

## بررسی کاهش ارتباط بین سود عملیاتی، جریان های نقدی عملیاتی و بازده سهام با توجه به نوفه های بازار

محسن دستگیر

استاد دانشگاه شهید چمران اهواز

علی اصغر کیان ارثی

مریی حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد مبارکه

رحمان ساعدی\*

مریی حسابداری دانشگاه آزاد اسلامی واحد دولت آباد

### چکیده

در این پژوهش به بررسی کاهش ارتباط بین سود عملیاتی، جریان های نقدی عملیاتی و بازده سهام با توجه به نوفه های بازار در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته شده است. برای این منظور داده های ۱۰۴ شرکت پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران طی دوره ی زمانی ۱۰ ساله (۱۳۸۰-۱۳۸۹) بررسی شده است. برای آزمون فرضیه ها مدل های رگرسیون خطی برآورد شد. نتایج نشان می دهد که همبستگی بین بازده سال جاری و سود سال جاری با همبستگی بین بازده سال جاری و سود سال بعد، هنگامی که نوفه در بازده سهام عامل اصلی کاهش موقتی در ارتباط سود به ارزش می باشد، رابطه ی مثبتی دارد. همبستگی بین بازده سال جاری و جریان نقدی سال جاری با همبستگی بین بازده سال جاری و جریان نقدی سال بعد، هنگامی که نوفه در بازده سهام عامل اصلی کاهش موقتی در ارتباط جریان نقدی به قیمت سهام می باشد، رابطه ی مثبتی دارد و همچنین همبستگی بین بازده سال جاری و جریان نقدی سال جاری با همبستگی بین بازده سال گذشته و جریان نقدی سال جاری، هنگامی که نوفه در جریان نقدی عامل اصلی کاهش موقتی در ارتباط جریان نقدی به قیمت سهام می باشد، رابطه ی مثبتی دارد و در نهایت همبستگی بین بازده سال جاری و سود سال جاری با همبستگی بین بازده سال گذشته و سود سال جاری، هنگامی که نوفه در سود عامل اصلی کاهش موقتی در ارتباط سود به قیمت سهام می باشد، رابطه ی مثبتی ندارد.

**واژگان کلیدی:** سود عملیاتی، جریان های نقدی عملیاتی، بازده سهام، نوف

\* تاریخ دریافت مقاله: ۱۳۹۳/۵/۱۶ تاریخ پذیرش نهایی: ۱۳۹۳/۹/۲۴

## ۱- مقدمه

یکی از ابزارهای اصلی برای گسترش و تعمیق بازار سرمایه، ارتقاء سطح تحلیل در این بازار است. بدون انجام تحقیقات و تحلیل های گسترده و جامع در بازار سرمایه، نمی توان انتظار داشت که جایگاه آن در اقتصاد ملی رشد یابد. بررسی مختصر سیر تحولات بورس اوراق بهادار تهران، به عنوان رکن اصلی بازار متشکل سرمایه در اقتصاد ایران، نشان می دهد که همواره خلأ تحلیل بر این بازار حاکم بوده است. اما ظرف چند سال اخیر، گام های موثری در جهت بهره گیری از شاخص ها و روش های استاندارد جهانی برای تحلیل بازار سرمایه کشورمان برداشته شده است. با این حال، هنوز تا وضعیت مناسب سطح تحلیل در بازار سرمایه، فاصله زیاد است و فضای گسترده ای برای کار در این زمینه وجود دارد. (وفادار و دیگران، ۱۳۸۴).

به دلیل اینکه اکثر سرمایه گذاران و قادر به کاربرد همه اطلاعات مربوط به شرکت هایی که تمایل به سرمایه گذاری در آنها وجود دارد نمی باشند، لازم است به وسیله تحقیقات، معیارهایی فراهم شود که سرمایه گذاران بتوانند با استفاده از آنها با دقت و سرعت مبادرت به تصمیم گیری و انتخاب سهام شرکت مورد نظر نمایند. جریان های نقدی و سود خالص می تواند عملکرد شرکت را تحت تاثیر قرار دهد و باعث تغییر در بازده سهام گردد. همچنین ممکن است نوفه در بازده سهام، سود و جریان های نقدی باعث ایجاد تغییر در ارزش ارتباطی سود و جریان های نقدی شود، که این امر ممکن است باعث تغییر در انتظارات سهامداران و تحلیل گران مالی گردد. لذا در این تحقیق هدف بررسی این موضوع است که آیا اثر تغییرات نوفه در بازده سهام، سود و جریان های نقدی عامل اصلی کاهش موقتی در ارتباط ارزشی سود و یا جریان های نقدی با بازده سهام می باشد؟ تا با در نظر گرفتن آنها بتوانند به بازدهی مورد نظر دست یابند و با سرمایه گذاری بیشتر در بورس، اقتصاد کشور رونق بیشتری پیدا کند.

## ۲- ادبیات و پیشینه پژوهش

بازده یک سرمایه گذاری بیانگر منافع حاصل از سرمایه گذاری است و سرمایه گذاران در پی فرصت های سرمایه گذاری هستند که بازده سرمایه آنها را افزایش دهد. برای رسیدن به این هدف سرمایه گذاران باید عوامل زیادی را مد نظر قرار دهند، زیرا نقد ترین دارایی خود را به اوراق بهادار تبدیل می کنند. اگر سرمایه گذاران بدون توجه به یک سری از عوامل اقدام به سرمایه گذاری نمایند نتایج مطلوبی از سرمایه گذاری عاید آنها نخواهد شد. اصلی ترین عاملی که هر سرمایه گذار در تصمیم گیری های خود مورد توجه خاص قرار می دهد نرخ

بازده است، یعنی سرمایه گذاران به دنبال پر بازده ترین فرصت ها برای سرمایه گذاری منابع مازاد خود در بازارهای سرمایه هستند. حال این سرمایه گذاران می توانند با بررسی تاثیر نوفه<sup>۱</sup> های بازار، سود عملیاتی، جریان های نقدی عملیاتی و بازده سهام به تجزیه و تحلیل این موضوع پردازند که آیا اثر تغییرات نوفه در بازده سهام، سود و جریان های نقدی عامل اصلی کاهش موقتی در ارتباط<sup>۲</sup> سود و یا جریان های نقدی با بازده سهام می باشد؟

دو دیدگاه متضاد در مورد کاهش ارتباط بین سود و بازده سهام وجود دارد:

دیدگاه اول در مورد کاهش ارتباط، مربوط به تغییر در ماهیت و نقش سود می باشد. برای مثال تحقیقات رایان و زاروین<sup>۳</sup> (۲۰۰۳) نشان می دهد که افزایش موقتی در وقفه و عدم تقارن سود، قدرت پیش بینی کنندگی قوی ای برای کاهش ارتباط بین سود و بازده دارد. با این حال بالاچاندرا و موهانام<sup>۴</sup> (۲۰۱۱) نتوانستند شواهدی مبنی بر اینکه افزایش محافظه کاری بی قید و شرط عامل اصلی کاهش در ارتباط اطلاعات حسابداری به ارزش است بدست آورند و آنها این ادعا را رد کردند که حسابداری منبع اصلی کاهش زمانی در ارتباط ارزشی اطلاعات حسابداری است. دونلسون و همکاران<sup>۵</sup> (۲۰۰۹) بیان کردند که مدارک مربوط به موارد خاص کاهش ارتباط بین سود و هزینه، کاهش ماندگاری سود و افزایش الگوهای نوسان های سود را به وجود می آورد. علاوه بر این آنها دریافتند که افزایش موقتی موارد خاص در صورتحساب سود، عامل اولیه تغییر در محیط اقتصادی به جای تغییر در استانداردهای حسابداری است.

دیدگاه دوم مشخص می کند که افزایش نوسانات در بازده سهام و سود عامل اولیه کاهش در ارتباط سود به ارزش است. برای مثال دونت و همکاران<sup>۶</sup> (۲۰۰۷) در تحقیق خود نشان دادند که افزایش موقتی در اطلاعات غیرتجاری عامل اولیه کاهش ارتباط ارزشی بین سود و بازده سهام است.

جریان های نقد عملیاتی همواره یکی از مهمترین اقلام صورت های مالی بوده است. سود حسابداری به تنهایی نمی تواند اطلاعات مناسبی را در اختیار سرمایه گذاران قرار دهد، زیرا سود حسابداری مبتنی بر روش تعهدی بوده و از اصول و مفروضات حسابداری پیروی می کند. بنابراین می تواند بسادگی تحت تاثیر اعمال و انتخاب های مدیران قرار گیرد. در مقابل جریان های نقدی از عینیت بالاتری برخوردار بوده و کمتر تحت تاثیر اعمال مدیران قرار می گیرد. نتایج تحقیقات مختلف حاکی از آن است، که جریان های نقدی و سود عملیاتی دارای محتوای اطلاعاتی می باشند. بنابراین توانایی اثر گذاری بر بازده سهام و تصمیمات سرمایه گذاران را دارد (ولی پور، ۱۳۸۹).

نوسان های جریان های نقدی می تواند اطلاعات مربوطی برای پیش بینی بازده سهام ارائه دهد. مقایسه نوسان های جریان های نقدی با سود حسابداری در کوتاه مدت می تواند، به سرمایه گذار اطلاعاتی راجع به کیفیت سود ارائه دهد. از سوی دیگر مقایسه نوسان های سود و جریان های نقدی در بلند مدت، اطلاعات مناسبی در مورد میزان تحقق ارقام تعهدی، جریان های مداوم سود و جریان های نقدی عملیاتی و بازده سهام در اختیار سرمایه گذار قرار می دهد. نتایج تحقیقات هوگن و بیکر<sup>۷</sup> (۱۹۹۶)، هانت و دیگران<sup>۸</sup> (۲۰۰۰)، تیواری و ویجه<sup>۹</sup> (۲۰۰۴) و هانگ<sup>۱۰</sup> (۲۰۰۹)، موید این امر می باشد. بنابراین بین سود حسابداری و جریان های نقدی تفاوت ایجاد می شود و اگر چه سودمندی حسابداری تعهدی در ارائه وضعیت مالی و گزارش نتایج عملیات قابل انکار نیست، اما نیاز به اطلاعات مربوط به ورود خروج وجه نقد نیز واقعی است که نمی توان آن را نادیده گرفت. از طرفی اگر موسسات بخواهند مدت زیادی به فعالیت خود ادامه دهند باید عمده ی جریان های نقدی خود را از فعالیت های عملیاتی بدست آورند زیرا تداوم فعالیت یک واحد تجاری به مثبت بودن جریان های نقدی عملیاتی در بلند مدت بستگی دارد (عالی و، ۱۳۷۳).

منظور از نوفه وجود خطاهای سهوی (غیر عمدی) در فرایند حسابداری است. این نوع خطاها میزان اعتمادپذیری اطلاعات حسابداری را کاهش می دهد. نوفه مشخصاً موجب کاهش درجه انطباق پیام های حسابداری با رویدادهای اقتصادی مورد نظر می شود. از این رو با افزایش نوفه در اطلاعات، سودمندی آن به عنوان مبنایی برای ارزیابی عملکرد نمایندگان کاهش می یابد. به همین ترتیب، چنانچه وجود نوفه در اطلاعات مربوط به عملکرد نمایندگان، موجب محدود شدن امکان ارزیابی ایفای تعهدات قراردادی آنان شود، فرصت های موجود برای انعقاد قرارداد های مبتنی بر توافق متقابل نیز کاهش می یابد. در نهایت، ناتوانی در تفکیک نوفه از اطلاعات معتبر سبب می گردد تا دشواری های مربوط به گزینش نادرست در بازارهای اوراق بهادار و بازارهای کالا و خدمات مطرح شود. (نیکخواه آزاد، ۱۳۷۹). بلک<sup>۱۱</sup> (۱۹۸۶) اولین کسی است که ایده نوفه در اقتصاد و تامین مالی را توضیح داده است، او معتقد است نوفه باعث ایجاد نقص در اطلاعات دریافتی می گردد و منجر به اشتباه و محدود کردن ظرفیت تصمیم گیری و تجزیه و تحلیل در دنیای واقعی می گردد و در امور مالی نوفه اطلاعات مربوط به ما نمی دهد.

مدلی که توسط لانگ و همکاران<sup>۱۲</sup> (۱۹۸۷) ارائه گردید می تواند مورد استفاده قرار گیرد تا مشخص کند که چگونه بازسازی بازارهای دارایی می تواند منجر به کاهش آسیب های وارد شده به سرمایه گذاران توسط نوفه تجاری شود. در حالت مطلوب لانگ و همکاران می خواهند یک عامل برای از بین بردن نوفه بی ثبات کننده پیدا کنند، تا بتواند توانایی های

بازارهای دارایی را برای انجام دادن منابع تخصیص یافته و نقدینگی برای ارائه وظایف نشان دهد. لانگ و همکاران به طور خلاصه سه نوع از اقدامات را با هدف کاهش ریسک نوفه تجاری در نظر می گیرند:

۱. ثبات عملیات بازارهای باز
  ۲. مالیات های معاملات
  ۳. مالیات های سود سرمایه گذاری کوتاه مدت
- بنابراین در این پژوهش به بررسی این موضوع می پردازیم که آیا اثر تغییرات نوفه در بازده سهام، سود و جریان های نقدی عامل اصلی کاهش موقتی در ارتباط ارزشی سود و جریان های نقدی با بازده سهام می باشد؟

پژوهش های صورت گرفته بر اساس موضوع پژوهش شامل پژوهش های خارجی و پژوهش های داخلی می باشند. ابتدا پژوهش های خارجی و سپس پژوهش های داخلی ارائه خواهد شد.

کوهن و زاروین<sup>۱۳</sup> (۲۰۱۲) این فرضیه که آیا بیش نمایی سود (بیش از اندازه گزارش کردن سود) واکنشی به ارزش گذاری کمتر از حد بازار است، را آزمون کردند. اما به شواهدی دست نیافتند که از این فرضیه پشتیبانی کند. آنها دریافتند زمانی که بازده کل بازار منفی است، فقط شرکت هایی که بازده منفی دارند، اقدام تعهدی اختیاری مثبت دارند، در حالی که اگر شرکت ها، بیش نمایی سود را با هدف رویارویی با ارزشگذاری کمتر از حد بازار انجام دهند، تمامی شرکت ها باید اقدام تعهدی اختیاری مثبت داشته باشند.

لیم و پارک<sup>۱۴</sup> (۲۰۱۱) در تحقیقی با عنوان، کاهش ارتباط بین سود حسابداری و بازده سهام، به بررسی این موضوع که آیا اثر تغییرات نوفه در بازده سهام، سود و جریان های نقدی عامل اصلی کاهش موقتی در ارتباط ارزشی سود و جریان های نقدی می باشد؟ در طی یک دوره زمانی ۳۹ ساله بین سال های ۱۹۷۰-۲۰۰۸ پرداخته اند. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می دهد که افزایش نوفه در بازده سهام عامل اولیه کاهش موقتی در رگرسیون های بازده در سود می باشد. تجزیه و تحلیل های اضافی شواهد ضعیفی را نشان می دهد مبنی بر اینکه هر دوی نوفه در بازده سهام و سود مسئول کاهش ارتباط بین سود و بازده در نیم دوره ۱۹۸۲-۱۹۷۰ می باشد.

ورما<sup>۱۵</sup> (۲۰۱۱) در تحقیقی با عنوان، آزمون قدرت پیش بینی رابطه مشروط<sup>۱۶</sup> بین بتا و بازده سهام، به بررسی قدرت پیش بینی رابطه مشروط بین بتا و بازده بین المللی سهام پرداخته است. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می دهد هنگامی که بازده سهام بازار در دوره بعدی

بازده سهام بیش از حد مثبت است، رابطه مثبت ناچیزی بین بتا و بازده سهام در دوره جاری وجود دارد. علاوه بر این هنگامی که بازده سهام بازار در دوره بعدی بازده سهام بیش از حد منفی است، رابطه منفی ناچیزی بین بتا و بازده سهام در دوره جاری وجود دارد.

بالاچاندران و موهانرام (۲۰۱۱) در پژوهشی با عنوان، آیا کاهش در ارزش ارتباطی حسابداری به وسیله افزایش در محافظه کاری تحریک شده است؟ به بررسی رابطه بین محافظه کاری و ارزش ارتباطی اطلاعات پرداخته اند. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می دهد که هیچ شواهدی وجود ندارد که نشان دهد افزایش محافظه کاری باعث کاهش بیشتری در ارزش ارتباطی حسابداری شود. در عوض، نتایج نشان می دهد که کاهش قابل توجه در ارزش ارتباطی حسابداری برای شرکت هایی که در آن محافظه کاری افزایش پیدا نکرده، به وجود آمده است. بر اساس این نتایج غیر محتمل است که افزایش محافظه کاری باعث کاهش در ارزش ارتباطی حسابداری شود.

پاپاناستاسوپولوس و همکاران<sup>۱۷</sup> (۲۰۱۰) در تحقیقی با عنوان، پیامدهای حفظ و توزیع سود برای آینده سودآوری و بازده سهام، به بررسی محتوای اطلاعاتی حفظ و توزیع سود برای آینده سود آوری و بازده سهام پرداخته اند. نتایج حاصل از این تحقیق نشان می دهد اجزای سود انباشته (اقلام تعهدی جاری، اقلام تعهدی غیر جاری و جریان های نقدی توزیع نشده) که دارای پیامدهای مشابه برای سودآوری در آینده باشد، منجر به تجدید نظر سرمایه گذاران از سود انباشته می گردد. در مجموع نتایج این تحقیق نشان می دهد که ناهنجاری سود خالص در ادبیات حسابداری و ادبیات مالی می تواند زیر مجموعه ای از ناهنجاری های بزرگتر در سود انباشته باشد.

ایزدی نیا و کربلایی کریم (۱۳۹۱) به بررسی این موضوع که آیا متغیرهایی که از طریق تعدیل سود حسابداری به دست آمده اند، نسبت به سود هر سهم تاثیر بیشتری بر بازده سهام دارند؟ پرداخته اند. نتایج این پژوهش نشان می دهد که شاخص های جدید ارزیابی عملکرد (جریان نقدی آزاد، بازده نقدی سرمایه گذاری و ارزش افزوده اقتصادی) ارتباط معنی داری با بازده سهام ندارند. همچنین، نتایج نشان می دهد که اعتبار سود هر سهم به عنوان یک معیار سنتی ارزیابی عملکرد هنوز به قوت خود باقی است. در رابطه با ارزیابی عملکرد شرکت بر اساس سه شاخص فوق، در سطح کل صنایع در دوره زمانی مربوطه برتری این شاخص ها نسبت به معیار سنتی سود هر سهم مبهم است.

ایزدی نیا و همکاران (۱۳۹۱) به بررسی توانایی سود حسابداری در پیش بینی و توضیح بازده سهام شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران پرداخته اند. سوال پژوهش

این است که آیا پس از کنترل شاخص های نرخ تنزیل و خطرپذیری، رقم سود حسابداری در تبیین و پیش بینی بازده سهام و آشکار شدن واکنش بازار سرمایه به اطلاعات، نقش قابل ملاحظه ای ایفا می کند. نتایج نشان می دهد سود عملیاتی سال جاری همراه با متغیر نسبت ارزش دفتری به ارزش بازار، پیش بینی کننده مثبتی از بازده سال آینده است و تغییر در سود عملیاتی، توان مناسبی را در توضیح بازده حول زمان اعلام تغییرات در سود دارد.

دستگیر و رستگار (۱۳۹۰) در پژوهشی به بررسی رابطه بین کیفیت سود (پایداری سود)، اندازه ارقام تعهدی و بازده سهام با کیفیت ارقام تعهدی پرداخته اند. از این رو تعداد ۹۵ شرکت از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران در طی دوره زمانی ۱۳۸۶-۱۳۷۹ بررسی گردیده اند. نتایج این تحقیق نشان می دهد که کیفیت سود (پایداری سود) با کیفیت ارقام تعهدی رابطه مستقیم دارد، ضمن اینکه با کاهش کیفیت ارقام تعهدی و افزایش اندازه ارقام تعهدی، بازده سهام افزایش می یابد.

حسن زاده و بارانی بناب (۱۳۸۹) در پژوهشی به بررسی ارتباط بین معیارهای ارزیابی عملکرد و ریسک با بازده سهام (با تاکید بر صورت های مالی میان دوره ای) پرداخته اند. نتایج آزمون فرضیه ها نشان می دهد ارتباط معنی داری بین معیارهای ارزیابی عملکرد سنتی و نسبت تغییرات در ارزش دفتری هر سهم از همبستگی بیشتری نسبت به بازده حقوق صاحبان سهام و بازده دارایی ها با بازده سهام برخوردار است. همچنین این تحقیق شواهدی را فراهم می نماید که عمدتاً بین معیارهای ریسک با بازده سهام ارتباط معنی داری وجود ندارد.

ایزدی نیا و نظر زاده (۱۳۸۸) به بررسی وجود رابطه بین کیفیت سود و بازده سهام در سه سطح کیفیت سود زیاد، متوسط و کم با بازده سهام، مورد پرداخته اند. نتایج تحقیق آنها نشان می دهد که بین بازده سهام و کیفیت سود در سطوح مختلف، زیاد، متوسط و کم رابطه وجود دارد و نتیجه گیری می کنند که سرمایه گذاران به کیفیت سود توجه دارند و تغییرات قیمت سهام تحت تاثیر معیار کیفیت سود قرار می گیرد و ارتباط خطی قابل تایید است.

#### تدوین فرضیه های پژوهش

مطالب زیر برای بررسی این موضوع که دو عامل، نوفه در بازده سهام و نوفه در سود عملیاتی، عامل اولیه برای کاهش موقتی  $R^2$  در رگرسیون بازده- سود عملیاتی هستند، استفاده می گردد. ابتدا همبستگی در رگرسیون بازده سال جاری ( $R_t$ ) در سود عملیاتی سال بعد ( $E_{t+1}$ ) که  $R^2(R_t, E_{t+1})$  است و بستگی به هر دو سطح نوفه در سود عملیاتی سال بعد و نوفه در بازده سهام سال جاری دارد. همچنین  $R^2$  در رگرسیون بازده سال جاری ( $R_t$ ) در سود عملیاتی سال جاری ( $E_t$ ) که  $R^2(R_t, E_t)$  است و بستگی به هر دو سطح نوفه در سود عملیاتی

سال جاری و نوفه در بازده سهام سال جاری دارد. اگر افزایش موقتی نوفه در بازده سهام عامل اصلی برای مشخص کردن کاهش ارتباط بین سود عملیاتی و بازده سهام باشد  $R^2(R_t, E_{t+1})$  و  $R^2(R_t, E_t)$  احتمالاً با یکدیگر در ارتباط می باشند. و این ارتباط نشان دهنده این موضوع است که هر دو  $R^2$  ها به صورت مشخص از طریق یک عامل اساسی که سطح نوفه است مشخص شده اند. راه ساده برای تفسیر رابطه مثبت بین  $R^2(R_t, E_{t+1})$  و  $R^2(R_t, E_t)$  به این صورت است که سود عملیاتی سال جاری و سود عملیاتی سال بعد تغییرات موقتی نوفه در بازده سهام را نشان می دهند. فرضیه اول به صورت زیر می باشد:

فرضیه ۱: همبستگی بین بازده سال جاری و سود سال جاری با همبستگی بین بازده سال جاری و سود سال بعد، هنگامی که نوفه در بازده سهام عامل اصلی کاهش موقتی در ارتباط ارزشی سود می باشد رابطه‌ی مثبتی دارد.

از طریق همان منطق اگر سود عملیاتی سال جاری دارای نوفه باشد، این موضوع باعث ایجاد محدودیت در توصیف تغییرات موقتی بازده سهام خواهد شد، که بدون در نظر گرفتن این موضوع است که آیا متغیر وابسته همان بازده سال جاری ( $R_t$ ) یا بازده سال قبل ( $R_{t-1}$ ) می باشد. اگر افزایش موقتی نوفه در سود عملیاتی صورت گیرد باعث کاهش ارتباط بین سود عملیاتی و بازده سهام در دو سری زمانی از  $R^2(R_t, E_t)$  و  $R^2(R_{t-1}, E_t)$  می شود که نشان می دهند این دو به صورت مثبت با یکدیگر در ارتباط می باشند. فرضیه دوم به صورت زیر می باشد:

فرضیه ۲: همبستگی بین بازده سال جاری و سود سال جاری با همبستگی بین بازده سال گذشته و سود سال جاری، هنگامی که نوفه در سود عامل اصلی کاهش موقتی در ارتباط ارزشی سود می باشد رابطه‌ی مثبتی دارد.

اگر کاهش موقتی  $R^2$  ها در رگرسیون سود عملیاتی - بازده سهام (مدل اول) همزمان و به صورت اساسی از طریق میزان نوفه در بازده سهام مشخص گردد  $R^2(R_t, E_t)$  به صورت مثبت با  $R^2(R_t, E_{t+1})$  در ارتباط است. و اگر کاهش موقتی  $R^2$  ها در رگرسیون سود عملیاتی - بازده سهام (مدل اول) همزمان و به صورت اساسی از طریق میزان نوفه در سود عملیاتی مشخص گردد  $R^2(R_{t-1}, C_t)$  به صورت مثبت با  $R^2(R_t, E_t)$  در ارتباط است. این احتمال وجود دارد که هر دو ارتباط مثبت و یا غیر مثبت باشند. اگر هر دو ارتباط مثبت باشد، نوفه در بازده سهام و سود عملیاتی به عنوان عامل تاثیر گذار بر  $R^2$  در رگرسیون بازده - سود عملیاتی می باشد. و اگر هر دو ارتباط غیر مثبت باشد نشان دهنده این موضوع است که بعضی



از عوامل دیگر به جز نوفه در بازده سهام و سود عملیاتی به عنوان عوامل اصلی کاهش موقتی  $R^2$  ها می باشد.

در این پژوهش فرضیه های تحقیق برای رگرسیون بازده- جریان های نقدی عملیاتی (مدل دوم) توسعه یافته و برآورد می شود که آیا ارتباط بین جریان های نقدی عملیاتی و بازده سهام با گذشت زمان در حال کاهش است یا خیر. در نظر داشته باشید که نوفه در جریان های نقدی عملیاتی و بازده سهام برای بررسی کاهش ارتباط بین جریان های نقدی عملیاتی و بازده سهام است و فرضیه سوم و چهارم را بررسی می کنیم که همراه با یکدیگر به کار برده می شوند:

فرضیه ۳: همبستگی بین بازده سال جاری و جریان نقدی سال جاری با همبستگی بین بازده سال جاری و جریان نقدی سال بعد، هنگامی که نوفه در بازده سهام عامل اصلی کاهش موقتی در ارتباط ارزشی جریان نقدی می باشد رابطه مثبتی دارد.

فرضیه ۴: همبستگی بین بازده سال جاری و جریان نقدی سال جاری با همبستگی بین بازده سال گذشته و جریان نقدی سال جاری، هنگامی که نوفه در جریان نقدی عامل اصلی کاهش موقتی در ارتباط ارزشی جریان نقدی می باشد رابطه مثبتی دارد.

ارتباط مثبت بین  $R^2(R_t, C_t)$  و  $R^2(R_t, C_{t+1})$  مشخص می کند که کاهش ارتباط بین جریان های نقدی عملیاتی و بازده سهام به دلیل افزایش موقتی نوفه در بازده سهام می باشد و ارتباط مثبت بین  $R^2(R_t, C_t)$  و  $R^2(R_{t-1}, C_t)$  مشخص می کند که کاهش ارتباط بین جریان های نقدی عملیاتی و بازده سهام به دلیل افزایش موقتی نوفه در جریان های نقدی عملیاتی است.

معرفی و نحوه محاسبه متغیرها

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده ها و آزمون فرضیه های اول و دوم از مدل رگرسیون زیر استفاده شده است:

$$\text{Model 1 : } R_t = \beta_0 + \beta_1 E_t + \varepsilon_t$$

$$R_t = \text{بازده سهام در سال } t$$

$$\beta_0 = \text{عرض از مبدأ رگرسیون (جزء ثابت)}$$

$$\beta_1 = \text{شیب خط رگرسیون}$$

$$E_t = \text{سود عملیاتی سال } t$$

$$\varepsilon_t = \text{پسماند (خطا) مدل رگرسیون}$$

برای بدست آوردن نوفه و بررسی تاثیر آن بر همبستگی موجود بین متغیرهای مدل و کاهش ارزش ارتباطی متغیرها، باید پسماندهای مدل رگرسیون را در طول دوره زمانی مورد نظر بدست آورده و تاثیر آن را بر متغیرهای مدل را بررسی کنیم. به عبارت دیگر در این تحقیق، نوفه همان پسماند ها و خطاهای مدل رگرسیون است. در این مدل بازده سهام به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است و تاثیر متغیر مستقل سود عملیاتی بر روی آن مورد بررسی قرار گرفته است.

در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل داده‌ها و آزمون فرضیه سوم و چهارم از مدل رگرسیون زیر استفاده شده است که در این مدل بازده سهام به عنوان متغیر وابسته در نظر گرفته شده است و تاثیر متغیر مستقل وجه نقد عملیاتی بر روی آن مورد بررسی قرار گرفته است.

$$\text{Model 2 : } R_t = \beta_0 + \beta_1 C_t + \varepsilon_t$$

$$C_t = \text{وجه نقد عملیاتی سال } t$$

اطلاعات از طریق سازمان بورس اوراق بهادار تهران و نرم افزارهای اطلاع رسانی تدبیر پرداز و ره آورد نوین و سایت اینترنتی مدیریت پژوهش، توسعه و مطالعات اسلامی سازمان بورس اوراق بهادار استخراج شده است.

#### آمار توصیفی متغیرهای مدل

در ابتدا جهت تجزیه و تحلیل داده‌ها، آماره‌های توصیفی داده‌های تحت مطالعه محاسبه می‌گردد. جدول ۱، آمار توصیفی متغیرهای مدل را نشان می‌دهد که بیانگر مقدار پارامترهای توصیفی برای هر متغیر به صورت مجزا می‌باشد و شامل اطلاعات مربوط به میانگین، میانه، بیشینه و کمینه، انحراف معیار، چولگی و کشیدگی است.

جدول ۱: آمار توصیفی متغیرهای مورد بررسی در مدل ها

متغیر	C	E	R
پارامتر			
میانگین	۲۷۱۳۹۹,۳	۲۵۶۶۲۹,۵	۳۱,۶
میانه	۲۹۵۲۷,۵	۴۷۶۸۲	۱۲,۲
ماکزیمم	۴۲۵۸۶۵۸,۰	۱۲۷۳۷۷۱۱	۸۰۰,۹
مینیمم	-۲۴۱۳۳۳۲	-۴۳۷۳۹۶	-۷۸,۵
انحراف معیار	۱۸۴۸۶۵۰	۹۷۹۲۰۴,۳	۷۶,۸
چولگی	۱۶,۷	۷,۵	۳,۶
کشیدگی	۳۴۰,۶	۶۶,۷	۲۳,۳
جارك- برا	۴۹۸۷۵۰,۸	۱۸۵۷۱۲,۲	۲۰۱۵۴
سطح بحرانی	.	.	.

به منظور انتخاب بین روش داده های تابلوبی و تلفیقی در برآورد مدل، از آزمون F لیمر استفاده شد و بر اساس نتایج بدست آمده روش داده های تلفیقی پذیرفته شد.

### ۳- روش شناسی پژوهش

این پژوهش از لحاظ ماهیت توصیفی - همبستگی است؛ زیرا از یک طرف وضع موجود را بررسی می کند و از طرف دیگر رابطه بین متغیرهای مختلف را با استفاده از تحلیل رگرسیون کشف یا تعیین می کند. با توجه به این مطالب پژوهش از لحاظ هدف کاربردی است. در این پژوهش برای تجزیه و تحلیل اطلاعات از مدل های رگرسیون تک متغیره استفاده خواهد شد. همچنین نرم افزارهای Excel و Eviews مورد استفاده قرار خواهند گرفت. آزمون F لیمر و آزمون هاسمن برای تعیین نوع داده ها و همچنین برای آزمون فرضیه ها از آزمون های t استیودنت و ضریب همبستگی پیرسون و ضریب همبستگی اسپیرمن استفاده شده است.

جامعه آماری این تحقیق شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران می باشد. بنابراین قلمرو مکانی پژوهش، شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران است.

همچنین قلمرو زمانی پژوهش سال های ۱۳۸۰ الی ۱۳۸۹ است. برای نمونه گیری از روش حذف سیستماتیک استفاده خواهد شد که شرایط آن به صورت زیر تعریف شده است: به منظور قابل مقایسه بودن اطلاعات، پایان سال مالی شرکت ها منتهی به ۲۹ اسفند باشد. در دوره زمانی مورد تحقیق حداقل هر سه ماه یکبار سهام آنها مبادله شده باشد. به منظور همگن بودن اطلاعات، شرکت ها از نوع تولیدی باشند. اطلاعات مربوط به متغیرهای انتخاب شده در این تحقیق قابل دسترس باشد. با توجه به شرایط و محدودیت های فوق از بین شرکت های پذیرفته شده در بورس تهران در مجموع ۱۰۴ شرکت به عنوان نمونه انتخاب شدند. برآورد کاهش رابطه بین بازده سهام با سود عملیاتی و جریان های نقدی

در این بخش  $R^2$  ها را از رگرسیون بازده سهام - سود عملیاتی و بازده سهام - جریان های نقدی عملیاتی به دست می آوریم که شامل گزارش های سالیانه ۱۰۴ شرکت می باشد. به ویژه دو مدل را از سال ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ برآورد می کنیم.

$$\text{Model 1 : } R_t = \beta_0 + \beta_1 E_t + \varepsilon_t$$

$$\text{Model 2 : } R_t = \beta_0 + \beta_1 C_t + \varepsilon_t$$

جدول ۲ ضریب تعیین بدست آمده از این دو مدل را نشان می دهد. تغییرات برای هر سال  $R^2$  ها در مدل اول و دوم به ترتیب ۰,۰۵- و ۰,۰۴- می باشد، که این میزان منفی است و نشان می دهد که همبستگی بین سود عملیاتی و جریان های نقدی عملیاتی با بازده سهام با گذشت زمان کاهش پیدا کرده است. ستون دوم جدول ۳  $R^2$  ها از رگرسیون بازده سهام - سود عملیاتی به صورت همزمان گزارش می دهد. میانگین سالیانه  $R^2$  ها در دوره ۱۰ ساله برای مدل اول برابر ۰,۳۴ است. ستون سوم جدول ۳  $R^2$  های سالیانه از رگرسیون بازده سهام - جریان های نقدی را به صورت همزمان نشان می دهد. میانگین  $R^2$  از ستون سوم برابر ۰,۳۱ است، که این مقدار کمتر از میانگین  $R^2$  ها از رگرسیون بازده سهام بر سود عملیاتی در ستون دوم می باشد. ما  $R^2$  های سالیانه را روی سال برای آزمایش معنی داری روندهای زمان، برآزش می کنیم. خط پایین ستون دوم جدول ۲ روند رو به کاهش (t-value) که به طور آماری در سطح ۰,۰۵ معنی دار است را نشان می دهد (t-value = -۲,۲). ردیف آخر ستون سوم نشان می دهد روند زمانی از رگرسیون بازده سهام بر جریان های نقدی منفی است و در سطح ۰,۰۵ نیز معنی دار است، زیرا مقدار منفی t-value کاهش ارتباط بین سود عملیاتی و جریان های نقدی عملیاتی با بازده سهام با گذشت زمان را نشان می دهد.

جدول ۲: روند تغییرات  $R^2$  برای سال ۱۳۸۰-۱۳۸۹

سال	مدل ۱	مدل ۲
۱۳۸۰	۰,۰۷	۰,۰۸
۱۳۸۱	۰,۱۲	۰,۲۳
۱۳۸۲	۰,۳۲	۰,۵۳
۱۳۸۳	۰,۳۰	۰,۲۷
۱۳۸۴	۰,۰۳	۰,۰۸
۱۳۸۵	۰,۱۹	۰,۱۳
۱۳۸۶	۰,۳۱	۰,۴۵
۱۳۸۷	۰,۶۶	۰,۳۸
۱۳۸۸	۰,۸۹	۰,۷۵
۱۳۸۹	۰,۴۹	۰,۱۹
میانگین $R^2$	۰,۳۴	۰,۳۱
تغییر هر سال	-۰,۰۵	-۰,۰۴
(t-value) مقدار روند زمانی	-۲,۲	-۲,۵

#### ۴- یافته های پژوهش

آزمون فرضیه های پژوهش

برای بررسی فرضیه ها نیاز به برآورد رابطه بین  $R^2$  ها از رگرسیون سالیانه آنها داریم. برای انجام این کار  $R^2$  ها را از رگرسیون مقطعی در طی زمان برازش می کنیم و سپس همبستگی بین باقیمانده های این  $R^2$  ها را محاسبه می کنیم. که این روابط به این شکل بیان می شوند:

$$R^2(R_t, E_t), R^2(R_t, E_{t+1}), R^2(R_{t-1}, E_t), R^2(R_t, C_t), R^2(R_t, C_{t+1}) \text{ و } R^2(R_{t-1}, C_t)$$

جدول ۴ و ۵ ضرائب همبستگی بین شش باقیمانده  $R^2$  ها و سطوح معنی داری آنها طی دوره زمانی ۱۳۸۰ تا ۱۳۸۹ را نشان می دهد. جدول ۴ ضریب همبستگی پیرسون و جدول ۵ ضریب همبستگی اسپیرمن را بین این باقیمانده ها نشان می دهد.

ضریب همبستگی بین بازده سال جاری و سود سال جاری با همبستگی بین بازده سال جاری و سود سال بعد  $R^2(R_t, E_t)$  و  $R^2(R_t, E_{t+1})$ ، برابر ۰,۸۲ است و در سطح ۰,۰۵ معنی دار است، زیرا مقدار p-value برابر (۰,۰۰۷) و کمتر از سطح ۰,۰۵ می باشد و این نشان می دهد که نوفه در بازده سهام عامل اصلی کاهش موقتی در ارتباط ارزشی سود می باشد. که نتیجه تأیید فرضیه اول پژوهش است. و تأیید فرضیه نشان می دهد که دو سری  $R^2$  به صورت مثبت با هم در ارتباط می باشند. این نتیجه عنوان می دارد که سود عملیاتی سال بعد  $(E_{t+1})$  نمی تواند توضیح زیادی در تغییرات مقطعی بازده سهام سال جاری  $(R_t)$  بدهد و همچنین از

طریق سود عملیاتی سال جاری ( $E_t$ ) نیز توضیح داده نمی شود، زیرا نوفه در بازده سهام باعث کاهش ارتباط ارزشی سود عملیاتی می شود و جایگزین کردن سود عملیاتی سال بعد با سود عملیاتی سال جاری نیز نمی تواند کمک زیادی به توضیح تغییرات بازده سهام کند.

همبستگی بین بازده سال جاری و سود سال جاری با همبستگی بین بازده سال گذشته و سود سال جاری ( $R^2(R_t, E_t)$  و  $R^2(R_{t-1}, E_t)$ )، برابر ۰.۵۷ می باشد و در سطح ۰.۰۵ معنی دار نیست زیرا مقدار p-value برابر (۰.۱۱۱) است و بیشتر از سطح ۰.۰۵ می باشد نتیجه می شود فرضیه دوم پژوهش تأیید نمی شود و نشان می دهد که دو سری  $R^2$  به صورت مثبت با هم در ارتباط نمی باشند و نوفه در سود عملیاتی نمی تواند عامل اصلی کاهش ارتباط ارزشی سود عملیاتی باشد. اگر نوفه در سود عملیاتی عامل اصلی کاهش موقتی در  $R^2$  ها باشد متغیر وابسته بازده سال جاری ( $R_t$ ) و بازده سال قبل ( $R_{t-1}$ ) تاثیر کمی بر  $R^2$  ها دارد. در این حالت دو سری زمانی از  $R^2$  ها به صورت مثبت با یکدیگر در ارتباط می باشند. همانگونه که این رابطه در جدول ۴ معنی دار نمی باشد ما نتیجه می گیریم که نوفه در سود عملیاتی عامل اصلی کاهش رابطه بین سود عملیاتی و بازده سهام نمی باشد.

ضریب همبستگی بین بازده سال جاری و جریان نقدی سال جاری با همبستگی بین بازده سال جاری و جریان نقدی سال بعد ( $R^2(R_t, C_t)$  و  $R^2(R_t, C_{t+1})$ )، برابر ۰.۷۰ می باشد و در سطح ۰.۰۵ معنی دار است زیرا مقدار p-value برابر (۰.۰۳۵) است و کمتر از سطح ۰.۰۵ و این نشان می دهد که نوفه در بازده سهام عامل اصلی کاهش موقتی در ارزش ارتباطی جریان نقدی است. که نتیجه تأیید فرضیه سوم پژوهش است و تأیید فرضیه نشان می دهد که دو سری  $R^2$  به صورت مثبت با هم در ارتباط می باشند. تفسیر این نتیجه به این صورت است که جریان های نقدی سال جاری و جریان های نقدی سال آینده نمی تواند توضیح زیادی در مورد تغییرات مقطعی بازده سهام دهد و نوفه در بازده سهام عامل اصلی کاهش موقتی در ارزش ارتباطی جریان نقدی است.

ضریب همبستگی بین بازده سال جاری و جریان نقدی سال جاری با همبستگی بین بازده سال گذشته و جریان نقدی سال جاری ( $R^2(R_t, C_t)$  و  $R^2(R_{t-1}, C_t)$ )، برابر ۰.۷۱ است و در سطح ۰.۰۵ معنی دار است، زیرا مقدار p-value برابر (۰.۰۳۲) است و کمتر از سطح ۰.۰۵ است و این نشان می دهد که نوفه در بازده سهام عامل اصلی کاهش موقتی در ارزش ارتباطی جریان نقدی می باشد. که نتیجه تأیید فرضیه چهارم پژوهش است. و تأیید فرضیه نشان می دهد که دو سری  $R^2$  به صورت مثبت با هم در ارتباط می باشند. تفسیر این نتیجه به این صورت است که بازده سهام سال جاری و بازده سهام سال قبل نمی تواند توضیح زیادی در مورد تغییرات مقطعی بازده سهام دهد و نوفه در جریان نقدی عملیاتی عامل اصلی کاهش

موقتی در ارزش ارتباطی جریان نقدی می باشد. نتایج فرضیه ها برای جدول ضریب همبستگی اسپیرمن هم به همین صورت می باشد.

جدول ۳: ضریب همبستگی پیرسون جهت آزمون فرضیات

	$R^2(R_t, C_t)$	$R^2(R_t, C_{t+1})$	$R^2(R_{t-1}, C_t)$	$R^2(R_t, E_t)$	$R^2(R_t, E_{t+1})$	$R^2(R_{t-1}, E_t)$
$R^2(R_t, C_t)$	۱,۰۰ ----					
$R^2(R_t, C_{t+1})$	۰,۷۰ (۰,۰۳۵)	۱,۰۰ ----				
$R^2(R_{t-1}, C_t)$	۰,۷۱ (۰,۰۳۲)	۰,۹۹ (۰,۰۰)	۱,۰۰ ----			
$R^2(R_t, E_t)$	۰,۷۹ (۰,۰۱۱)	۰,۵۱ (۰,۱۶۵)	۰,۸۳ (۰,۰۰۶)	۱,۰۰ ----		
$R^2(R_t, E_{t+1})$	۰,۵۳ (۰,۱۴۲)	۰,۲۷ (۰,۴۸۵)	۰,۲۷ (۰,۴۷۸)	۰,۸۲ (۰,۰۰۷)	۱,۰۰ ----	
$R^2(R_{t-1}, E_t)$	۰,۶۴ (۰,۰۶۱)	۰,۴۳ (۰,۲۴۸)	۰,۴۳ (۰,۲۴۵)	۰,۵۷ (۰,۱۱۱)	۰,۹۷ (۰,۰۰)	۱,۰۰ ----

جدول ۴: ضریب همبستگی اسپیرمن جهت آزمون فرضیات

	$R^2(R_t, C_t)$	$R^2(R_t, C_{t+1})$	$R^2(R_{t-1}, C_t)$	$R^2(R_t, E_t)$	$R^2(R_t, E_{t+1})$	$R^2(R_{t-1}, E_t)$
$R^2(R_t, C_t)$	۱,۰۰ ----					
$R^2(R_t, C_{t+1})$	۰,۶۸ (۰,۰۴۲)	۱,۰۰ ----				
$R^2(R_{t-1}, C_t)$	۰,۶۳ (۰,۰۴۸)	۰,۹۹ (۰,۰۰)	۱,۰۰ ----			
$R^2(R_t, E_t)$	۰,۶۰ (۰,۰۸۸)	۰,۸۳ (۰,۰۰۵)	۰,۴۲ (۰,۲۶۵)	۱,۰۰ ----		
$R^2(R_t, E_{t+1})$	۰,۳۰ (۰,۴۳۳)	۰,۳۷ (۰,۳۳۲)	۰,۲۷ (۰,۴۱۸)	۰,۸۴ (۰,۰۰۴)	۱,۰۰ ----	
$R^2(R_{t-1}, E_t)$	۰,۴۸ (۰,۱۸۸)	۰,۴۲ (۰,۲۶۵)	۰,۴۵ (۰,۲۲۵)	۰,۴۷ (۰,۲۰۵)	۰,۹۲ (۰,۰۰۱)	۱,۰۰ ----

برای بررسی اینکه سطح نوفه در بازده سهام و سود عملیاتی و جریان های نقدی عملیاتی در طول زمان تغییر می کند، باید روند زمان را برای ضرایب همبستگی در دوره زمانی ۱۰ ساله در نظر بگیریم که جدول ۵ نتایج روند زمانی ضریب همبستگی پیرسون و جدول ۴ ضرایب همبستگی اسپیرمن را نشان می دهد. در جدول ۵ و ۶ چهار روند زمانی را از طریق

ضرایب همبستگی پیرسون و ضرایب همبستگی اسپیرمن اندازه گیری شده است و پسماند های  $R^2$  از طریق مدل زیر بدست می آید.

$$R^2_s = \theta_0 + \theta_1 \text{ year}_t + \sigma_t$$

ستون دوم روند زمانی بین ضریب همبستگی بین  $R^2(R_t, E_t)$  و  $R^2(R_t, E_{t+1})$  را نشان می دهد. و نشان می دهد که این همبستگی با مقدار روند زمانی  $t$  برابر ۳,۳ است و در طول زمان در حال افزایش است که نشان دهنده این است که نوفه در بازده سهام در طی زمان افزایش یافته است. هر چند رابطه بین  $R^2(R_t, E_t)$  و  $R^2(R_{t-1}, E_t)$  با روند زمانی  $-۱۱$  در ستون سوم گزارش شده است که در طول زمان کاهش یافته است. این نشان می دهد که نوفه در سود عملیاتی در طول زمان کاهش یافته است. ستون چهارم روند زمانی بین ضرایب همبستگی بین  $R^2(R_t, C_t)$  و  $R^2(R_t, C_{t+1})$  را نشان می دهد. و نشان می دهد که این همبستگی با مقدار روند زمانی  $t$  برابر ۲,۶ می باشد و در طول زمان در حال افزایش است، که نشان می دهند که نوفه در بازده سهام در طی زمان افزایش یافته است. ستون پنجم روند زمانی بین ضرایب همبستگی  $R^2(R_t, C_t)$  و  $R^2(R_{t-1}, C_t)$  را نشان می دهد و نشان می دهد که این همبستگی با مقدار روند زمانی  $t$  برابر  $-۱,۹۸$  می باشد و در طول زمان در حال کاهش است، که نشان دهنده این است که نوفه در جریان های نقدی عملیاتی در طی زمان کاهش یافته است.

نتایج بررسی تغییرات سطح نوفه در بازده سهام و سود عملیاتی و جریان های نقدی عملیاتی در طول زمان به وسیله ضریب همبستگی پیرسون و ضریب همبستگی اسپیرمن به جز ستون چهارم از جدول ۶ که روند زمانی بین ضرایب همبستگی بین  $R^2(R_t, C_t)$  و  $R^2(R_t, )$  را نشان می دهد، یکسان است.

جدول ۵: روند زمانی از ضریب همبستگی پیرسون

سال	بین $R^2(R_t, E_t)$ و		بین $R^2(R_t, C_t)$ و	
	$R^2(R_t, E_{t+1})$	$R^2(R_{t-1}, E_t)$	$R^2(R_t, C_{t+1})$	$R^2(R_{t-1}, C_t)$
۱۳۸۰	۰,۶۵	۰,۶۵	۰,۹۵	۰,۹۳
۱۳۸۱	۰,۹۷	۰,۱۲	۰,۹۷	۰,۱۵
۱۳۸۲	۰,۸۷	۰,۱۰	۰,۸۴	۰,۰۹
۱۳۸۳	۰,۹۹	-۰,۱۷	۰,۹۲	-۰,۲۲
۱۳۸۴	۰,۹۵	۰,۳۴	۰,۷۰	۰,۳۵
۱۳۸۵	۰,۹۹	۰,۲۲	۰,۵۸	۰,۲۲
۱۳۸۶	۰,۶۹	-۰,۰۶	۰,۷۶	-۰,۰۵
۱۳۸۷	۰,۹۷	-۰,۱۰	۰,۹۱	-۰,۰۰۶
۱۳۸۸	۰,۹۲	-۰,۳۲	۰,۵۵	-۰,۳۳
۱۳۸۹	۰,۰۷	۰,۰۷	۰,۰۶	۰,۰۷



میانگین $R^2$	۰,۸۱	۰,۰۹	۰,۷۲	۰,۱۲
تغییر هر سال	۰,۰۴	-۰,۱۰	-۰,۰۷	-۰,۰۹
مقدار بازده زمانی	۳,۳	-۱۱,۰	۲,۶	-۱,۹۸

جدول ۶: روند زمانی از ضریب همبستگی اسپیرمن

سال	بین $R^2(R_t, E_t)$ و		بین $R^2(R_t, C_t)$ و	
	$R^2(R_t, E_{t+1})$	$R^2(R_{t-1}, E_t)$	$R^2(R_t, C_{t+1})$	$R^2(R_{t-1}, C_t)$
۱۳۸۰	۰,۶۸	۰,۶۸	۰,۹۵	۰,۹۶
۱۳۸۱	۰,۹۸	۰,۱۲	۰,۹۴	۰,۳۷
۱۳۸۲	۰,۹۸	-۰,۱۳	۰,۸۸	-۰,۱۴
۱۳۸۳	۰,۹۹	-۰,۱۸	۰,۹۳	-۰,۲۴
۱۳۸۴	۰,۹۵	۰,۲۹	۰,۷۰	۰,۳۰
۱۳۸۵	۰,۹۸	۰,۱۶	۰,۶۰	۰,۱۷
۱۳۸۶	۰,۸۱	۰,۰۴	۰,۸۰	۰,۰۷
۱۳۸۷	۰,۹۶	-۰,۰۰۹	۰,۹۲	۰,۰۸
۱۳۸۸	۰,۹۲	-۰,۱۲	۰,۵۹	-۰,۱۳
۱۳۸۹	-۰,۰۴	-۰,۰۴	-۰,۰۰۹	-۰,۰۱
میانگین $R^2$	۰,۸۲	۰,۰۸۱	۰,۷۳	۰,۱۴
تغییر هر سال	-۰,۱۱	۰,۰۵	-۰,۰۶	-۰,۱۷
مقدار بازده زمانی	۳,۹۴	-۵,۷۰	-۷,۶۱	-۶,۴۹

## ۵- نتیجه گیری

نتایج تحقیق نشان می دهد که کاهش موقتی  $R^2$  در رگرسیون بازده- سود عملیاتی (مدل اول) عمدتاً به خاطر افزایش نوفه در بازده سهام طی زمان نسبت به نوفه ها در سود عملیاتی است. و کاهش موقتی  $R^2$  در رگرسیون بازده- جریان های نقدی عملیاتی (مدل دوم) به خاطر افزایش نوفه در بازده سهام و افزایش نوفه در جریان های نقدی عملیاتی می باشد. به طور کلی می توان نتیجه گرفت که کاهش موقتی  $R^2$  در رگرسیون بازده- سود عملیاتی (مدل اول) و رگرسیون بازده- جریان های نقدی عملیاتی (مدل دوم) بیشتر به خاطر افزایش نوفه در طی زمان در بازده سهام نسبت به نوفه ها در سود عملیاتی و جریان های نقدی عملیاتی می باشد. نتایج این پژوهش با نتایج حاصل از پژوهش لیم و پارک (۲۰۱۱) در فرضیه اول تا سوم مطابقت دارد. اما نتایج حاصل از پژوهش لیم و پارک (۲۰۱۱) با فرضیه چهارم این پژوهش مطابقت ندارد.

## یادداشت ها

- 1- Noise
- 2- Value Relevance
- 3- Ryan and Zarowin
- 4- Balachandran & Mohanram
- 5- Donelson et al
- 6- Donto et al
- 7- Haugen & Bake
- 8- Hunt et al
- 9- Tiwari & Vijh
- 10- Huang
- 11- Black
- 12- Long et al
- 13- Cohen & Zarowin
- 14- Lim & Park
- 15- Verma
- 16- Conditional Relationshi
- 17- Papanastasopoulos et al

## کتابنامه

### الف) فارسی

- ۱- ایزدی نیا، ناصر و نظر زاده، یاسر (۱۳۸۸). بررسی ارتباط کیفیت سود و بازده سهام در شرکت های پذیرفته شده در بورس اوراق بهادار تهران، مجله توسعه و سرمایه، ش ۱ (پیاپی ۳).
- ۲- ایزدی نیا، ناصر. کربلایی کریم، امیر حسین (۱۳۹۱). شناسایی تاثیر متغیرهای منتخب مالی بر بازده سهام در بورس اوراق بهادار تهران، پژوهش های حسابداری مالی، سال چهارم، شماره اول: ۱۷-۳۰.
- ۳- ایزدی نیا، ناصر. طیبی، سید کمیل و علی اکبر کاشف (۱۳۹۱). تعیین توان سود عملیاتی و تغییرات آن در تبیین و پیش بینی بازده سهام؛ مورد بازار بورس اوراق بهادار تهران، دانش حسابداری: ۷-۳۳.
- ۴- حسن زاده، رسول. بارانی بناب، حسین (۱۳۸۹). بررسی ارتباط بین معیارهای ارزیابی عملکرد و ریسک با بازده سهام (با تاکید بر صورت های مالی میان دوره ای). مجله مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، شماره سوم: ۸۹-۱۰۸.
- ۵- دستگیر، محسن. رستگار، مجید (۱۳۹۰). بررسی رابطه بین کیفیت سود (پایداری سود)، اندازه اقلام تعهدی و بازده سهام با کیفیت اقلام تعهدی. مجله پژوهش های حسابداری مالی، سال سوم، شماره اول: ۱-۲۰.

- ۶- عالی ور، عزیز (۱۳۷۳). صورت گردش وجه نقد، مرکز تحقیقات حسابداری و حسابرسی، سازمان حسابرسی، چاپ اول.
- ۷- نیکخواه آزاد، علی (۱۳۷۹). بیانیه مفاهیم بنیادی حسابرسی، کمیته تدوین رهنمودهای حسابرسی، سازمان حسابرسی، نشریه شماره ۱۲۱، چاپ دوم (با تجدید نظر): ۹۱-۹۲.
- ۸- وفادار، عباس و صادقی زنجانی، فردین (۱۳۸۴). الگوی نمونه برداری برای کسب سود پیوسته در بازار سهام، چاپ اول.
- ۹- ولی پور، هاشم (۱۳۸۹). مربوط بودن نوسانات جریان های نقدی برای پیش بینی بازده سهام. مهندسی مالی و مدیریت پرتفوی، سال اول، شماره ۲: ۴۳-۶۵.

## ب) انگلیسی

- 10- Balachandran, S. and Mohanram, P. (2011), Is the decline in the value relevance of accounting driven by increased conservatism?, *Review of Accounting Studies*, Vol. 16: 272-301.
- 11- Black, F. (1986), Noise, *Journal of Finance*, Vol. 41: 529-43.
- 12- Cohen, D. and Zarowin, P. (2012). Do 'firms lean against the wind'? Earnings management and stock market returns, *SSRN WorkingPaper Series*.
- 13- Donelson, D., Jennings, R. and McInnis, J. (2009), Changes over time in the revenue-expense relation: accounting or economics?, working paper.
- 14- Haugen, R.A., Baker, N.L., Commonality in the determinants of expected stock returns, *Journal of Financial Economics*, VOL. 41, 1996: 401-439.
- 15- Hunt, Alistair, Susan E. Moyer, Terry Shevlin, January, Earnings Volatility, Earnings Management, and Equity Value, 1997, (under revision June 2000), *Department of Accounting*, University of Washington.
- 16- Huang, Alan Guoming, The cross section of cash flow volatility and expected stock returns, *Journal of Empirical Finance*, VOL. 16, 2009: 409-429.
- 17- Lim, S. Park, T. (2011), The declining association between earnings and returns Diminishing value relevance of earnings or noisier markets?, *Journal of Management Reserch Review*, Vol. 34: 947-961.
- 18- Long, J.B., Shleifer, A., Summers, L.H. and Waldmann, R.J. (1987), Noise trader risk in financial markets, NBER Working Paper No. 2395, NBER, Cambridge, MA.
- 19- Papanastasopoulōs, G. Thomakos, D. and Wang, T.(2010), The implications of retained and distributed earnings for future profitability and stock returns, *Review of Accounting and Finance*, Vol 9: 395-423.
- 20- Ryan, S.G. and Zarowin, P.A. (2003), Why has the contemporaneous linear returns-earnings relation declined?, *The Accounting Review*, Vol. 78: 523-53.
- 21- Tiwari, Ashish and Anand M. Vijh, Sector Fund Performance: Analysis of Cash Flow Volatility and Returns, Current version: October 2004, *working paper*.
- 22- Verma,R. (2011),Testing forecasting power of the conditional relationship between beta and return , *The Journal of Risk Finance*, Vol. 12: 69- 77.

