



بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

به نام خدا

وزارت علوم، تحقیقات و فناوری

دانشگاه بین‌المللی امام خمینی



IMAM KHOMEINI  
INTERNATIONAL UNIVERSITY

دانشکده علوم اجتماعی

اقلام تعهدی، جریان های نقدی و بازده کل سهام

در بورس اوراق بهادار تهران

پایان نامه جهت اخذ درجه کارشناسی ارشد در رشته حسابداری

دانشجو: سیده مهناز حسینی پاکدامن

استاد راهنما: دکتر حمید حقیقت

استاد مشاور: دکتر محمدحسین قائمی

زمستان ۱۳۹۰

تقدیم بہ پدر، مادر و محترم عزیزو

فداکارم

## حکیده پژوهش

هدف این پژوهش تعیین عوامل موثر بر بازده کل بازار سهام است تا بتوان معیار مناسبی برای پیش بینی آن فراهم نمود. نتایج پژوهش های انجام شده نشانگر آن است که اقلام تعهدی و جریان های نقدی بر تعیین بازده سهام، موثرند؛ به گونه ای که اقلام تعهدی دارای ارتباط معکوس و جریان های نقدی دارای ارتباط مستقیم با بازده سهام هستند.

سوال اصلی این پژوهش عبارت از این است که آیا دامنه ی تاثیرات اقلام تعهدی و جریان های نقدی در پیش بینی بازده سهام شرکتها، کل بازار سهام را نیز فرا می گیرد یا خیر. به منظور پاسخگویی به این سوال ها ۳ فرضیه مطرح نمودیم: ۱- بین اقلام تعهدی و بازده کل سهام رابطه معکوس وجود دارد. ۲- بین جریانهای نقدی و بازده کل سهام رابطه مستقیم وجود دارد و ۳- بین اقلام تعهدی و بازده کل سهام رابطه معکوس و بین جریانهای نقدی و بازده کل سهام رابطه مستقیم و به طور همزمان وجود دارد. پس از مطالعه ادبیات نظری و پیشینه تحقیق، فرضیه های تحقیق با استفاده از اطلاعات ۳,۴۹۹ سال- شرکت در بازه زمانی ۱۳۷۱ الی ۱۳۸۹ و به کمک روش تحلیل رگرسیونی چندمتغیره، در قالب سه مدل مورد آزمون قرار گرفته اند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که بر خلاف ارتباط معکوس اقلام تعهدی و بازده سهام برای هر شرکت، اقلام تعهدی کل بازار سهام پیش بینی کننده مثبت بازده کل سهام است. به علاوه همانطور که جریان های نقدی یک شرکت پیش بینی کننده مثبت بازده آتی آن شرکت است، جریانهای نقدی کل بازار نیز پیش بینی کننده مثبت بازده کل سهام است. به عبارت دیگر می توان بازده آتی کل سهام بورس اوراق بهادار تهران را با توجه به توضیح دهندگی عوامل موثر بر آن، پیش بینی نمود.

## فهرست مطالب

۲	چکیده پژوهش.....
۸	فصل ۱. کلیات پژوهش .....
۸	۱,۱. مقدمه.....
۸	۱,۲. بیان مسئله.....
۹	۱,۳. سوال های پژوهش.....
۱۰	۱,۴. فرضیه های پژوهش.....
۱۰	۱,۵. اهمیت و ضرورت پژوهش.....
۱۱	۱,۶. روش انجام پژوهش.....
۱۱	۱,۶,۱. روشهای گردآوری اطلاعات.....
۱۱	۱,۶,۲. قلمرو پژوهش.....
۱۲	۱,۶,۳. جامعه آماری.....
۱۲	۱,۶,۴. نمونه آماری.....
۱۲	۱,۷. تعریف واژه ها و اصطلاحات پژوهش.....
۱۳	۱,۸. ساختار پژوهش .....
۱۵	فصل ۲. ادبیات نظری و پیشینه پژوهش .....
۱۵	۲,۱. مقدمه.....
۱۵	۲,۲. ادبیات نظری.....
۱۶	۲,۲,۱. کلیاتی درباره ی بازده سهام و اجزای سود حسابداری (اقلام تعهدی و جریان های نقدی).....
۱۶	۲,۲,۱,۱. بازده سهام شرکت ها.....
۱۸	۲,۲,۱,۲. بازده شاخص بورس اوراق بهادار تهران.....
۱۹	الف) شاخص کل قیمت.....
۱۹	ب) شاخص قیمت و بازده نقدی.....
۱۹	۲,۲,۱,۳. عوامل موثر بر بازده سهام.....
۲۰	۱- عوامل کلان (برون زا).....
۲۱	۲- عوامل خاص صنعت.....

۳-	عوامل مربوط به شرکت.....	۲۱
۴-	عوامل کیفی.....	۲۲
۲,۲,۱,۴	نقش اطلاعات حسابداری در پیش بینی بازده سهام.....	۲۲
۲,۲,۱,۵	اقدام تعهدی و جریان های نقدی.....	۲۳
۲,۲,۲	ارتباط بازده سهام با اقدام تعهدی و جریان های نقدی در سطح شرکت ها و توجه آنها.....	۲۴
۲,۲,۳	ارتباط بازده کل سهام با اقدام تعهدی و جریان های نقدی (در سطح کل بازار).....	۲۵
۲,۳	پیشینه پژوهش.....	۲۸
۲,۳,۱	مطالعات صورت گرفته در خصوص ارتباط بازده سهام با یکی از متغیرهای اقدام تعهدی و یا جریان های نقدی.....	۲۸
۲,۳,۱,۱	مطالعات انجام شده در خارج از کشور.....	۲۸
۲,۳,۱,۲	مطالعات انجام شده در داخل کشور.....	۲۹
۲,۳,۲	مطالعات صورت گرفته در خصوص ارتباط بازده سهام با هر دو متغیر اقدام تعهدی و جریان های نقدی.....	۳۰
۲,۳,۲,۱	مطالعات انجام شده در خارج از کشور.....	۳۰
۲,۳,۲,۲	مطالعات انجام شده در داخل کشور.....	۳۱
۲,۳,۳	مطالعات صورت گرفته در خصوص ارتباط بازده سهام با هر دو متغیر اقدام تعهدی و جریان های نقدی در سطح کل بازار سهام.....	۳۳
۲,۳,۴	خلاصه فصل.....	۳۴
۳	روش تحقیق.....	۳۹
۳,۱	مقدمه.....	۳۹
۳,۲	بیان مساله و تدوین فرضیه های پژوهش.....	۳۹
۳,۳	قلمرو پژوهش.....	۴۰
۳,۴	جامعه آماری.....	۴۱
۳,۵	نمونه آماری و روش نمونه گیری.....	۴۱
۳,۶	روش گردآوری اطلاعات.....	۴۱
۳,۷	متغیرهای پژوهش و روش استخراج آنها از داده های خام.....	۴۲
۳,۷,۱	متغیر وابسته.....	۴۲
۳,۷,۲	متغیرهای مستقل.....	۴۴

۴۴	متغیرهای کنترلی.....	۳,۷,۳
۴۷	مدل های مرتبط با فرضیه های پژوهش.....	۳,۸
۴۸	روش تجزیه و تحلیل داده ها.....	۳,۹
۴۸	خلاصه فصل سوم.....	۳,۱۰
۵۱	تجزیه و تحلیل داده ها.....	۴
۵۱	مقدمه.....	۴,۱
۵۱	توصیف متغیرهای پژوهش.....	۴,۲
۵۴	تحلیل همبستگی.....	۴,۳
۵۷	یافته های پژوهش.....	۴,۴
۵۷	تحلیل چند متغیره.....	۴,۴,۱
۵۷	یافته های پژوهش در سطح کل بازار.....	۴,۴,۱,۱
۵۷	نتایج آزمون فرضیه ارتباط معکوس اقلام تعهدی کل بازار سهام با بازده کل بازار سهام.....	۴,۴,۱,۱,۱
۶۱	نتایج آزمون فرضیه رابطه مستقیم جریانهای نقدی کل بازار سهام با بازده کل بازار سهام.....	۴,۴,۱,۱,۲
۶۵	نتایج آزمون فرضیه ارتباط همزمان اقلام تعهدی و جریانهای نقدی کل بازار سهام با بازده کل.....	۴,۴,۱,۱,۳
۶۷	یافته های پژوهش در سطح صنایع عمده.....	۴,۴,۱,۲
۶۷	یافته های پژوهش در صنعت فلزات اساسی.....	۴,۴,۱,۲,۱
۶۷	یافته های پژوهش در صنعت خودرو و قطعات.....	۴,۴,۱,۲,۲
۷۱	یافته های پژوهش در صنعت سیمان.....	۴,۴,۱,۲,۳
۷۱	یافته های پژوهش در صنعت شیمیایی.....	۴,۴,۱,۲,۴
۷۱	یافته های پژوهش در سایر صنایع.....	۴,۴,۱,۲,۵
۷۷	خلاصه فصل چهارم.....	۴,۵
۷۹	خلاصه تحقیق، نتیجه گیری و پیشنهادها.....	۵
۷۹	مقدمه.....	۵,۱
۷۹	خلاصه موضوع و روش پژوهش.....	۵,۲
۷۹	خلاصه یافته های پژوهش.....	۵,۳
۸۰	سطح کل بازار سهام.....	۵,۳,۱



۵,۳,۱,۱	خلاصه یافته های حاصل از آزمون فرضیه اول	۸۰
۵,۳,۱,۲	خلاصه یافته های حاصل از آزمون فرضیه دوم	۸۱
۵,۳,۱,۳	خلاصه یافته های حاصل از آزمون فرضیه سوم	۸۱
۵,۳,۲	خلاصه یافته ها در سطح صنایع عمده	۸۲
۵,۳,۳	بررسی تطبیقی نتایج پژوهش با پژوهش مشابه خارجی	۸۲
۵,۴	محدودیت های پژوهش	۸۳
۵,۵	پیشنهادها	۸۴
۵,۵,۱	پیشنهادهای پژوهش	۸۴
۵,۵,۲	پیشنهادهایی برای پژوهش های آتی	۸۵
۵,۶	خلاصه فصل پنجم	۸۵
	منابع	۸۶
	منابع فارسی	۸۶
	منابع انگلیسی	۸۶
	جداول پیوست	۸۹

# فصل اول

## کلیات پژوهش

## فصل ۱. کلیات پژوهش

### ۱.۱. مقدمه

تحلیل گران اقتصادی همواره تلاش های زیادی برای مطالعه ی کل بازار می نمایند تا بتوانند در جهت پیش بینی و اتخاذ سیاست های مناسب در آینده و همچنین تصحیح سیاست ها و تصمیم های اقتصادی گذشته گام بردارند. بازده شاخص بورس اوراق بهادار نیز در کانون توجه دولتمردان، تحلیل گران مالی و اقتصادی و سایر افراد است و به عنوان شاخص ارزیابی عملکرد و ابزاری مناسب جهت تصمیم گیری، مورد توجه قرار می گیرد. با توجه به اهمیت موضوع باید بتوان معیارهای مناسبی جهت پیش بینی بازده های شاخص بورس در اختیار استفاده کنندگان آن قرار داد. هرچند مطالعات گسترده و سودمندی جهت پیش بینی بازده سهام شرکتها صورت گرفته است اما تا کنون اقدامی جهت پیش بینی بازده کل سهام (بازده شاخص بورس) نشده است. در این پژوهش بررسی می کنیم که آیا روابط کشف شده میان بازده و متغیرهای توضیح دهنده آن در سطح شرکت ها، در سطح کل بازار سهام نیز وجود دارند یا خیر.

### ۱.۲. بیان مسئله

بازده کل سهام در بورس اوراق بهادار، همواره مورد توجه تصمیم گیرندگان اقتصادی و مالی است. این شاخص نشان دهنده بازدهی کل بازار سهام است و کارشناسان مالی و اقتصادی جامعه توجه زیادی به این شاخص دارند. آنها با استفاده از بازده کل سهام در بورس اوراق بهادار به تحلیل وضعیت و ارزیابی عملکرد می پردازند.

بازده سهام معمولاً از دو قسمت تشکیل می شود: بازده ناشی از سود دریافتی و بازده ناشی از تغییرات قیمت. علاوه بر اینکه بخشی از بازده سهام را سود دریافتی سهامداران تشکیل می دهد، سود نشانه ای است که موجب تغییر باورهای سرمایه گذاران می شود و تغییر قیمت اوراق بهادار نیز معیار قابل مشاهده ای از تغییر نظام مند باورهای سرمایه گذاران است که تحت تأثیر محتوای اطلاعاتی سودهای حسابداری تغییر یافته است. سود حسابداری بر مبنای تعهدی شناسایی و گزارش می شود و طبق رویکرد هیلی (۱۹۸۵) و اسلوان (۱۹۹۶)، به جریان های نقدی و اقلام تعهدی تقسیم می شود. به همین دلیل جهت پیش بینی بازده، به بررسی ارتباط اجزای سود حسابداری شامل اقلام تعهدی و جریان های نقدی با بازده سهام، می پردازند.

از جمله تحقیقاتی که در سطح شرکتها به پیش بینی بازده سهام از طریق اجزای سود حسابداری پرداخته است، توسط اسلوان (۱۹۹۶) انجام شده است. وی ارتباط معکوسی بین بازده سهام و جزء تعهدی سود کشف نمود. به علاوه دی سای (۱۹۹۶) و همکاران، همانند پینوس و همکارانش (۱۹۹۶) بین جریانهای نقدی به عنوان جزء دیگر سود و بازده رابطه مستقیم مشاهده نمودند. اما همانطور که گفته شد، این روابط تنها در سطح شرکتها کشف شده است و وجود روابط مذکور در سطح کل بازار بررسی نشده است.

می دانیم که بین شرایط اقتصاد کلان و شرایط حاکم بر شرکتها تعامل هایی برقرار است. به عنوان مثال افزایش کل تقاضا در کل سیکل تجاری می تواند منجر به افزایش خرید از شرکتها شود و این امر به صورت افزایش در حسابهای دریافتی پدیدار می شود. یا هنگامی که اعتماد به مصرف کننده زیاد است یا هنگامی که شرایط اعتباری آسانی در جامعه حکمفرماست، ممکن است مصرف کنندگان خرید اعتباری بیشتری انجام دهند و به این ترتیب با افزایش حسابهای دریافتی شرکتها، بر ارقام تعهدی شرکتها اثرگذار باشند. یا اینکه وقتی شرکتها بر اساس شرایط اقتصادی، افزایش تقاضا در آینده را پیش بینی می نمایند، موجودی کالای خود را افزایش می دهند و بدین ترتیب اثر مستقیم و مثبتی را بر ارقام تعهدی شرکت به وجود می گذارند. با توجه به وجود چنین تعامل هایی، آیا می توان گفت روابط کشف شده در سطح یک شرکت، در سطح کل بازار نیز وجود دارند؟ به عبارت دیگر آیا همانطور که در سطح شرکتها می توان از ارقام تعهدی و جریانهای نقدی جهت پیش بینی بازده های آتی استفاده کرد، در سطح کل بازار سهام نیز ارقام تعهدی و جریان های نقدی می توانند معیار های مناسبی برای پیش بینی بازده های آتی کل سهام باشند و معیارهای مناسبی برای ارزیابی بازده سهام در اختیار سرمایه گذاران و تحلیل گران اقتصادی قرار دهند؟ این سوال پرسش اصلی پژوهشی است که در ادامه به توضیح بیشتر آن می پردازیم.

### ۱.۳. سوال های پژوهش

بر اساس یافته های اسلوان (۱۹۹۶) ارقام تعهدی پیش بینی کننده منفی بازده سهام است. به علاوه دی سای و همکاران (۱۹۹۶) همانند پینوس و همکارانش (۱۹۹۶) معتقدند که جریانهای نقدی به عنوان جزء دیگر سود، پیش بینی کننده مثبت بازده است. هدف اصلی پژوهش حاضر بررسی این موضوع است که آیا نتایج حاصل شده در سطح شرکتها به سطح کل نیز عمومیت می یابد؟ آیا می توان از طریق اجزای سود حسابداری (ارقام تعهدی و جریان های نقدی) شرکتها، بازده شاخص بورس را پیش بینی نمود؟ بنابراین در این پژوهش به دنبال یافتن پاسخ سوالات زیر هستیم:

- ۱- آیا در سطح بازار بین اقلام تعهدی و بازده کل سهام رابطه وجود دارد؟
- ۲- آیا در سطح بازار بین جریانهای نقدی و بازده کل سهام رابطه وجود دارد؟  
به منظور کسب آگاهی بیشتر، سنجش توانایی اقلام تعهدی و جریانهای نقدی در پیش بینی بازده در سطح صنایع مختلف نیز موضوعی با اهمیت و جالب خواهد بود:
- ۳- آیا بین اقلام تعهدی و بازده سهام در سطح صنایع رابطه وجود دارد؟
- ۴- آیا بین جریان های نقدی با بازده سهام در سطح صنایع رابطه وجود دارد؟

### ۱,۴. فرضیه های پژوهش

- به منظور پاسخ دادن به سوالات فوق سه فرضیه به صورت زیر طراحی شده است:
- ۱- بین اقلام تعهدی و بازده کل سهام رابطه معکوس وجود دارد.
  - ۲- بین جریانهای نقدی و بازده کل سهام رابطه مستقیم وجود دارد.
  - ۳- بین اقلام تعهدی و بازده کل سهام رابطه معکوس و بین جریانهای نقدی و بازده کل سهام رابطه مستقیم و به طور همزمان وجود دارد.
- فرضیه های بالا در سطح بازار و در سطح صنایع عمده، در بورس اوراق بهادار تهران مطرح شده و مورد آزمون قرار می گیرد.

### ۱,۵. اهمیت و ضرورت پژوهش

بازده شاخص بورس در بسیاری از تصمیم گیری های مالی و اقتصادی نقش اساسی ایفا می نماید. بازده کل که از طریق شاخص تدپیکس محاسبه می شود، از معیارهای اصلی ارزیابی عملکرد در بورس اوراق بهادار به شمار می رود و همواره مورد توجه فعالان عرصه های مذکور است. تحلیل گران اقتصادی همواره تلاش های زیادی برای مطالعه ی بازده کل بازار می نمایند تا بتوانند در جهت پیش بینی و اتخاذ سیاست های مناسب در آینده و همچنین تصحیح سیاست ها و تصمیم های اقتصادی گذشته گام بردارند. بنابراین هر اقدامی که بتواند افراد را در پیش بینی صحیح بازدهی کل سهام یاری رساند، ارزشمند است.

اگرچه مطالعات گسترده و سودمندی جهت پیش بینی بازده از طریق سود شرکتها و اجزای آن (سود تعهدی و نقدی) صورت گرفته است، اما جهت پیش بینی بازده کل سهام تا کنون اقدامی صورت نگرفته است. با توجه به تاثیر متقابل بازار و شرکت ها، باید تعمیم یافتن نتایج کسب شده در سطح شرکت ها را در سطح کل بازار سهام مورد آزمون قرار داد. چنانچه بتوانیم روابط معنی داری بین

جریانهای نقدی و اقلام تعهدی کل بازار سهام با بازده کل بازار سهام بیاییم، گام ارزشمندی در جهت پیش بینی بازده کل برداشته ایم. یافته های این تحقیق می تواند سرمایه گذاران و تحلیل گران را در ارزیابی بهتر وضعیت بورس اوراق بهادار یاری دهد و منجر به اتخاذ تصمیمات معقول و آگاهانه تری در سطح کلان گردد.

## **۱,۶. روش انجام پژوهش**

پژوهش حاضر از نوع پژوهش ها پس رویدادی و روش آن تحلیل رگرسیون است. به منظور تجزیه و تحلیل داده های آماری پژوهش حاضر، ابتدا داده های خام از اسناد موجود استخراج و جداول اولیه تشکیل می شود. سپس داده ها با استفاده از فرمول های مربوط و مناسب به متغیرهای پژوهش تبدیل شده و با استفاده از نرم افزارهای آماری در دو بخش توصیفی و استنباطی مورد تجزیه و تحلیل قرار می گیرد. بدین منظور از نرم افزارهای اکسل، اکسس و ای ویوز استفاده می شود.

## **۱,۶,۱. روشهای گردآوری اطلاعات**

در این پژوهش برای جمع آوری اطلاعات و داده ها از روش کتابخانه ای استفاده شده است. اطلاعات مربوط به بخش پیشینه و تدوین چارچوب نظری، از طریق کتابخانه وجستجوی مجلات الکترونیکی و اطلاعات مربوط به صورت های مالی شرکت ها از طریق نرم افزار ره آورد نوین و پایگاه های اینترنتی بورس اوراق بهادار تهران جمع آوری شده است. جهت جمع آوری اطلاعاتی نظیر نرخ تورم، سود سپرده های کوتاه مدت و بلند مدت بانکی، نرخ اوراق مشارکت و سایر موارد از پایگاه های اینترنتی بانک مرکزی جمهوری اسلامی ایران استفاده شده است.

پس از جمع آوری کلیه داده های مورد نیاز، محاسبات لازم بر روی داده های جمع آوری شده با استفاده از نرم افزار اکسل و اکسس انجام می شود و طبقه بندی های لازم صورت می پذیرد. در نهایت داده ها وارد نرم افزار ای ویوز می شوند. تجزیه و تحلیل نهایی نیز به کمک نرم افزار ای ویوز انجام خواهد شد.

## **۱,۶,۲. قلمرو پژوهش**

**قلمرو مکانی:** شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران.

**قلمرو زمانی:** در تحقیق حاضر از اطلاعات ۱۹ ساله (۱۳۷۱-۱۳۸۹) استفاده شده است.

**قلمرو موضوعی:** بررسی ارتباط بین بازده کل سهام و اجزای سود حسابداری (اقلام تعهدی و

جریان های نقدی) کل بازار سهام.

### ۱,۶,۳. جامعه آماری

تمامی شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران که در قلمرو زمانی تحقیق در بورس حضور داشته اند جامعه ی آماری را تشکیل می دهند.

### ۱,۶,۴. نمونه آماری

پژوهش حاضر شرکت هایی را در بر می گیرد که دوره ی مالی آنها به پایان اسفند ماه هر سال ختم شده و داده های مورد نیاز این پژوهش در مورد آنها در دسترس باشد. شرکت هایی که بیش از شش ماه در سال وقفه معاملاتی داشته اند از نمونه آماری این پژوهش مستثنی شده اند.

### ۱,۷. تعریف واژه ها و اصطلاحات پژوهش

• **بازده کل سهام:** عبارت است از تغییرات شاخص بازدهی یا همان شاخص قیمت و بازده نقدی (تدپیکس) در بورس اوراق بهادار تهران، تقسیم بر تدپیکس ابتدای دوره. در این پژوهش اقدام به محاسبه این متغیر از طریق میانگین وزنی بازده سهام کل شرکت های نمونه نیز نمودیم. میانگین وزنی بر اساس ارزش بازار ابتدای سال شرکتها محاسبه می شود.

• **کل ارقام تعهدی در سال t:** عبارت است از میانگین وزنی ارقام تعهدی شرکتها در سال t. ارقام تعهدی شرکتها در سال t بدین صورت محاسبه می گردد: تغییرات در داراییهای جاری غیر نقد منهای تغییرات در بدهی های جاری بجز تغییرات در حصه جاری بدهی بلند مدت و تغییرات در مالیات پرداختی و هزینه های استهلاک، تقسیم بر دارایی های اول دوره.

• **کل جریان های نقدی در سال t:** عبارت است از میانگین وزنی حاصل تفاضل سود عملیاتی پس از کسر استهلاک و ارقام تعهدی شرکتها در سال t

جهت محاسبه ی میانگین وزنی متغیرها از ارزش بازار سهام استفاده می شود. ارزش بازار سهام در زمان t عبارت است از حاصل ضرب قیمت بازار سهام در آخر دوره و تعداد سهام منتشره. به منظور محاسبه ی میانگین وزنی متغیرها، برای هر شرکت، متغیر مدنظر در ارزش بازار سهام آن شرکت ضرب می شود. سپس عدد حاصل کلیه شرکتها با هم جمع می شوند و بر حاصل جمع ارزش بازار کلیه شرکتها تقسیم می شود.

• **صنایع عمده:** صنایعی که ارزش بازار شرکت های زیرمجموعه آن از میان سایر صنایع طی سال های مورد بررسی بیشترین باشد.

## ۱,۸ ساختار پژوهش

ساختار تحقیق حاضر به شرح ذیل است:

**فصل اول:** در این فصل کلیات پژوهش شامل مقدمه، بیان مسئله، سوال ها و فرضیه های پژوهش، روش انجام پژوهش، واژها و اصطلاحات و در نهایت ساختار پژوهش ارائه شده است.

**فصل دوم:** این فصل به مبانی نظری مرتبط با پژوهش و پیشینه پژوهش ها انجام شده در رابطه با موضوع پژوهش پرداخته است.

**فصل سوم:** در این فصل روش انجام تحقیق، تعاریف عملیاتی متغیرهای استفاده شده در مدل رگرسیون، نمونه و روش نمونه گیری، دوره زمانی و مکانی تحقیق و همچنین آماره ها و آزمونهای آماری مورد نیاز بیان شده است.

**فصل چهارم:** این فصل به تشریح نتایج آماری و نیز تجزیه و تحلیل فرضیات تحقیق پرداخته است.

**فصل پنجم:** در این فصل نیز نتیجه گیری تحقیق و همچنین پیشنهادات و محدودیت های تحقیق ارائه شده است.



## **فصل دوم**

### **ادبیات نظری و پیشینه پژوهش**

## فصل ۲. ادبیات نظری و پیشینه پژوهش

### ۲,۱. مقدمه

سرمایه گذاران و تحلیل گران اقتصادی، بازده کل سهام در بورس اوراق بهادار را به عنوان شاخصی ارزشمند جهت ارزیابی عملکرد مالی و ابزاری مناسب جهت تصمیم گیری می شناسند و از آن استفاده می نمایند. بر خلاف اهمیت زیاد بازده کل سهام در بورس اوراق بهادار، به منظور پیش بینی بازده کل، هیچ پژوهشی که در آن رابطه ی بازده کل سهام با سایر متغیرها سنجیده شود، انجام نشده است. البته بازده سهام شرکتها (و نه بازده کل بازار) در پژوهش ها زیادی به عنوان متغیر وابسته بررسی شده است. از جمله این پژوهش ها، پژوهش اسلوان در سال ۱۹۹۶ است. او دریافت ارقام تعهدی دارای رابطه ی منفی با بازده سهام است ولی رابطه ی جریانهای نقدی با بازده مثبتاست و سود نقدی در قیاس با سود تعهدی توان پیش بینی کنندگی بیشتری درباره ی بازده سهام دارد.

هرچند ارتباط متقابلی بین شرایط اقتصاد کلان و کل بازار با شرایط حاکم بر شرکتها برقرار است، اما بر اساس نتایج پژوهش مذکور نمی توان در مورد اینکه آیا بازده کل سهام در بورس اوراق بهادار نیز همانند بازده سهام در سطح شرکتها از اجزای نقدی و تعهدی سود پیروی می کند، نظر قطعی داد. با توجه به وجود تعاملات بین اقتصاد کلان و شرایط حاکم بر شرکت ها در این پژوهش می خواهیم با انجام آزمون هایی، بررسی کنیم که آیا روابط کشف شده برای شرکتها، در سطح کل بازار نیز وجود دارند؟ به عبارت دیگر آیا همانطور که در سطح شرکتها می توان از ارقام تعهدی و جریانهای نقدی جهت پیش بینی بازده های آتی استفاده کرد، در سطح کل بازار سهام نیز ارقام تعهدی و جریان های نقدی می توانند معیار های مناسبی برای پیش بینی بازده های آتی کل سهام باشند یا خیر.

در این فصل از پژوهش ابتدا به بررسی ادبیات نظری موجود در حیطه ی پژوهش می پردازیم و سپس مروری بر پیشینه ی پژوهش ها انجام شده خواهیم داشت.

### ۲,۲. ادبیات نظری

با توجه به اینکه پژوهشگران در پژوهش های گذشته نشان دادند که اجزای سود حسابداری شرکت ها (ارقام تعهدی و جریان های نقدی) توان توضیح دهندگی بازده سهام آنها را دارد؛ چارچوب کلی این تحقیق بر اساس این فرض است که روابط کشف شده میان بازده و اجزای سود حسابداری (ارقام تعهدی و جریان های نقدی) در سطح شرکت ها، در سطح کل بازار نیز وجود دارند و تفسیر رفتاری تاثیرات در سطح شرکت ها می تواند شواهد کسب شده در سطح کل بازار را نیز توضیح دهد.

بنابراین در ادامه ی این بخش، ابتدا کلیاتی درباره ی بازده سهام و اجزای سود حسابداری (اقلام تعهدی و جریان های نقدی) ارائه می شود. سپس روابط کشف شده بین بازده سهام با اقلام تعهدی و جریان های نقدی در سطح شرکت ها و فرضیه ی توجیهی آنها را بیان می کنیم. در نهایت با توجه به روابط کشف شده در سطح شرکت ها، به موضوع ارتباط بازده کل سهام با اقلام تعهدی و جریان های نقدی (در سطح کل بازار)، می پردازیم.

## **۲,۲,۱. کلیاتی درباره ی بازده سهام و اجزای سود حسابداری (اقلام تعهدی و جریان**

### **های نقدی)**

هدف سرمایه گذاران از سرمایه گذاری در سهام شرکتها، کسب بازده حداکثر است. تمامی فعالیت های سرمایه گذاری در راستای کسب بازده صورت می گیرد. بازده در فرآیند سرمایه گذاری، نیروی محرکی است که ایجاد انگیزه می کند و پاداشی برای سرمایه گذاران محسوب می شود. بازده سهام معمولاً از دو قسمت تشکیل می شود: بازده ناشی از سود دریافتی و بازده ناشی از تغییرات قیمت. در واقع کسب اطلاع از وضعیت بازدهی سهام، منوط به بررسی اطلاعات سود است. علاوه بر اینکه بخشی از بازده سهام را سود دریافتی سهامداران تشکیل می دهد، سود حسابداری نشانه ای است که موجب تغییر باورهای سرمایه گذاران می شود و تغییر قیمت اوراق بهادار نیز معیار قابل مشاهده ای از تغییر نظام مند باورهای سرمایه گذاران است که تحت تأثیر محتوای اطلاعاتی سودهای حسابداری تغییر یافته است. سود حسابداری بر مبنای تعهدی شناسایی و گزارش می شود. طبق رویکرد هیلی (۱۹۸۵)<sup>۱</sup> و اسلوان (۱۹۸۵)<sup>۲</sup>، سود به جریان های نقدی و اقلام تعهدی تقسیم می شود. به همین دلیل جهت پیش بینی بازده به بررسی ارتباط اجزای سود حسابداری (اقلام تعهدی و جریان های نقدی) با بازده سهام می پردازند. در ادامه به توضیح بیشتر هر یک از بازده سهام، اقلام تعهدی و جریان های نقدی می پردازیم.

با توجه به موضوع پژوهش، به توضیح بازده سهام در دو بخش بازده سهام شرکتها و بازده بورس سهام اوراق بهادار می پردازیم

## **۲,۲,۱,۱. بازده سهام شرکت ها**

سرمایه گذاران برای حداکثر کردن منافع خویش به دنبال پیش بینی بازده سهام هستند. بیشتر سرمایه گذاران بالفعل و بالقوه در تحلیل مالی و پیش بینی جریان های نقدی ورودی آتی به واحد تجاری و به تبع آن پیش بینی بازده سرمایه گذاری از اطلاعات حسابداری استفاده می کنند.

---

۱. Healy, P.

۲. Sloan, R.,

بازده معمولاً به صورت یک نسبت یا درصد نوشته شده و عبارت است از میزان عایدی ناشی از خرید و نگهداری دارایی نسبت به سرمایه گذاری اولیه انجام شده در آن دارایی. بازده سهام معمولاً از دو قسمت تشکیل می شود:

بازده ناشی از دریافت سود سهام (سود دریافتی): مهمترین جزء بازده سودی است که به صورت جریان های نقدی دوره سرمایه گذاری بوده و می تواند به صورت سود تقسیمی باشد. ویژگی ممتاز این دریافت ها این است که منتشر کننده سهام، وجوهی را به صورت نقدی به دارنده پرداخت می کند. بازده ناشی از تغییرات قیمت سهام (سود یا زیان سرمایه): دومین جزء مهم بازده، سود (زیان) سرمایه است. به این جزء که ناشی از افزایش (کاهش) قیمت دارایی است، سود (زیان) سرمایه می گویند.

مجموع این دو جزء بازده اوراق بهادار را تشکیل می دهد. بنابراین بازده اوراق بهادار شامل مجموع دو جزء سود دریافتی و تغییرات قیمت است. هر یک از این دو جزء می توانند صفر باشند یا تغییرات قیمت می تواند منفی باشد. در حالیکه سود دریافتی نمی تواند منفی باشد (تهرانی و نوربخش، ۱۳۸۹). بنا بر این برای محاسبه بازده سهام اطلاعات ذیل مورد نیاز است:

میزان سرمایه گذاری اولیه به منظور خرید سهم

قیمت بازار (فروش) سهام

دوره مشخص محاسبه بازده

ارزش عواید ناشی از نگهداری سهم، شامل سود نقدی دریافتی، سهام جایزه و حق تقدم خرید

سهام

بازده سهام شرکتهای نمونه در سال t:

$$R_{i,t} = [(P_{i,t} - P_{i,t-1}) + (P_{i,t-1})A + P_{i,t}B + D_{i,t}] / P_{i,t-1}$$

بطوریکه:

$P_{i,t}$ : قیمت سهام شرکت i در سال t

$D_{i,t}$ : سود نقدی مصوب شرکت i در سال t

$P_{i,t-1}$ : قیمت سهام شرکت i در سال t-1

A: درصد افزایش سرمایه از محل آورده نقدی یا مطالبات حال شده

B: درصد افزایش سرمایه از محل انباشته و اندوخته ها

۳. تهرانی، رضا و نوربخش، عسگر.