷۱ ..... ۵-۳) پیشنهادها

۷۱ ..... ۵-۳-۱) پیشنهادهای حاصل از نتیجه تحقیق

۷۲ ..... ۵-۳-۲) پیشنهادهای برای پژوهش های آتی

### پیوست ها

۷۳ ..... پیوست ۱- آمار توصیفی متغیر های تحقیق

۷۳ ..... پیوست ۲- ماتریس همبستگی میان متغیر های تحقیق

۷۴ ..... پیوست ۳- خروجی آزمون چاو

۷۴ ..... پیوست ۴- خروجی آزمون هاسمن

۷۵ ..... پیوست ۵- نتایج تحلیل پانلی فرضیه اول با استفاده از مدل (۱) (مدل اصلی)

۷۶ ..... پیوست ۶- نتایج تحلیل پانلی فرضیه اول با استفاده از مدل (۲) (مدل تعمیم یافته)

۷۷ ..... پیوست ۷- نتایج فرضیه ۲ با استفاده از رگرسیون پانلی در مدل (۲) (مدل تعمیم یافته)

۷۸ ..... پیوست ۸- نتایج فرضیه ۳ با استفاده از رگرسیون پانلی در مدل (۲) (مدل تعمیم یافته)

۷۹ ..... منابع فارسی:

۸۱ ..... منابع لاتین:



## فهرست جداول

- نگاره شماره ۴-۱ آمار توصیفی متغیرهای پژوهش..... ۵۸
- نگاره شماره ۴-۲ همبستگی میان متغیرهای تحقیق..... ۵۹
- نگاره شماره ۴-۳ خروجی آزمون چاو..... ۶۰
- نگاره شماره ۴-۴ خروجی آزمون هاسمن..... ۶۱
- نگاره شماره ۴-۵ نتایج تحلیل پانلی فرضیه اول با استفاده از مدل (۱) (مدل اصلی)..... ۶۳
- نگاره شماره ۴-۶ نتایج تحلیل پانلی فرضیه اول با استفاده از مدل (۲) (مدل تعمیم یافته)..... ۶۴
- نگاره شماره ۴-۷-۳ نتایج فرضیه ۲ و ۳ با استفاده از رگرسیون پانلی در مدل (۲) (مدل تعمیم یافته) و مقایسه نتایج در دو نمونه با تقارن  
اطلاعاتی بالا و پایین..... ۶۷

فصل اول  
طرح تحقیق

## ۱-۱) مقدمه

یکی از اطلاعات بدست آمده از سیستم های اطلاعاتی رقم سود حسابداری است، که بر مبنای تعهدی محاسبه گردیده و در صورتهای مالی نشان داده می شود از آنجا که سود حسابداری بر مبنای تعهدی، توسط بسیاری از استفاده کنندگان اطلاعات مالی برای اندازه گیری عملکرد شرکت ها مورد استفاده قرار می گیرد، بنابراین به عنوان یک قلم مهم محسوب می شود. به عنوان مثال تحقیقات نشان می دهد که سود حسابداری در قراردادهای اعتباردهی، طرح های تشویقی مدیران و کارمندان و تعیین ارزش سهام شرکتها برای عرضه در بازار بورس اوراق بهادار مورد استفاده قرار می گیرد.

سود حسابداری، کمیتی است که بر اساس اصول و رویه های متداول حسابداری اندازه گیری می شود از آنجا که مبنای تهیه سود حسابداری، تعهدی می باشد، بنابراین ارقام تعهدی در آن در نظر گرفته می شوند پس میان سود حسابداری و جریان وجه نقدی تفاوت ایجاد می شود و از طرف دیگر یکی از اهداف صورتهای مالی ارائه اطلاعات برای پیش بینی عملکرد مالی واحد تجاری است که برخی کمیت سود را برای پیش بینی مناسب می دانند.

یکی از عوامل موثر در تصمیم گیری، اطلاعات مناسب و مرتبط با موضوع تصمیم است در صورتیکه اطلاعات مورد نیاز به صورتی نامتقارن بین افراد توزیع شود (انتقال اطلاعات به صورت نابرابر بین مردم صورت گیرد)، میتواند نتایج متفاوتی را نسبت به موضوعی واحد سبب شود بنابراین، قبل از این که خود اطلاعات برای فرد تصمیم گیرنده مهم باشد، این کیفیت توزیع اطلاعات است که باید به صورت دقیق مورد ارزیابی قرار گیرد زمانی که عدم تقارن اطلاعاتی در رابطه با سهام یک شرکت افزایش یابد، ارزش ذاتی آن با ارزشی که سرمایه گذاران در بازار سرمایه برای سهام مورد نظر قایل می شوند متفاوت خواهد بود در نتیجه، ارزش واقعی سهام شرکتها با ارزش مورد انتظار سهامداران تفاوت خواهد داشت.

سود حسابداری و جریان های نقدی دو کمیت رقیب جهت ارزیابی عملکرد شرکت هستند که از جانب تحلیلگران مالی برای ارزیابی سهام مورد استفاده قرار می گیرد در این تحقیق توان این دو کمیت در سنجش عملکرد شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار مورد بررسی قرار می دهد همچنین تاثیر نابرابری اطلاعاتی در توان تبیین عملکرد بازار سهام شرکت توسط استفاده کنندگان صورتهای مالی با استفاده از ارقام مربوط به سود حسابداری و جریانهای نقدی شرکت مورد بررسی قرار خواهد گرفت (قائمی و وطن دوست ۱۳۸۴).

## ۱-۲) موضوع و بیان مسأله تحقیق

گزارشگری مالی یک هدف نیست بلکه به دنبال ارائه اطلاعاتی است که برای طیف گسترده ای از استفاده کنندگان در اتخاذ تصمیمات مفید باشد (مبانی نظری گزارشگری مالی در ایران، ۱۳۸۱) دو ویژگی کیفی مرتبط با محتوای اطلاعات که به مدد آن می توان اطلاعات مفیدتر را از سایر اطلاعات تمیز داد، مربوط بودن و قابل اتکا بودن اطلاعات است (همان منبع).

مربوط بودن اطلاعات حسابداری به معنای موثر واقع شدن آن بر تصمیمات اقتصادی استفاده کنندگان است این تاثیر از طریق کمک به استفاده کنندگان در ارزیابی رویدادهای گذشته، حال و آینده یا تأیید یا تصحیح ارزیابی های گذشته حاصل می شود (همان منبع).

اطلاعات در صورتی که توان تصمیم گیران را برای پیش بینی افزایش دهد یا بازخوردی از انتظارات اولیه ارائه کند، می تواند بر تصمیم استفاده کنندگان موثر واقع شود سود حسابداری و جریان وجه نقد به عنوان دو عامل مربوط در تصمیم گیری استفاده کنندگان شناخته شده اند اما در عمل موانع متعددی وجود دارد که باعث کاهش مربوط بودن این دو متغیر می شوند مانع اصلی در این ارتباط ، نابرابری اطلاعاتی بین سهامداران و مدیریت است و محرکهای مدیریت سود که توسط مدیران اعمال می شود است.

نتایج حاصل از تمامی فعالیت های اقتصادی شرکت در سودهای جاری نشان داده نمی شوند بلکه سود حاصل از بعضی از فعالیت ها همانند قراردادهای بلند مدت فروش و فعالیت های سرمایه گذاری و تحقیق و توسعه در سالهای بعد تحقق می یابند از آنجا که اطلاعات مربوط به این نوع فعالیت ها در اختیار سهامداران حرفه ای قرار می گیرد، سهامداران یاد شده اطلاعات مرتبط با ارزش سهام را که در سود های جاری منعکس نیستند، تجزیه و تحلیل کرده و در قیمت جاری سهام لحاظ می کنند این اطلاعات اغلب از طریق کانال هایی مانند اعضاء هیئت مدیره مشترک شرکت ها، در اختیار شبکه های سهامداران قرار گرفته و از این طریق به اطلاع اکثر سهامداران و بازار رسیده و در قیمت ها لحاظ می شود.

حال در این تحقیق ما به بررسی این موضوع می پردازیم که تاثیر نابرابری اطلاعاتی بر مربوط بودن سود عملیاتی و جریان وجه نقد در بیان بازده سهام شرکتها چگونه خواهد بود.

## ۱-۳) ضرورت انجام تحقیق

باتوجه به این که بعضی از روشهای مدرن اندازه گیری عملکرد در حسابداری مدیریت که بر مبنای ارقام جریان وجه نقد هستند، سعی در بهره گرفتن از محتوای اطلاعاتی ارقام حسابداری دارند ، لذا این سؤال پیش می آید که قدرت کدامیک از دو متغیر سود عملیاتی و جریان وجه نقد در بیان بازده سهام شرکت ها بیشتر است؟

## ۱-۴) سؤال تحقیق

کدامیک از دو متغیر سود عملیاتی و جریان وجه نقد عملیاتی بر بازده سهام شرکت ها تاثیر بیشتری دارد؟

## ۱-۵) فرضیه های تحقیق

### فرضیه ۱

سود عملیاتی نسبت به خالص جریان وجه نقد عملیاتی بر بازده سهام شرکت‌ها تاثیر بیشتری دارد. اگرچه از نظر تئوری، سود عملیاتی برای توضیح عملکرد بازار سهام شرکت نسبت به جریان وجه نقد عملیاتی ارجحیت دارد، اما در عمل موانع متعددی برای آزمون این بحث وجود دارد. مانع اصلی در این ارتباط، نابرابری اطلاعاتی بین سهامداران و مدیریت است و همچنین محرک‌های زیادی برای مدیریت سود که توسط مدیریت اعمال می‌شود وجود دارد (راپ ۲۰۱۰).

با در نظر گرفتن این دیدگاه که سود عملیاتی دارای محتوای اطلاعاتی هستند، این ادعا منطقی به نظر می‌رسد که با توجه به وجود نابرابری اطلاعاتی، با افزایش اطلاعات در متن ارقام تعهدی، این اقلام مرتبط تر خواهند بود این دیدگاه در فرضیه ذیل خلاصه می‌شود:

### فرضیه ۲

که با کاهش نابرابری اطلاعاتی تاثیر سود عملیاتی بر بازده سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد (نسبت به خالص جریان وجه نقد عملیاتی). در مقابل با افزایش نابرابری اطلاعاتی انگیزه مدیریت سود فرصت طلبانه افزایش می‌یابد زیرا احتمال مجازات مدیران بابت این رفتار از سوی سهامداران بیرون از شرکت بسیار کم است بنابراین افزودن اطلاعات احتیاطی در سود عملیاتی برای مدیریت بسیار با ارزش خواهد بود (همان منبع). این دیدگاه در فرضیه ذیل خلاصه می‌شود:

### فرضیه ۳

با افزایش نابرابری اطلاعاتی تاثیر جریان وجه نقد عملیاتی بر بازده سهام شرکت‌ها افزایش می‌یابد (نسبت به سود عملیاتی).

## ۱-۶) هدف اساسی از انجام تحقیق

جذب سرمایه‌های کوچک و وجوه سرگردان داخلی و هدایت آن در مسیر فعالیتهای بازارهای تولیدی و صنعتی، لازمه دستیابی به رشد و توسعه اقتصادی است در همین راستا بازارهای مالی به دو شکل «بازار پول» و «بازار سرمایه» به وجود آمده‌اند که بازار پول تامین کننده اعتبار کوتاه مدت و بازار سرمایه تامین کننده اعتبار بلندمدت می‌باشند در این میان نقش بورس اوراق بهادار امروزه از چنان اهمیتی برخوردار گردیده که گفته می‌شود توسعه یک کشور با رونق بورس اوراق بهادار و تعداد سهامداران آن رابطه مستقیم دارد بی‌شک ارائه اطلاعات مفید و معیارهای صحیح به سرمایه‌گذاران در بورس، به طوری که مبنای منطقی برای تصمیم‌گیری صحیح آنان فراهم سازد می‌تواند از یکسو با حفظ استمرار حضور سرمایه‌گذاران در بورس به واسطه حفظ منافع و جلوگیری از زیان دیدن آنان، موجب رونق بیشتر بورس گردد و از سوی دیگر، با ایجاد زمینه‌ای برای تخصیص بهینه منابع محدود اقتصادی به طرحهای سودآورتر، رشد و شکوفایی اقتصاد کشور را در پی داشته باشد (کردستانی و رودنشین، ۱۳۸۵).

باتوجه به مطالب عنوان شده و با عنایت به این که ارزیابی بازده سهام شرکتهای مختلف مهمترین مسأله پیشروی سرمایه گذاران در بازار سرمایه محسوب می شود ، هدف تحقیق حاضر این است که تأثیر عدم تقارن اطلاعاتی را بر مربوط بودن سود عملیاتی و جریان وجه نقد در تبیین بازده سهام شرکت بورس اوراق بهادار تهران بررسی نماید.

### ۷-۱) نوع و روش تحقیق

پایه هر علمی، روش شناخت آن است و اعتبار و ارزش هر علمی به روش شناختی مبتنی است که در آن علم به کار می رود. این تحقیق از حیث هدف تحقیق که مبین نقشی است که تحقیق از خود به جای می گذارد ، از نوع کاربردی است چرا که نظریه ها، قانونمندی ها، اصول و فئونی که در تحقیقات پایه تدوین می شوند را برای حل مسائل اجرایی و واقعی به کار می گیرد همچنین از حیث روش تحقیق که مبین دلیل تحقیق می باشد ، از نوع توصیفی - همبستگی می باشد زیرا این تحقیق ، به توصیف آن چه که هست یا توصیف شرایط موجود بدون دخل و تصرف (ونه به الزام و توصیه خاص) می پردازد و قضاوت های ارزشی در این تحقیق کم رنگ است در واقع هدف از مطالعه همبستگی برقراری یک رابطه یا نبود آن ، ویکارگیری روابط در انجام پیش بینی ها می باشد. تحقیق حاضر به لحاظ معرفت شناسی از نوع تجربه گرا ، سیستم استدلال آن استقرایی و به لحاظ نوع مطالعه میدانی - کتابخانه ای می باشد به لحاظ تحلیل آماری ، این پژوهش از روش رگرسیون داده های تابلویی (پنل دیتا) استفاده خواهد نمود.

### ۸-۱) روش نمونه گیری

از آنجائی که اطلاعات مورد نیاز پژوهش حاضر یعنی داده های مربوط به شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران قابل دستیابی بوده و اطلاعات آنها بطور نسبی از صحت بیشتری برخوردار است لذا جامعه آماری این تحقیق شامل کلیه شرکتهای پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران برای یک دوره زمانی پنج ساله از سال ۱۳۸۴ تا پایان سال ۱۳۸۸ و با در نظر گرفتن محدودیتهای زیر می باشد:

- ۱- اطلاعات مورد نیاز این تحقیق در رابطه با شرکتهای از سال ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ در دسترس باشد.
  - ۲- پایان سال مالی شرکتهای پایان اسفند باشد و در طول سالهای ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ تغییر نکرده باشد.
  - ۳- سهام شرکتهای در طول هر یک از سالهای دوره تحقیق ۱۳۸۴ تا ۱۳۸۸ معامله شده باشد.
  - ۴- جزء شرکتهای سرمایه گذاری و واسطه گری مالی نباشد ؛ زیرا ماهیت طبقه بندی اقلام صورت های مالی متفاوتی دارند.
- با توجه به محدودیت های ذکر شده، حجم جامعه آماری دارای این شرایط ۱۵۱ در هر سال بودند که با توجه به پایین بودن حجم جامعه کل آن به عنوان حجم نمونه انتخاب شد.

## ۱-۹) ابزارهای (روش) گردآوری دادهها (اطلاعات) و تجزیه و تحلیل دادهها

بخشی از تحقیق که برای تدوین مبانی نظری بوده است از طریق روش کتابخانه ای یعنی مطالعه کتب، مقالات و پایان نامه ها انجام گرفته است.

بخشی نیز که در ارتباط با متغیرها می باشد از طریق روش میدانی یعنی استفاده از لوح فشرده و نرم افزارهای موجود استخراج شده است منبع مورد استفاده برای جمع آوری داده های مورد نیاز صورتهای مالی شرکتها بوده است. داده های جمع آوری شده از طریق نرم افزار Excel اصلاح و طبقه بندی شده و تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نسخه ۷ نرم افزار Eviews انجام می گیرد.

اطلاعات صورتهای مالی نیز از طریق پایگاههای زیر تامین می گردد :

۱- نرم افزار اطلاعاتی تدبیر پرداز و رهاورد نوین.

۲- صورتهای مالی حسابرسی شده شرکتهای پذیرفته شده در بورس که نزد کتابخانه سازمان بورس تهران موجود است.

۳- بانک اطلاعاتی جامع شرکتهای پذیرفته شده در بورس (سایت اینترنتی سازمان بورس تهران).

## ۱-۱۰) تعریف اصطلاحات کلیدی

**وجه نقد حاصل از عملیات<sup>۱</sup>**: به آن دسته از جریانهای ورودی و خروجی وجه نقد اطلاق می گردد که از فعالیتهای عملیاتی شرکت ناشی گردد همچنین آن دسته از جریانهای نقدی که ماهیتاً به طور مستقیم قابل ارتباط به سایر طبقات جریانهای نقدی صورت جریان وجه نقد نباشند، به عنوان وجه نقد حاصل از عملیات محسوب می گردند.

**سود عملیاتی<sup>۲</sup>**: سود ناشی از فعالیتهای عادی عملیاتی شرکت که بر مبنای تعهدی شناسایی گردیده است.

**بازده سهام<sup>۳</sup>**: کل عایدی است که یک سرمایه گذار در طول یک دوره سرمایه گذاری به دست می آورد.

**نابرابری اطلاعاتی<sup>۴</sup>**: زمانی پیش می آید که یکی از طرفهای معامله نسبت به دیگری اطلاعات بیشتری دارد (از این دیدگاه دارای مزیت است) هنگامی که چنین وضعیتی وجود داشته باشد، می گویند که سیستم اقتصادی از دیدگاه اطلاعات نامتقارن است دو نوع عمده اطلاعات نامتقارن به صورت ذیل است:

**گزینهش نادرست<sup>۵</sup>**: گونه ای از اطلاعات نامتقارن است که در یک سیستم اقتصادی یک یا چند نفر از طرفهای قرارداد یا معامله بالقوه نسبت به طرف دیگر دارای مزیت اطلاعاتی است.

<sup>۱</sup> Operating Cash Flow

<sup>۲</sup> Operating Earning

<sup>۳</sup> Stock Return

<sup>۴</sup> Information Asymmetry

**خطر اخلاقی**<sup>۵</sup> : نوعی از اطلاعات نامتقارن می باشد که از این دیدگاه یک یا چند نفر از طرف قرارداد و معامله بالقوه می تواند شاهد انجام شدن خواسته های در معامله باشند، ولی طرف دیگر نمی تواند شاهد چنین رخدادی باشد.

**مربوط بودن**<sup>۶</sup> : اطلاعاتی مربوط تلقی می شوند که بر تصمیمات اقتصادی استفاده کنندگان در ارزیابی رویدادهای گذشته، حال یا آینده یا تأیید یا تصحیح ارزیابیهای گذشته آنها موثر واقع شود .


---

<sup>۵</sup> Adverse Selection

<sup>۶</sup> Moral Hazard

<sup>۷</sup> the Relative





فصل دوم  
مبانی نظری و پیشینه تحقیق

## ۲-۱) مقدمه

یک ایده پذیرفته شده این است که نقش مدیران، حداکثر کردن ثروت سهامداران از طریق تخصیص بهینه منابع است به منظور عملیاتی کردن این هدف، ثروت سهامداران از گذشته یا از طریق معیارهای استاندارد حسابداری (مثل سود عملیاتی، سود خالص عملیاتی) مورد ارزیابی قرار گرفته یا نسبت‌های مالی (سود هر سهم، بازده کل دارایی‌ها، بازده حقوق صاحبان سهام)، نمایانگر عملکرد شرکت‌ها بود بنابراین، مدیران و سهامداران و سایر افراد ذینفع، از این گونه اطلاعات صورتهای مالی برای ارزیابی و پیش‌بینی عملکرد جاری و آتی استفاده می‌کنند علاوه بر این، بر اساس فرضیات بازارهایی با کارایی نیمه قوی، اطلاعات در دسترس موجود در این متغیرها، به راحتی توسط بازار تقسیم می‌شود و به موجب آن در قیمت‌های آتی سهام منعکس می‌شود (نوروش و حیدری، ۱۳۸۳).

ثروت صاحبان سهام به دو عامل بستگی دارد: ریسک و بازده. افزایش ثروت سهامداران، یعنی بازده مثبت سهام عادی، به دو روش صورت می‌پذیرد: ۱) دریافت سود سهام و ۲) افزایش قیمت سهام عادی از طرف دیگر، کاهش قیمت سهام عادی در بازار به معنی بازدهی منفی (برای سهام) است (جهانخانی و پارسایان، ۱۳۷۳).

لی<sup>۱</sup> (۱۹۹۶)، با بحث اینکه جستجوی معیاری برای ارزیابی شرکت، یک ویژگی کلیدی مدیریت مالی تجربی معاصر است، می‌گوید: سالهاست که سرمایه‌گذاران و مدیران شرکت‌ها به دنبال یک معیار اندازه‌گیری هستند تا از طریق آن بتوانند ثروت سهامداران را به موقع و به طور قابل اتکایی اندازه‌گیری نمایند با وجود چنین معیاری، سرمایه‌گذاران می‌توانند امنیت وام‌های خود را بسنجند و مدیران می‌توانند سودآوری کارخانجات، بخش‌ها و شرکت‌های خود را نظارت کنند. وجوه نقد از منابع مهم و حیاتی هر واحد اقتصادی است در بسیاری از تصمیمات مالی، مدل‌های ارزش‌گذاری اوراق بهادار، روش‌های ارزیابی طرح‌های سرمایه‌ای و ... ، جریان نقدی نقش محوری دارند همچنین، استفاده از جریان‌های نقدی عملیاتی آتی در تحلیل‌های جدید مالی نیز رو به افزایش است (تقفی و هاشمی، ۱۳۸۳).

سود، محصول نهایی فوآیند حسابداری است که گروه‌های مختلف مانند سهامداران، سرمایه‌گذاران، مدیریت، کارکنان و دولت از آن به عنوان شاخص عملکرد واحد اقتصادی استفاده می‌کنند تأکید بر سود، چنان گسترش یافته که گاهی سود خالص به عنوان شاخص نحوه عملیات یک واحد اقتصادی معرفی می‌شود چنین توجیه جانبدارانه‌ای می‌تواند مورد چالش قرار گیرد، چرا که سود به صورت بالقوه می‌تواند دستکاری شود از سوی دیگر، صورت سود و زیان، عملیات تاریخی را گزارش می‌کند، در حالی که مربوط بودن اقلام مالی با ارزش پیش‌بینی آن مشخص می‌شود (بهرامفر و شمس‌عالم، ۱۳۸۳).

در این فصل، ابتدا مباحث تئوریک در مورد متغیرهای تحقیق، مورد بررسی قرار می‌گیرد و سپس سوابق تحقیق بیان می‌گردد.

## ۲-۲) مفهوم بازده

بازده در فرآیند سرمایه گذاری نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود. بازده ناشی از سرمایه گذاری برای سرمایه گذاران حائز اهمیت است، برای اینکه تمامی بازی سرمایه گذاری به منظور کسب بازده صورت می گیرد یک ارزیابی از بازده، تنها راه منطقی (قبل از ارزیابی ریسک) است که سرمایه گذاران می توانند برای مقایسه سرمایه گذاری های جایگزین و متفاوت از هم انجام دهند.

## ۳-۲) دیدگاه مطرح در مورد بازده سهام

(۱) بازده سهام از دیدگاه سرمایه گذار (سهامدار)

(۲) بازده سهام از دیدگاه شرکت

۲-۳-۱) بازده سهام از دیدگاه سرمایه گذار (سهامدار)

بازده سرمایه گذاری در سهام عادی در یک دوره معین با توجه به قیمت اول و آخر دوره و منافع حاصل از مالکیت، بدست می آید. منافع حاصل از مالکیت در دوره هایی که شرکت مجمع برگزار کرده باشد به سهامدار تعلق می گیرد و در دوره هایی که مجمع برگزار نشده باشد منافع مالکیت، برابر صفر خواهد بود. بازده سرمایه گذاری در سهام با استفاده از رابطه زیر قابل محاسبه است (راعی و تلنگی، ۱۳۸۳).

$$r_{it} = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D_t}{P_{t-1}} \times 100 \quad (۲-۱)$$

$P_t$  = قیمت سهم در پایان دوره  $t$ .

$P_{t-1}$  = قیمت سهم در ابتدای دوره  $t$  یا پایان دوره  $t-1$ .

$D_t$  = منافع حاصل از مالکیت سهام که در دوره  $t$  به سهامدار تعلق گرفته است.

منافع حاصل از مالکیت ممکن است به شکلهای مختلفی به سهامداران پرداخت شود که عمده ترین آنها عبارتند از:

- ✓ سود نقدی
- ✓ افزایش سرمایه از محل اندوخته (سهام جایزه)
- ✓ افزایش سرمایه از محل مطالبات و آورده نقدی
- ✓ تجزیه سهام
- ✓ تجمیع سهام

۲-۳-۲) بازده سهام از دیدگاه شرکت

$$\text{بازده هر سهم} = \frac{\text{تغییر قیمت همان سهم} + \text{سود نقدی هر سهم}}{\text{قیمت اول دوره همان سهم}}$$

این نسبت را می‌توان به دو قسمت به صورت زیر تجزیه کرد

$$\text{بازده هر سهم} = \frac{\text{سود نقدی هر سهم}}{\text{قیمت اول دوره سهم}} + \frac{\text{تغییر قیمت هر سهم}}{\text{قیمت اول دوره سهم}}$$

که در این صورت به نسبت سمت راست «بازده عواید سرمایه ای» و به نسبت سمت چپ «بازده سود نقدی» سهام گفته می‌شود. بطور کلی شرکت‌هایی که در پی رشد هستند، بازده سود نقدی بالا، کمتر پیشنهاد می‌شود و انتظار می‌رود که این شرکتها دارای بازده عواید سرمایه ای بالاتری باشند اما از شرکت‌هایی که دارای دیدگاه رشد نیستند انتظار می‌رود بازده سود سهام بالاتری نسبت به بازده عواید سرمایه‌ای داشته باشند (افشاری، ۱۳۷۸).

## ۲-۴) عوامل موثر بر بازدهی

تا به حال، در مورد عوامل مختلف تاثیرگذار بر بازده مورد انتظار سهام، پژوهش‌های متعددی انجام پذیرفته است هر یک از این تحقیقات سعی کرده اند که به بررسی یک یا چند عامل موثر بر بازده مورد انتظار سهام پردازند از جمله این عوامل اطلاعات حسابداری، ارزش بازار، اهرم، نسبت درآمد هر سهم به قیمت هر سهم، اندازه شرکت و نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار را می‌توان نام برد.

### ۲-۴-۱) نقش اطلاعات حسابداری در تبیین بازده سهام

امروزه نظریه قابلیت پیش بینی بازده سهام در مدیریت مالی به عنوان یک فرضیه مورد پذیرش قرار گرفته است یکی از اهداف اطلاعات حسابداری کمک به استفاده کنندگان در پیش بینی جریان های نقد ورودی آتی به واحد تجاری و به تبع آن پیش بینی بازده سرمایه گذاری است بخشی از متغیرهای تاثیرگذار بر بازده سهام شرکت ها در بازار سهام ناشی از اطلاعات مالی است که از طریق سیستم حسابداری تهیه می شود میزان تاثیر این اطلاعات بسیار پیچیده و تا حدی ناشناخته است. محیط اقتصادی دربرگیرنده تمام عوامل موثر بر استفاده کنندگان، سیستم حسابداری و بازارهای سرمایه است در این محیط تمام اجزاء با هم در ارتباط بوده و بر هم تاثیر متقابل دارند یکی از مزایای شناخت محیط اقتصادی، شناسایی استفاده کنندگان بالقوه از اطلاعات حسابداری و اولویت بندی نیازهای آنهاست با توجه به اینکه بازار به عنوان بخشی از محیط اقتصادی دربرگیرنده هر نوع سلیقه‌ای است، بنابراین می‌تواند به صورت